



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 2 / 2021**



# Sommaire

|                                                                                                                                 |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Évolutions économiques et monétaires</b>                                                                                     | <b>2</b>  |
| Vue d'ensemble                                                                                                                  | 2         |
| 1 Environnement extérieur                                                                                                       | 8         |
| 2 Évolutions financières                                                                                                        | 18        |
| 3 Activité économique                                                                                                           | 24        |
| 4 Prix et coûts                                                                                                                 | 30        |
| 5 Monnaie et crédit                                                                                                             | 37        |
| 6 Évolutions budgétaires                                                                                                        | 45        |
| <b>Encadrés</b>                                                                                                                 | <b>50</b> |
| 1 Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020                                                            | 50        |
| 2 Le stock de capital de la zone euro depuis le début de la pandémie de COVID-19                                                | 57        |
| 3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021                         | 64        |
| 4 L'impact des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19                         | 70        |
| 5 Le rôle des marges bénéficiaires dans l'ajustement au choc de la COVID-19                                                     | 77        |
| 6 Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation                                       | 83        |
| 7 Vers une mise en œuvre effective du plan de relance de l'UE                                                                   | 88        |
| <b>Articles</b>                                                                                                                 | <b>93</b> |
| 1 Politique monétaire et inégalités                                                                                             | 93        |
| 2 Comprendre les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs – le rôle joué par la certitude (l'incertitude) | 116       |
| 3 Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction                  | 134       |
| <b>Statistiques</b>                                                                                                             | <b>S1</b> |

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Si la situation économique globale devrait s'améliorer en 2021, l'incertitude persiste s'agissant des perspectives économiques à court terme, en particulier en ce qui concerne la dynamique de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et la rapidité des campagnes de vaccination.** Le rebond de la demande mondiale et les mesures budgétaires supplémentaires soutiennent l'activité dans le monde et dans la zone euro. Toutefois, les taux d'infection toujours élevés, la diffusion de variants du virus ainsi que l'élargissement et le durcissement associés des mesures d'endiguement pèsent sur l'activité économique de la zone euro à court terme. Pour la période ultérieure, les campagnes de vaccination en cours et l'assouplissement graduel prévu des mesures d'endiguement confortent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique au cours de 2021. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, sous l'effet principalement de certains facteurs transitoires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées dans un contexte de demande atone et de sous-utilisation importante des capacités sur les marchés du travail et des biens et services. Bien que le dernier exercice de projection réalisé par les services de la BCE prévoie un renforcement progressif des tensions inflationnistes sous-jacentes, il confirme que les perspectives d'inflation à moyen terme restent largement inchangées par rapport aux projections de décembre 2020, et inférieures à l'objectif du Conseil des gouverneurs.

**Dans ces conditions, préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste essentiel.** Le Conseil des gouverneurs évalue les conditions de financement en examinant un ensemble complet d'indicateurs multidimensionnels, couvrant l'intégralité de la chaîne de transmission de la politique monétaire, allant des taux d'intérêt sans risque et des rendements souverains aux rendements des obligations d'entreprise et aux conditions du crédit bancaire. Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis le début de l'année, ce qui constitue un risque pour les conditions de financement au sens large. Les banques utilisent les taux d'intérêt sans risque et les rendements des obligations souveraines comme références principales pour déterminer les conditions du crédit. Des augmentations des taux de marché, si elles sont fortes et durables et ne sont pas maîtrisées, pourraient se traduire par un resserrement prématuré des conditions de financement pour tous les secteurs de l'économie. Une telle évolution n'est pas souhaitable alors qu'il reste nécessaire de préserver des conditions de financement favorables pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, et soutenir ainsi l'économie tout en maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Dans ce contexte et sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir par rapport aux premiers mois de cette année.

## Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 11 mars 2021

### **Par rapport à la récession provoquée par la pandémie de coronavirus, l'économie mondiale a rebondi plus rapidement que prévu dans les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème.**

Dans le même temps, les facteurs défavorables à la croissance se sont intensifiés avec l'aggravation de la pandémie au tournant de l'année. Une recrudescence des infections a conduit les gouvernements à imposer de nouveaux confinements plus stricts, en particulier dans les économies avancées. L'impact défavorable de ces mesures sur la croissance mondiale est déjà visible dans les données disponibles. La pandémie demeure le principal facteur qui détermine les évolutions économiques pour la période à venir. Les efforts de vaccination se sont progressivement accélérés, mais à des rythmes différents selon les pays. Toutefois, le niveau d'immunisation reste trop faible pour permettre une levée des mesures d'endiguement. Le plan de relance budgétaire approuvé en décembre dernier aux États-Unis et l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni soutiennent les perspectives relatives à l'environnement extérieur de la zone euro cette année. La croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait s'établir à 6,5 % en 2021, avant de revenir à 3,9 % en 2022 et 3,7 % en 2023. Ces projections font suite à la contraction estimée à 2,4 % du PIB mondial en 2020. L'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni et la reprise plus forte prévue dans les économies avancées expliquent les révisions à la hausse de la demande étrangère adressée à la zone euro. Celle-ci devrait augmenter de 8,3 % cette année et de 4,4 % et 3,2 % en 2022 et 2023, respectivement, impliquant des révisions à la hausse de 1,7 point de pourcentage en 2021 et de 0,3 point de pourcentage en 2022. Les risques entourant les projections de référence relatives à la croissance mondiale sont orientés à la hausse, la relance budgétaire supplémentaire prévue par le Président Biden représentant un risque à la hausse majeur. Les simulations des modèles laissent penser que cette relance entraînera une augmentation de 2-3 % du PIB en volume aux États-Unis et fera passer l'économie au-dessus de son potentiel, même si l'effet sur l'inflation devrait être modéré.

### **Les conditions financières se sont légèrement durcies dans la zone euro depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2020, dans un contexte de sentiment positif à l'égard du risque.**

Au cours de la période sous revue (du 10 décembre 2020 au 10 mars 2021), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut et s'est pentifiée. À l'heure actuelle, la courbe à terme ne signale pas d'anticipations d'une baisse des taux à très court terme. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro sont demeurés stables ; en effet, la hausse des rendements qui a résulté de l'augmentation des taux sans risque a été soutenue par un robuste sentiment à l'égard du risque conforté par les mesures de relance monétaires et budgétaires. Les prix des actifs risqués ont augmenté en conséquence. Sur les marchés des changes, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement affaibli.

### **Après le fort rebond de la croissance au troisième trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre.**

Sur l'ensemble

de l'année 2020, le PIB en volume se serait contracté de 6,6 %, le niveau de l'activité économique au quatrième trimestre étant inférieur de 4,9 % au niveau atteint fin 2019, avant la pandémie. Les données économiques devenues disponibles, les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence signalent une atonie persistante de l'économie au premier trimestre 2021, sous l'effet de la poursuite de la pandémie et des mesures d'endiguement associées. Le PIB en volume devrait donc à nouveau se contracter au premier trimestre de l'année. Les évolutions économiques demeurent contrastées selon les pays et les secteurs, les services pâtissant davantage des restrictions sur les interactions sociales et les déplacements que le secteur industriel, qui se redresse plus rapidement. Si les mesures de politique budgétaire soutiennent les ménages et les entreprises, les consommateurs gardent une attitude prudente au vu de la pandémie et de ses effets sur l'emploi et les revenus. Par ailleurs, la dégradation des bilans des entreprises et la forte incertitude quant aux perspectives économiques pèsent toujours sur l'investissement des entreprises.

**Au cours des prochains mois, les campagnes de vaccination en cours et l'assouplissement graduel des mesures d'endiguement – en l'absence de toute nouvelle évolution négative concernant la pandémie – confortent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique au cours de 2021.** À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et une reprise de la demande, avec la levée progressive des mesures d'endiguement.

**Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro.** Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 4,0 % en 2021, 4,1 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives concernant l'activité économique sont globalement inchangées.

**Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives de croissance à moyen terme de la zone euro sont devenus plus équilibrés, même si des risques à la baisse subsistent à court terme.** D'un côté, l'amélioration des perspectives de demande mondiale, renforcées par l'importante relance budgétaire, et les progrès dans les campagnes de vaccination sont encourageants. De l'autre, la poursuite de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et ses implications sur les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

**L'inflation en rythme annuel dans la zone euro s'est fortement accélérée, à 0,9 %, en janvier et février 2021, contre – 0,3 % en décembre 2020.** Ce rebond de l'inflation totale reflète plusieurs facteurs idiosyncratiques, comme la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, le report des périodes de soldes dans certains pays de la zone euro et l'impact des variations plus fortes qu'à l'accoutumée des pondérations de l'IPCH en 2021 ainsi que l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait s'accélérer au cours des prochains mois, mais une certaine volatilité est attendue tout au long de l'année, en fonction des variations des dynamiques des facteurs poussant actuellement l'inflation à la hausse. Le poids de ces facteurs sur les

taux d'inflation annuels devrait s'estomper au début de l'année prochaine. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient augmenter modérément cette année, en raison des contraintes d'offre actuelles et de la reprise de la demande intérieure, tout en restant globalement contenues, traduisant également la faiblesse des tensions sur les salaires et l'appréciation passée du taux de change de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, la résorption de la forte sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, contribuera à une accélération graduelle de l'inflation à moyen terme. Les mesures tirées des enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme demeurent à des niveaux faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter progressivement.

**Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une inflation annuelle de 1,5 % en 2021, 1,2 % en 2022 et 1,4 % en 2023.** Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie, et elles sont restées inchangées pour 2023. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,0 % en 2021 et à 1,1 % en 2022, avant d'atteindre 1,3 % en 2023.

**La dynamique monétaire dans la zone euro a continué de refléter l'impact de la pandémie de coronavirus.** La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est établie à 12,5 % en janvier 2021, après 12,4 % en décembre 2020 et 11,0 % en novembre. La forte croissance de la monnaie a continué d'être soutenue par les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème, qui demeurent la source de création monétaire la plus importante. Dans un contexte caractérisé par une préférence toujours marquée pour la liquidité et un faible coût d'opportunité de la détention des formes les plus liquides de monnaie, l'agrégat monétaire étroit M1 continue d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. En ce qui concerne les prêts au secteur privé, l'activité a été un peu plus faible avec les sociétés non financières et robuste avec les ménages. Le flux mensuel de prêts aux sociétés non financières est resté modéré, poursuivant la tendance observée depuis la fin de l'été. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est demeuré globalement inchangé, à 7,0 % après 7,1 % en décembre, continuant de refléter la très forte hausse enregistrée au premier semestre. La croissance annuelle des prêts aux ménages est restée globalement stable, ressortant à 3,0 % en janvier après 3,1 % en décembre, grâce à un flux mensuel nettement positif. Globalement, les mesures prises par le Conseil des gouverneurs, combinées aux mesures adoptées par les gouvernements nationaux et les autres institutions européennes, restent essentielles pour soutenir les conditions du crédit bancaire et favoriser l'accès au financement, en particulier pour ceux qui sont les plus affectés par la pandémie.



**Sous l'effet du ralentissement économique très prononcé durant la pandémie de coronavirus et d'une réaction budgétaire d'une ampleur sans précédent, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait avoir atteint, selon les estimations, 7,2 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019.**

Les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE prévoient que le ratio de déficit reviendra à 6,1 % du PIB en 2021 et à 2,4 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. Même si cette trajectoire fera augmenter la dette des administrations publiques de la zone euro à 95 % du PIB en 2023, soit quelque 11 points de pourcentage de plus qu'avant la crise, il convient de noter que l'effet défavorable sur la situation budgétaire devrait être légèrement plus faible que ce qui était généralement prévu durant la phase initiale de la pandémie. Toutefois, une orientation budgétaire ambitieuse et concertée demeurera essentielle. À cette fin, le soutien apporté par les politiques budgétaires nationales doit être maintenu, compte tenu de l'atonie de la demande émanant des entreprises et des ménages, en lien avec la poursuite de la pandémie et les mesures d'endiguement associées. En complément, le plan « *Next Generation EU* » jouera un rôle essentiel en contribuant à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme. Il accroîtra la résilience économique et le potentiel de croissance des économies des États membres de l'UE, en particulier si les fonds sont déployés en faveur de dépenses publiques productives et si cela s'accompagne de politiques structurelles de renforcement de la productivité.

## Les décisions de politique monétaire

Le 11 mars 2021, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes afin de préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie pendant la pandémie pour soutenir l'activité économique et maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

1. Le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), avec une enveloppe totale de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du PEPP sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir par rapport aux premiers mois de l'année. Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant,

l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation. De plus, le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. 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.

2. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. 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 les taux d'intérêt directeurs de la BCE. De plus, le Conseil des gouverneurs entend aussi 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.
3. 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.
4. Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs continuera également de surveiller les évolutions du taux de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs est 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.



*Les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE ont indiqué que l'économie mondiale avait rebondi plus rapidement que prévu par rapport à la récession provoquée par la pandémie de coronavirus (COVID-19). Toutefois, au tournant de l'année, les facteurs défavorables à la croissance se sont intensifiés, une recrudescence des infections conduisant les gouvernements à imposer de nouveaux confinements plus stricts, en particulier dans les économies avancées. L'impact défavorable de ces mesures sur la croissance mondiale est déjà visible dans les données disponibles. La pandémie demeure le principal facteur qui détermine les évolutions économiques pour la période à venir. Les efforts de vaccination se sont progressivement renforcés, mais à des rythmes différents selon les pays. Toutefois, le niveau d'immunité reste trop faible pour permettre une levée des mesures d'endiguement. Le plan de relance budgétaire approuvé en décembre dernier aux États-Unis et l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni soutiennent les perspectives relatives à l'environnement extérieur de la zone euro cette année. Selon les estimations, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait s'établir à 6,5 % en 2021, avant de revenir à 3,9 % en 2022 et à 3,7 % en 2023. Ces projections font suite à la contraction estimée à 2,4 % du PIB mondial en 2020. L'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni et la plus forte reprise attendue dans les économies avancées expliquent les révisions à la hausse de la demande étrangère adressée à la zone euro. Celle-ci devrait augmenter de 8,3 % cette année et de 4,4 % et 3,2 %, respectivement en 2022 et 2023, soit une révision à la hausse de 1,7 point de pourcentage en 2021 et de 0,3 point de pourcentage en 2022. Les risques pesant sur ces projections de référence relatives à la croissance mondiale sont orientés à la hausse, le plan de relance budgétaire supplémentaire prévu par le Président Joe Biden représentant un risque à la hausse majeur. Les simulations des modèles suggèrent que ces mesures entraîneront une augmentation comprise entre 2 % et 3 % du PIB en volume aux États-Unis et feront passer l'économie au-dessus de son potentiel, même si leur impact sur l'inflation devrait être modéré.*

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

**L'économie mondiale a affiché un rebond plus rapide que prévu après la récession résultant de la pandémie.** Bénéficiant de conditions de financement favorables sur fond de soutien solide apporté par la politique monétaire, l'investissement mondial est déjà proche de ses niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, la reprise de la consommation mondiale, favorisée par les mesures budgétaires visant à soutenir les revenus et à préserver les emplois, continue d'afficher un retard, les mesures d'endiguement en place pesant sur les services nécessitant de nombreux contacts. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a enregistré un net rebond, à 7,4 % au troisième trimestre 2020, soit 0,7 point de pourcentage de plus que prévu dans les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Un rythme de reprise plus dynamique a été observé aussi bien dans les économies avancées que dans les

économies de marché émergentes. Après ce rebond en forme de V, la reprise de l'activité économique mondiale devrait se poursuivre au quatrième trimestre 2020, à un rythme soutenu mais plus modéré de 2,1 %, toujours supérieur cependant à celui indiqué dans les projections précédentes.

**Les facteurs défavorables pour la reprise se sont intensifiés avec l'aggravation de la pandémie mondiale vers la fin de l'année.** Une augmentation des nouvelles infections a conduit les gouvernements, en particulier dans les économies avancées, à imposer de nouveaux confinements plus contraignants. Dans les économies de marché émergentes, en revanche, les mesures d'endiguement ont été durcies moins fortement. Dans l'ensemble, toutefois, les nouveaux confinements impliquent un recul de la croissance mondiale au premier trimestre 2021, comme en témoignent les indicateurs de suivi à haute fréquence de l'activité économique dans les principales économies avancées.

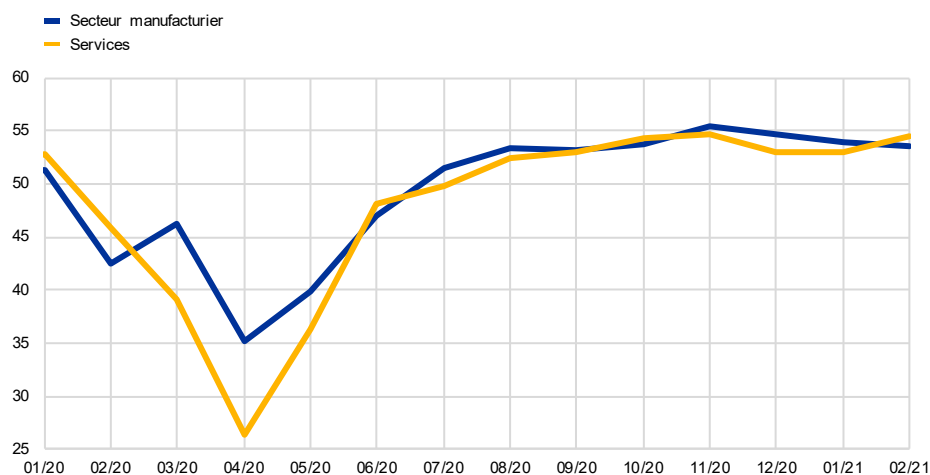
**Les données d'enquêtes signalent une forte dynamique de croissance, mais font également apparaître une hétérogénéité entre les secteurs et les pays.**

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) signale une poursuite de la reprise de l'économie mondiale début 2021. Après des hausses légèrement moins dynamiques au tournant de l'année, il s'est établi en février à un niveau proche de sa moyenne de long terme, largement sous l'effet d'une croissance plus rapide dans le secteur des services. En revanche, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) dans l'industrie manufacturière continue de baisser, même s'il se maintient fermement dans la zone d'expansion (cf. graphique 1). Les données relatives à l'indice composite des directeurs d'achat pour la production suggèrent un renforcement de l'activité économique aux États-Unis, en Chine, en Inde et en Russie, tandis qu'elles indiquent une activité en recul au Royaume-Uni, au Japon et au Brésil.

### Graphique 1

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

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2021.

**Les conditions financières mondiales restent accommodantes, en dépit du récent durcissement dû à un mouvement de vente massive sur les marchés des obligations souveraines.**

Depuis les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les progrès réalisés sur le plan de l'approbation et de la distribution de vaccins, ainsi que le démarrage des campagnes de vaccination ont amélioré la confiance des investisseurs. Conjuguée à un accord commercial de dernière minute dans le cadre du Brexit et à des politiques économiques de soutien, cette amélioration a bénéficié aux actifs conjoncturels et risqués. Dans l'ensemble, les conditions financières mondiales demeurent très accommodantes, tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes. Plus récemment, l'amélioration des perspectives pour l'économie mondiale, favorisée par les évolutions positives relatives à la pandémie et par les nouvelles concernant le plan de relance budgétaire supplémentaire aux États-Unis, a entraîné un mouvement de vente massive sur les marchés des obligations souveraines à l'échelle mondiale. Les marchés boursiers mondiaux ont initialement bénéficié de l'optimisme entourant les perspectives. Cette tendance à la hausse s'est toutefois interrompue fin février, lorsque les craintes relatives à la forte hausse des rendements ont entraîné une liquidation massive généralisée sur les marchés boursiers. Dans le même temps, aux États-Unis, une mesure des anticipations d'inflation extraite des instruments de marché, établie à partir des prix des obligations protégées contre l'inflation, a augmenté pour atteindre son niveau le plus élevé depuis 2014.

**Les perspectives relatives à l'économie mondiale continuent d'être déterminées par l'évolution de la pandémie et les mesures d'endiguement adoptées pour y faire face.**

Les mesures d'endiguement plus contraignantes ont permis de stabiliser les récentes vagues de nouvelles infections, ce qui, avec l'accélération du déploiement de la vaccination, laisse espérer que la pandémie pourra être mieux contenue et que les mesures de confinement seront par conséquent graduellement levées. Dans le même temps, l'impact des mesures de distanciation sociale sur les services nécessitant de nombreux contacts reste significatif, mais leur incidence économique globale devrait être plus limitée que celle des confinements de mars-avril 2020. Cela reflète le caractère désormais plus ciblé des confinements, et l'ajustement de leur comportement par les agents économiques afin de limiter l'impact négatif des confinements sur l'activité. Dans ce contexte, le rythme de la reprise mondiale devrait se ralentir de manière significative au premier trimestre 2021, avant de rebondir par la suite.

**Parmi les nouvelles positives, le plan de relance budgétaire approuvé aux États-Unis en décembre 2020 et l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni laissent entrevoir une amélioration des perspectives en 2021.**

Ces mesures, signalées comme des risques à la hausse sur les perspectives mondiales dans les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème et désormais incluses dans le scénario de référence, devraient apporter un soutien supplémentaire à la croissance. Aux États-Unis, le montant de la relance budgétaire approuvée en décembre l'année dernière s'élève à 900 milliards de dollars (4,4 % du PIB). Cette somme sera consacrée au soutien direct aux revenus des ménages et des entreprises, ce qui devrait entraîner une augmentation de

l'activité aux États-Unis cette année. En outre, l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni se substitue à l'hypothèse d'un Brexit « sans accord » qui sous-tendait les précédentes projections. Il garantit des échanges de biens exempts de droits de douane et l'absence de quotas entre l'UE et le Royaume-Uni (à l'instar de l'Accord économique et commercial global, CETA, entre l'UE et le Canada), ce qui stimulera l'activité et les échanges commerciaux au sein de l'économie britannique sur l'horizon de projection.

**Globalement, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait être de 6,5 % en 2021, avant de revenir à 3,9 % et 3,7 %, respectivement, en 2022 et 2023.** Ces projections font suite à une contraction estimée à 2,4 % du PIB mondial en volume en 2020. La croissance a été révisée à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2021, l'effet de report positif des bonnes surprises relatives à la croissance vers la fin de l'année écoulée et les politiques économiques de soutien n'étant que partiellement contrebalancés par l'incidence négative du durcissement des mesures d'endiguement sur la croissance à court terme. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) demeure globalement inchangée pour 2022-2023 par rapport aux précédentes projections.

**Aux États-Unis, les perspectives d'évolution de l'activité sont soutenues par la relance budgétaire approuvée fin décembre.** Après un rebond plus prononcé que prévu au second semestre de 2020, l'activité économique s'est ralentie vers la fin de l'année, en raison du durcissement des mesures d'endiguement face à la détérioration de la situation pandémique <sup>1</sup>. Dans la mesure où on fait l'hypothèse que la situation pandémique va s'améliorer dans le courant de l'année, l'économie devrait effacer ces pertes. Toutefois, face à ce ralentissement, un plan de relance budgétaire supplémentaire à hauteur de 4,4 % du PIB a été approuvé en décembre, ce qui devrait stimuler la croissance cette année. Après un ralentissement des dépenses de consommation fin 2020, les chèques de soutien octroyés par le gouvernement ont dopé le revenu des ménages ainsi que leur taux d'épargne. Les données à haute fréquence relatives aux cartes de crédit et aux ventes de détail ont enregistré un fort rebond en janvier. Tandis que l'inflation est demeurée stable en janvier, les anticipations d'inflation s'inscrivent en hausse. La hausse annuelle des prix à la consommation est demeurée inchangée à 1,4 % et l'inflation sous-jacente a diminué pour s'établir à 1,4 % en janvier. Toutefois, les perspectives d'évolution de l'inflation à court terme indiquent d'importants effets de base, résultant principalement des prix du pétrole, qui pourraient pousser l'inflation au-dessus de 2 %. En outre, l'amélioration des perspectives de croissance a entraîné une hausse des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, à 2,2 %.

**L'important plan de relance budgétaire supplémentaire prévu par la nouvelle Administration représente un risque à la hausse majeur pour les projections actuelles.** Le plan budgétaire supplémentaire portant au total sur 1 900 milliards de dollars (8,9 % du PIB) comprend un nouvel allongement de la durée d'indemnisation du chômage, un versement unique supplémentaire aux ménages et une augmentation des dépenses au niveau des États fédérés et des collectivités locales

<sup>1</sup> Pour une comparaison des performances économiques des États-Unis et de la zone euro durant la pandémie, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

pour financer les efforts de santé publique et l'éducation. Il représente un risque à la hausse significatif pour la projection de référence actuelle. Les simulations des modèles suggèrent que ces mesures entraîneront une hausse comprise entre 2 % et 3 % du PIB en volume aux États-Unis et feront passer l'économie au-dessus de son potentiel, même si leur impact sur l'inflation devrait être modéré. Cela impliquerait également des retombées positives sur la croissance des autres économies, y compris la zone euro <sup>2</sup>.

**Au Royaume-Uni, le confinement strict et le déstockage devraient ramener la croissance en territoire négatif au premier trimestre 2021.** Les données relatives au PIB meilleures que prévu au quatrième trimestre 2020 reflètent pour l'essentiel des facteurs spécifiques, tels que la hausse des dépenses publiques et l'accumulation de stocks en lien avec le Brexit. Elles suggèrent également que les restrictions de déplacement liées à la COVID-19 vers la fin de l'année ont freiné l'activité dans une bien moindre mesure que durant le premier confinement strict au printemps 2020. Pour cette année, cependant, les données d'enquêtes et les indicateurs de suivi à haute fréquence de l'activité montrent un fort ralentissement économique en raison du nouveau confinement strict au début de l'année, ce qui laisse penser que la croissance du PIB en volume enregistrera un recul significatif au premier trimestre 2021. Une contribution négative des stocks pourrait accentuer ce ralentissement. En effet, les perturbations qui ont eu lieu au départ à la frontière entre l'UE et le Royaume-Uni, conjuguées à une moins forte incertitude concernant la conclusion d'un accord commercial ont contribué à un mouvement de déstockage. D'après une enquête réalisée dans l'industrie, les exportations du Royaume-Uni vers l'Union européenne ont, selon les estimations, diminué de 68 % en janvier 2021 par rapport à l'année précédente. Pour la période à venir, si des progrès rapides sur le plan de la vaccination allègent la situation sanitaire, les mesures d'endiguement devraient être de nouveau progressivement assouplies dans le courant du deuxième trimestre. Cela pourrait entraîner un rebond de la croissance, favorisé par une hausse de la consommation et un redressement de l'investissement privé. L'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni, qui garantit des échanges de biens exempts de droits de douanes et l'absence de quotas, a permis d'éviter des perturbations dans les échanges commerciaux vers la fin de l'année. Par conséquent, par rapport à l'hypothèse de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème qui reposait sur un Brexit « sans accord », l'économie devrait suivre une trajectoire plus positive sur l'horizon de projection, du point de vue de la production et des échanges commerciaux. La hausse annuelle des prix à la consommation a légèrement augmenté en janvier pour s'établir à 0,7 %, après 0,6 % en décembre, mais devrait se redresser nettement à court terme. Le rebond des prix de l'énergie et du gaz, qui fait suite à la baisse enregistrée l'année dernière, et la fin de la réduction temporaire de la TVA dans le secteur de l'hôtellerie en avril exerceront des pressions à la hausse sur les prix à la consommation.

---

<sup>2</sup> Pour de plus amples informations, cf. l'encadré intitulé « [Risques liés au plan de sauvetage américain pesant sur les perspectives des États-Unis et de la zone euro](#) », dans les projections établies pour la zone euro par les services de la BCE, mars 2021.

**En Chine, l'évolution de l'activité économique au quatrième trimestre a constitué une bonne surprise, suggérant que la reprise s'est poursuivie à un rythme inchangé.** L'activité a connu une reprise rapide, sous l'effet d'un rebond de la production, soutenue par l'investissement public et par une forte demande extérieure. Dans l'ensemble, l'économie chinoise a renoué avec la trajectoire de croissance observée avant la pandémie. La croissance du PIB de la Chine est ressortie à 2,3 % en 2020 et les dernières données à haute fréquence suggèrent la poursuite d'une croissance soutenue, tout en indiquant cependant une dynamique plus modérée. Toutefois, le soutien des autorités étant axé sur l'investissement et le crédit, les risques pour la stabilité financière pourraient s'accroître davantage. La consommation a connu une reprise plus graduelle, mais la confiance des consommateurs s'est considérablement améliorée au cours de l'année passée, et les dépenses de consommation ont quasiment retrouvé leurs niveaux de 2019 grâce à l'atténuation des craintes relatives à une résurgence du virus. La reprise rapide que connaît la Chine après le choc pandémique suggère également que les séquelles devraient être limitées.

**Au Japon, l'activité économique au dernier trimestre 2020 s'est montrée plus résistante que prévu initialement.** Après un rebond marqué au troisième trimestre, le PIB en volume a augmenté de 3 % en rythme trimestriel, soit un rythme plus soutenu que prévu, sous l'effet d'un net redressement de l'investissement des entreprises et d'une croissance robuste de la consommation privée et des exportations. Début janvier, toutefois, une recrudescence des cas de COVID-19 a entraîné la mise en œuvre de mesures d'endiguement plus strictes. En conséquence, l'activité devrait s'inscrire en recul au premier trimestre, mais de façon plus modérée qu'au printemps 2020. La variation annuelle des prix à la consommation a été nettement moins forte, passant de – 1,2 % en décembre à – 0,6 % en janvier, les plus fortes pressions à la baisse exercées par le recul des prix de l'énergie ayant été compensées et au-delà par un rebond marqué de l'inflation sous-jacente (hors prix des produits alimentaires et de l'énergie).

**Dans les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE, la croissance économique a continué de se redresser au quatrième trimestre 2020.** Pour la période à venir, l'aggravation de la pandémie et les confinements stricts devraient peser temporairement sur la reprise début 2021. En faisant l'hypothèse que les restrictions liées à la COVID-19 seront assouplies au cours des prochains mois, l'activité devrait se raffermir progressivement, soutenue par une orientation accommodante des politiques budgétaire et monétaire.

**Dans les grands pays exportateurs de matières premières, le rythme de la reprise est modéré, tandis que la marge de manœuvre pour de nouvelles mesures de soutien est limitée.** En Russie, la reprise observée au troisième trimestre a bénéficié d'un large soutien des autorités et d'un meilleur contrôle des infections. Toutefois, les confinements plus stricts mis en place afin de maîtriser la recrudescence des infections devraient, selon les estimations, peser sur l'activité à court terme. Dans le courant de 2021, en revanche, une amélioration de la situation pandémique devrait soutenir la croissance. En outre, l'économie devrait bénéficier de la hausse des prix du pétrole enregistrée au cours des derniers mois. Au Brésil, les

autorités ont mis en œuvre un vaste programme de relance budgétaire, notamment des versements en espèces directement au profit des ménages à faibles revenus, ce qui a soutenu la reprise économique l'an dernier. Toutefois, en raison de l'atténuation de l'impact du soutien budgétaire et de l'aggravation de la pandémie par la suite, la croissance devrait se modérer à court terme, d'après les estimations.

**En Turquie, la croissance du PIB en volume a connu un fort rebond au troisième trimestre et la reprise s'est poursuivie au quatrième trimestre.** La reprise rapide a été largement favorisée par une forte croissance du crédit, tandis que l'impact négatif des mesures d'endiguement s'est limité pour l'essentiel aux secteurs de l'hôtellerie et du tourisme. Toutefois, avec la réduction progressive des mesures de soutien, la croissance devrait se modérer au cours de la période à venir, en particulier celle de la consommation privée tirée par le crédit. À moyen terme, le récent changement de cap en matière de politique économique, initié notamment par la banque centrale, devrait ramener la croissance à un niveau inférieur à sa moyenne historique.

**La reprise du commerce mondial a été dynamique, les échanges de biens se redressant rapidement parallèlement à la production industrielle mondiale.**

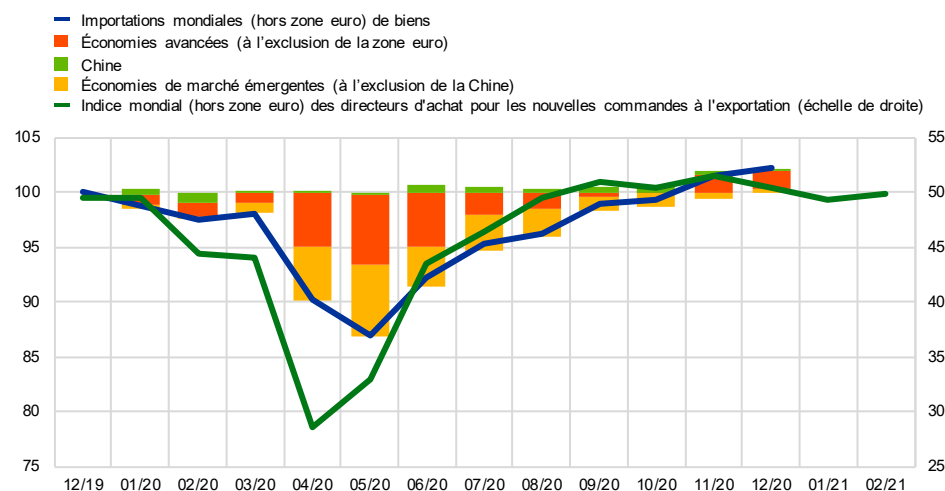
Les importations mondiales de biens (hors zone euro) avaient déjà retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie fin 2020, tandis que les échanges internationaux de services demeurent faibles. En termes nominaux, les données relatives aux échanges commerciaux laissent penser qu'en novembre, le commerce mondial de services est demeuré inférieur de 27 % à son niveau de fin 2019, les voyages et les services liés au tourisme représentant une large part de cette perte. L'émergence de tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales constitue un frein supplémentaire pour la reprise du commerce mondial à court terme. La nette reprise de l'activité manufacturière au second semestre 2020 et la forte augmentation associée des nouvelles commandes à l'exportation ont exercé des pressions sur l'offre sur certains marchés et sur les capacités de transport au niveau mondial. Cette situation a allongé les délais de livraison des fournisseurs, comme le montrent les niveaux historiquement élevés des indices mondiaux des directeurs d'achat relatifs aux délais de livraison. Les coûts de transport ont également fortement augmenté, en partie en raison d'une reprise déséquilibrée des échanges commerciaux. La forte reprise des échanges commerciaux en Chine et en Asie de l'Est a entraîné une pénurie de conteneurs de transport, alors qu'ils restent inexploités dans les ports d'Europe et d'Amérique du Nord. Les nouvelles commandes à l'exportation sont un autre signe de ralentissement de la dynamique dans le secteur manufacturier mondial ; en janvier, elles sont passées pour la première fois depuis septembre dernier sous le seuil indiquant une expansion et elles y sont restées en février (cf. graphique 2).



## Graphique 2

### Importations mondiales de biens (hors zone euro) et nouvelles commandes à l'exportation

(échelle de gauche : indice, décembre 2019 = 100 ; échelle de droite : indice de diffusion)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2021 pour les indices des directeurs d'achat (PMI) et à décembre 2020 pour les importations mondiales de marchandises.

**Les importations mondiales (hors zone euro) ont été fortement révisées à la hausse et devraient augmenter de 9,0 % en 2021, avant que leur croissance revienne à 4,1 % en 2022 et à 3,4 % en 2023.** Cette évolution fait suite à la contraction estimée du commerce mondial de 9,1 % en 2020. Par rapport aux projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les importations mondiales, et en particulier la demande extérieure adressée à la zone euro, ont été sensiblement revues à la hausse suite à l'accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en raison d'une reprise plus forte prévue dans les économies avancées. Cela signifie que la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'accroître de 8,3 % cette année et de 4,4 % et 3,2 % en 2022 et 2023, respectivement, entraînant des révisions à la hausse de 1,7 point de pourcentage en 2021 et de 0,3 point de pourcentage en 2022. Pour 2023, la demande extérieure adressée à la zone euro reste inchangée par rapport aux projections de décembre. Des données plus positives vers la fin de l'année dernière, ainsi que les importations plus importantes prévues pour les principaux partenaires commerciaux de la zone euro, suggèrent que l'écart par rapport à la trajectoire antérieure à la pandémie s'est nettement réduit, tout comme cela a été le cas pour la croissance mondiale du PIB en volume.

### Les risques entourant les projections de référence pour la croissance mondiale sont orientés à la hausse.

À la suite des mesures de relance budgétaire supplémentaires prévues par l'Administration du Président Biden mentionnées précédemment, et conformément aux exercices de projection précédents, deux scénarios alternatifs relatifs aux perspectives économiques mondiales sont utilisés pour illustrer l'incertitude entourant l'évolution future de la pandémie. Ces scénarios reflètent l'interaction entre l'évolution de la pandémie et la trajectoire associée des

mesures d'endiguement <sup>3</sup>. Les autres risques entourant les perspectives mondiales ont trait à une réduction plus rapide que prévu de l'épargne accumulée pendant la pandémie dans les économies avancées, ce qui pourrait soutenir la consommation privée et les importations. En revanche, une réévaluation brutale du risque sur les marchés financiers pourrait entraîner des sorties de capitaux et une dépréciation de la monnaie dans les économies de marché émergentes vulnérables, compromettant ainsi leur reprise. En outre, des capacités de production limitées dans les secteurs liés aux technologies de l'information et les pénuries de conteneurs dans le secteur du transport maritime pourraient accroître les risques pesant sur les chaînes de valeur mondiales et le commerce mondial. De plus, l'endettement élevé et croissant dans les économies avancées et les économies de marché émergentes constitue un risque supplémentaire à la baisse pour la croissance à moyen terme.

## Évolutions des prix au niveau mondial

**Les prix des matières premières ont augmenté de manière significative et les prix du pétrole sont proches des niveaux d'avant la pandémie.** Les prix du *Brent* ont augmenté de près de 35 % par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, dans un contexte de réductions unilatérales de l'offre par l'Arabie saoudite et d'amélioration des perspectives de la demande mondiale, favorisées par la reprise robuste du secteur manufacturier au niveau mondial et les anticipations de croissance pour les États-Unis. En outre, les prix du pétrole ont bénéficié de la forte hausse des actifs risqués au niveau mondial. Cette hausse des prix du pétrole a fait passer la courbe des contrats à terme dans une situation de *backwardation* (report), ce qui signifie que les cours actuels du pétrole sont supérieurs à ceux anticipés à la fin de l'horizon de projection. Les prix des métaux ont également bénéficié de la vigueur de la demande mondiale dans un contexte de restrictions de l'offre dans certains grands pays exportateurs mondiaux, enregistrant une hausse de 10 % depuis les projections de décembre. Les prix des métaux et des matières premières alimentaires ont augmenté bien au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie.

**L'inflation totale mondiale a augmenté en janvier en raison d'une contribution moins négative des prix de l'énergie.** Dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 1,5 % en janvier contre 1,2 % en décembre 2020 (cf. graphique 3). La hausse des prix des produits alimentaires a été globalement stable, tandis que le frein exercé par la hausse des prix de l'énergie s'est légèrement atténué. La hausse de l'indice sous-jacent des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement accentuée, ressortant à 1,7 % en janvier après 1,6 % le mois précédent. La hausse annuelle globale des prix à la consommation s'est accélérée dans toutes les économies avancées mais est restée négative au Japon. Parmi les principales économies de marché émergentes hors

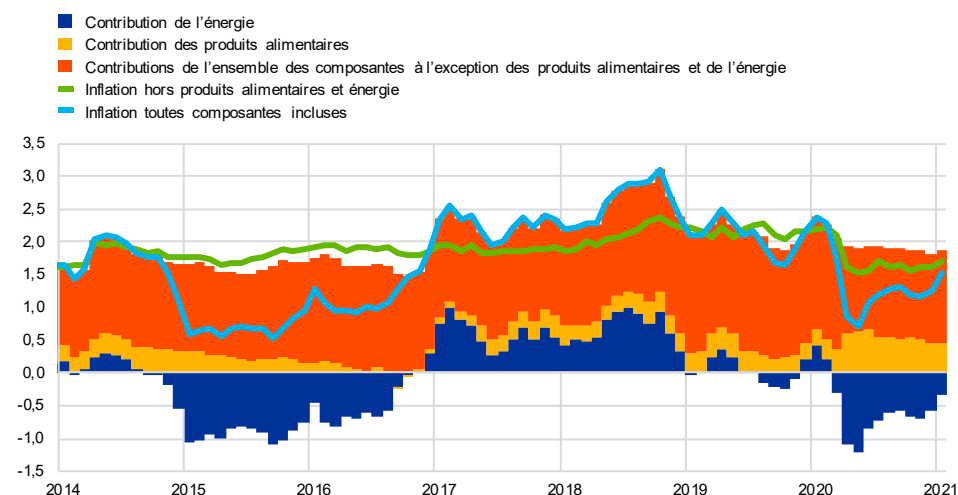
<sup>3</sup> Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé « [Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro](#) » dans les Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2021.

zone OCDE, en Chine, l'inflation totale annuelle est revenue en territoire négatif après s'être temporairement redressée en décembre.

### 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 janvier 2021.

**La forte augmentation des prix des matières premières devrait entraîner une hausse des prix à la consommation au niveau mondial.** À court terme, la hausse de l'inflation totale sera encore accentuée par l'effet de base positif dû à la réaction initiale des prix mondiaux des matières premières au choc lié à la pandémie au printemps 2020. Cette tendance ressort également des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro exprimés en monnaie nationale, qui devraient augmenter fortement en 2021. Toutefois, cette hausse de l'inflation devrait être temporaire, compte tenu d'une sous-utilisation importante des capacités dans l'économie mondiale, en particulier sur le marché du travail.

## 2 Évolutions financières

*Au cours de la période sous revue (du 10 décembre 2020 au 10 mars 2021), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA) s'est déplacée vers le haut et s'est pentifiée. Actuellement, la courbe à terme ne signale pas d'anticipation d'une baisse des taux directeurs à très court terme. Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont augmenté, en partie en raison d'effets de contagion en provenance des États-Unis, tandis que les écarts de rendement des obligations souveraines sont restés globalement stables. Les prix des actions se sont inscrits en hausse. Sur les marchés des changes, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement affaibli.*

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA) et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 48 et – 56 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue <sup>4</sup>.**

L'excédent de liquidité a augmenté de 241 milliards d'euros pour s'établir à 3 692 milliards environ. Cette hausse reflète principalement les achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*), qui ont été partiellement contrebalancés par des remboursements volontaires de fonds empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et par les facteurs autonomes de retrait de liquidité.

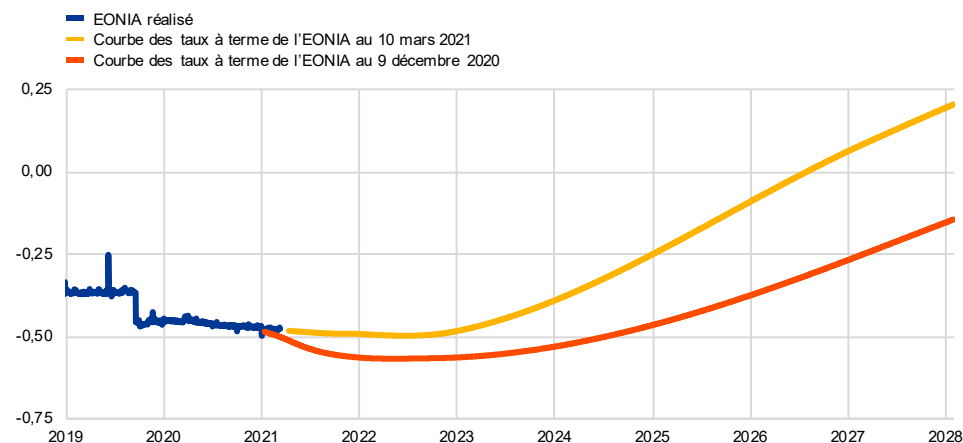
**La courbe des taux à terme de l'EONIA s'est déplacée vers le haut durant la période sous revue, en particulier sur les échéances à long terme, et elle s'est également pentifiée (cf. graphique 4).** La légère inversion de la courbe pour les échéances à court terme, qui était visible dans la trajectoire de décembre, a disparu dans un environnement de sentiment plus favorable à l'égard de la reprise. Le point bas de la courbe, qui se situe 2 points de base au-dessous du niveau actuel de l'EONIA de – 50 points de base, correspond à avril 2022. La courbe indique donc que les marchés financiers n'intègrent pas de baisse imminente des taux. Dans l'ensemble, les taux à terme de l'EONIA demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à mi-2026, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

<sup>4</sup> 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.

## Graphique 4

### Taux à terme de l'EONIA

(en pourcentage annuel)



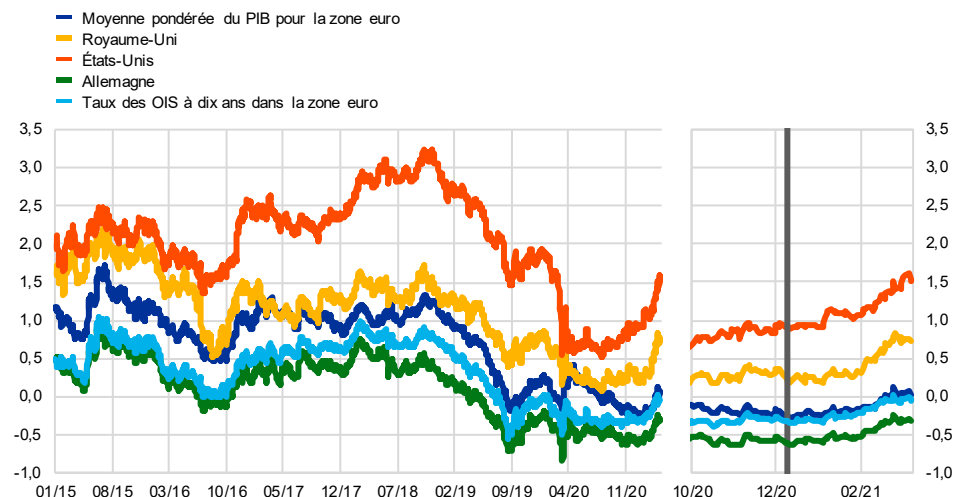
Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

**Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont augmenté en même temps que les rendements mondiaux, mais à un rythme nettement moins prononcé, pour s'établir à un niveau bien plus élevé que lors de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs (cf. graphique 5).** À la faveur de perspectives économiques de plus en plus positives aux États-Unis, soutenues par des anticipations de mise en œuvre d'importantes mesures de relance budgétaire par la nouvelle Administration américaine sous la présidence de Joe Biden, les rendements des obligations souveraines à long terme ont fortement baissé à l'échelle mondiale. Plus précisément, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro à dix ans a augmenté de 28 points de base pour s'établir à 0,03 %. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont affiché une hausse encore plus forte, augmentant de 62 et 51 points de base, pour atteindre 1,52 % et 0,72 %, respectivement.

## Graphique 5

### Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

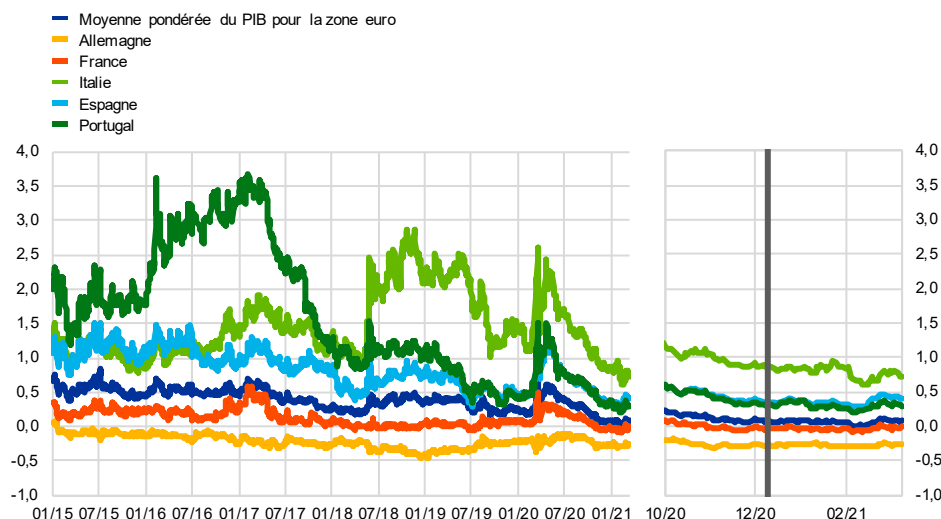
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 décembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021.

**Les écarts à long terme entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et les taux des swaps au jour le jour (OIS) sont demeurés relativement stables, les rendements ayant dans l'ensemble augmenté parallèlement aux taux sans risque dans la plupart des juridictions (cf. graphique 6).** Les rendements souverains italiens ont fortement baissé durant la période qui a précédé la formation d'un nouveau gouvernement par l'ancien président de la BCE Mario Draghi et les écarts de rendement souverains italiens ont brièvement atteint un nouveau point bas, retombant à des niveaux qu'ils n'avaient pas connus depuis plusieurs années, avant d'augmenter à nouveau. En particulier, au cours de la période sous revue, les écarts de rendement souverains à dix ans italien et portugais ont diminué de 12 points de base et de 1 point de base, s'établissant à 0,73 % et 0,30 %, respectivement. Sur la même période, les écarts allemand, français et espagnol à dix ans ont légèrement augmenté, de 1 point de base, 1 point de base et 6 points de base, atteignant respectivement – 0,26 %, – 0,01 % et 0,41 %.

## 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 (10 décembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021.

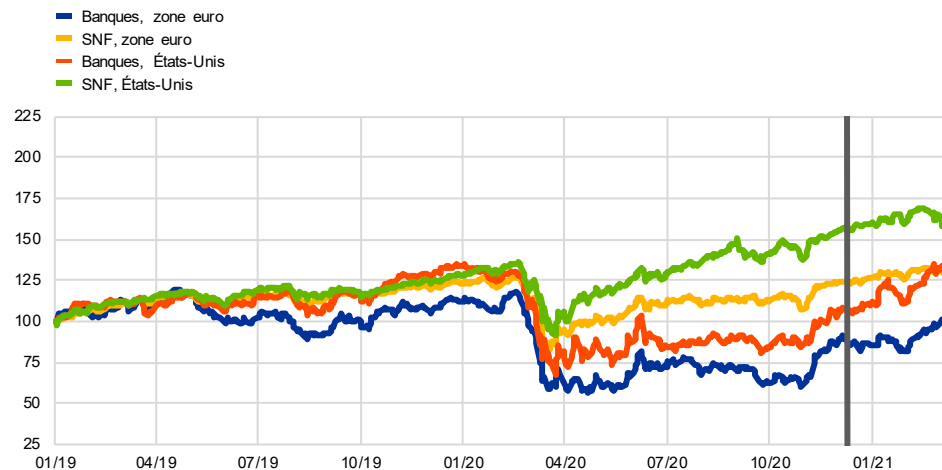
**Les cours des actions ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, atteignant des sommets historiques au cours de la période sous revue aux États-Unis, le sentiment à l'égard du risque étant demeuré favorable (cf. graphique 7).** En dehors d'une légère volatilité, les prix des actions dans la zone euro et aux États-Unis se sont globalement inscrits en hausse, avant de ne reculer que partiellement aux États-Unis vers la fin janvier. Les encours financiers ont enregistré des plus-values particulièrement élevées aux États-Unis et dans la zone euro. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté de 7,4 % et 4,4 %, respectivement. Les prix des actions des banques de la zone euro et des États-Unis ont augmenté de 16,5 % et 26,9 %, respectivement, l'indice américain ayant intégralement effacé les pertes enregistrées depuis le début de la pandémie.



## Graphique 7

### Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2019 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

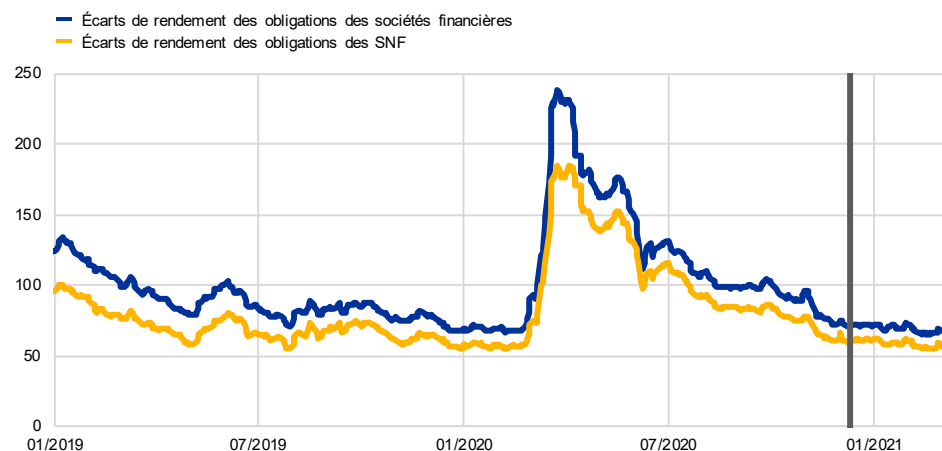
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 décembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021.

**Les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro sont restés globalement inchangés (cf. graphique 8).** Au cours de la période sous revue, 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 2 points de base et 4 points de base, respectivement, pour s'établir à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie. Globalement, les écarts de rendement des obligations d'entreprises n'ont enregistré que des variations mineures depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs.

## 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.

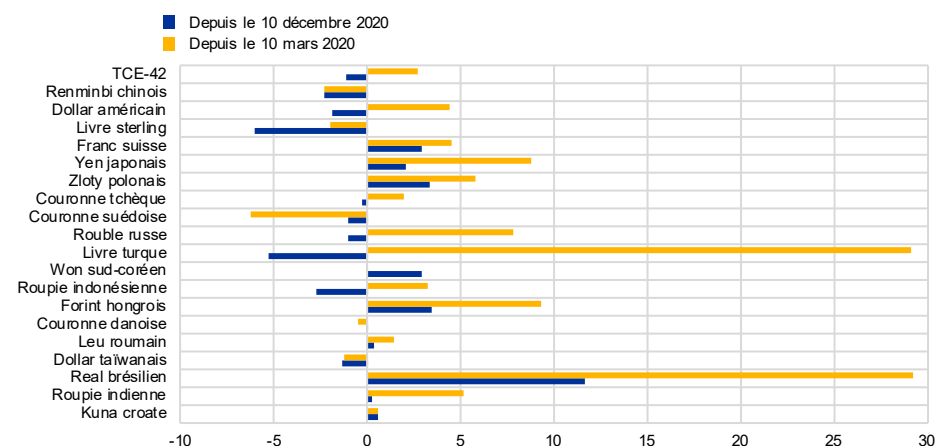
Notes : Les écarts de rendement sont calculés comme les écarts des taux des *swaps* sur actifs par rapport au taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an) et bénéficiant d'une notation élevée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 décembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9).** Si le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,1 % au cours de la période sous revue, il est demeuré inférieur de seulement 2,7 % à son point haut historique atteint en décembre 2008. Cette situation reflète des évolutions divergentes du taux de change bilatéral dans un environnement de marché caractérisé par une accentuation de l'appétence pour le risque. L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,8 %), du renminbi chinois (de 2,3 %) et de la livre sterling (de 6,0 %) et s'est apprécié vis-à-vis du franc suisse (de 2,9 %) et du yen japonais (de 2,0 %). L'euro s'est également renforcé pour l'essentiel vis-à-vis des monnaies des États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale ne faisant pas partie de la zone euro.

### 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 10 mars 2021.

### 3 Activité économique

*Après le fort rebond observé au troisième trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro s'est de nouveau contracté au quatrième trimestre, en recul de 0,7 % en glissement trimestriel, ramenant la production à un niveau inférieur de près de 5 % aux niveaux d'avant la pandémie. Les évolutions économiques restent inégales entre secteurs et entre pays, le secteur des services étant le plus touché par les restrictions aux interactions sociales et à la mobilité. Les mesures de politique budgétaire continuent de soutenir les ménages et les entreprises, mais les consommateurs gardent une attitude prudente au vu de la pandémie et de ses effets sur l'emploi et les revenus. Toutefois, l'investissement des entreprises reste relativement résistant, malgré une dégradation des bilans des entreprises et une incertitude élevée. Dans l'ensemble, les données devenues disponibles, les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence signalent une atonie persistante de l'économie au premier trimestre 2021, sous l'effet de l'évolution de la pandémie et des mesures d'endiguement qui y sont associées. Le PIB en volume devrait donc à nouveau se contracter au premier trimestre de l'année. Toutefois, à plus long terme, le déploiement des vaccins permet une plus grande confiance dans la résolution de la crise sanitaire, ce qui devrait réduire l'incertitude, en l'absence de nouvelles évolutions défavorables liées à la pandémie. À moyen terme, la reprise de l'économie dans la zone euro devrait également être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et une reprise de la demande, avec la levée progressive des mesures d'endiguement.*

*Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 4,0 % en 2021, 4,1 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Les perspectives relatives à l'activité économique sont globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives de croissance à court terme de la zone euro demeurent orientés négativement, mais les risques à moyen terme sont devenus plus équilibrés. D'une part, l'amélioration des perspectives de la demande mondiale, les importantes mesures de relance budgétaire dans l'ensemble de la zone euro et le déploiement des vaccins représentent autant de raisons d'être optimiste. D'autre part, cependant, la poursuite de la pandémie (notamment la diffusion de nouveaux variants du virus) et ses implications sur les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.*

**Après une légère contraction de la production au quatrième trimestre 2020, l'activité économique dans la zone euro devrait rester faible au premier trimestre 2021.** Au quatrième trimestre 2020, le PIB en volume a reculé de 0,7 % en rythme trimestriel, après une augmentation de 12,5 % au troisième trimestre (cf. graphique 10). Ce résultat est cependant meilleur que la contraction de 2,2 % prévue dans les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. La baisse de la production au quatrième trimestre résulte principalement de la demande intérieure, en particulier la consommation privée. Même si la production au quatrième trimestre était encore inférieure de presque 5 %

au niveau d'avant la pandémie observé un an plus tôt, le résultat meilleur que prévu pour ce trimestre a entraîné un acquis de croissance positif de 2,2 % pour l'année 2021. Du côté de la production, les évolutions au quatrième trimestre ont beaucoup varié d'un secteur à l'autre. Tandis que la valeur ajoutée dans le secteur des services a nettement diminué, la production dans le secteur industriel (hors construction) a encore augmenté. En effet, avec la forte croissance déjà observée au troisième trimestre, le rebond de la production industrielle au second semestre 2020 a largement compensé la forte baisse observée au premier semestre. L'encadré 4 fait le point sur l'incidence des mesures d'endiguement liées à la pandémie dans l'ensemble des secteurs économiques des principaux pays de la zone euro, ainsi que sur l'évolution de cette incidence au fil du temps. Globalement, la production de la zone euro est estimée avoir diminué de 6,6 % en 2020, soit un peu plus que celle des États-Unis. Comme expliqué dans l'encadré 1, cela peut être lié aux confinements plus stricts observés dans la zone euro et à la politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis.

### Graphique 10

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

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



Source : Eurostat.

#### Le marché du travail de la zone euro continue de bénéficier d'un soutien important des pouvoirs publics, tandis que l'emploi a augmenté ces derniers mois et que le taux de chômage est resté globalement stable.

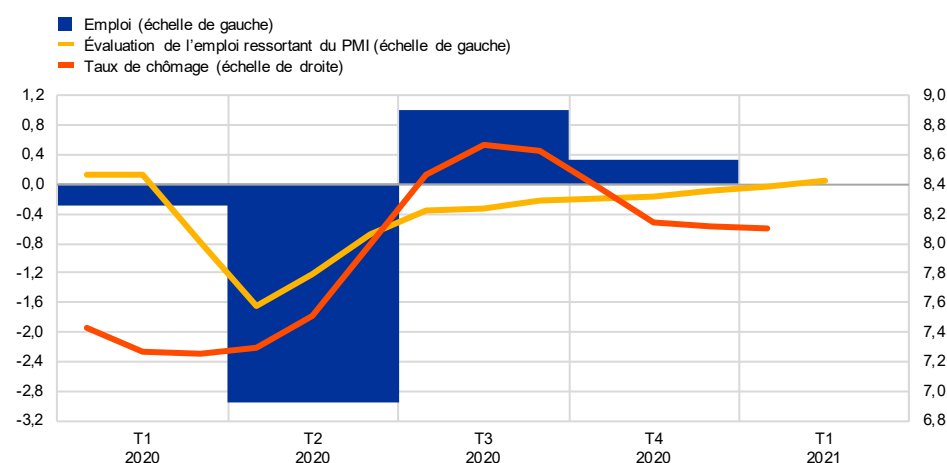
Le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi continue de soutenir l'emploi, atténuant ainsi l'incidence sur le taux de chômage, soutenant le revenu des ménages et limitant l'incertitude économique. L'emploi a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2020, après une hausse de 1,0 % au troisième trimestre (cf. graphique 11). Toutefois, malgré cette amélioration, l'emploi au quatrième trimestre était encore inférieur de 1,9 % au niveau enregistré un an plus tôt avant la pandémie. Le nombre d'heures travaillées continue de jouer un rôle important dans l'ajustement du marché du travail de la zone euro. Le nombre total d'heures travaillées a diminué de 1,6 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre (après une

hausse de 14,8 % au troisième trimestre), s'établissant presque 6,5 % au-dessous du niveau observé fin 2019. Dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 8,1 % en janvier 2021, sans changement par rapport à novembre 2020 et inférieur au niveau d'août 2020 (un peu moins de 8,7 %), mais néanmoins supérieur de 0,8 point de pourcentage environ au niveau enregistré en février 2020 avant la pandémie. Selon les estimations, les travailleurs couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi représentaient environ 5,9 % de la population active en janvier 2021, contre presque 20 % en avril 2020. Toutefois, le nombre de travailleurs couverts par ces dispositifs a augmenté depuis octobre 2020 en raison des nouvelles mesures d'endiguement dans certains pays.

### Graphique 11

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

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, indice de diffusion ; échelle de droite : pourcentages de la population active)



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020 pour l'emploi, à février 2021 pour le PMI et à janvier 2021 pour le taux de chômage.

#### Les indicateurs à court terme du marché du travail se sont partiellement redressés, mais continuent de mettre en évidence certaines vulnérabilités sur le marché du travail de la zone euro.

En février 2021, l'indice composite des directeurs d'achat relatif à l'emploi signale une expansion pour la première fois depuis le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19), mais continue de faire état d'une contraction dans certains pays et dans le secteur des services de faible technologie. Les anticipations des ménages relatives au chômage sont restées élevées au cours de ce mois dans un contexte de faiblesse de la demande de main-d'œuvre. Pour l'avenir, le nombre important de travailleurs encore couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi peut présenter un risque à la hausse pour l'évolution future du taux de chômage.

#### Les dépenses de consommation se sont essouffées vers la fin de l'année, diminuant de 3,0 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2020.

En janvier 2021, le commerce de détail a reculé de 5,9 % en glissement mensuel, tandis que les immatriculations de voitures neuves ont baissé de 22 % sur la même

période (tombant à leur plus bas niveau depuis juin 2020). La deuxième vague de la pandémie ayant entraîné une nouvelle hausse de l'épargne des ménages, les entrées au titre des dépôts bancaires des ménages sont restées élevées en janvier (après une baisse temporaire en décembre). Un grand nombre de ménages n'est toujours pas affecté par les effets immédiats de la pandémie du point de vue des revenus et ces ménages ont continué d'accumuler des volumes importants d'épargne involontaire. Cela étant, les anticipations des ménages pour les douze prochains mois s'agissant de la situation économique générale, de leur situation financière personnelle et de leurs projets d'achats importants ne se sont pas sensiblement améliorées depuis mai de l'année dernière.

**L'investissement des entreprises (estimé par l'investissement hors construction) reste relativement robuste, affichant une nouvelle hausse au quatrième trimestre 2020.** L'investissement hors construction a été soutenu par la vigueur de l'investissement en droits de propriété intellectuelle, probablement en partie en raison de la nécessité de poursuivre la numérisation de l'économie en réponse à la pandémie. Dans le même temps, l'investissement en machines et équipements n'a augmenté que modérément fin 2020, après une croissance exceptionnellement forte au troisième trimestre. Ces derniers mois, l'investissement des entreprises a été soutenu par la forte demande extérieure, comme en témoigne la croissance des commandes industrielles de biens d'équipement en provenance de l'extérieur de la zone euro, ainsi que les améliorations observées dans les carnets de commandes à l'exportation des entreprises manufacturières sur la période s'achevant en février. Les données d'enquêtes récentes vont également dans le sens d'une robustesse persistante de l'investissement au premier trimestre 2021. En effet, l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et les anticipations de production dans le secteur des biens d'équipement (notamment en février) laissent présager une poursuite de la croissance de l'investissement au cours des prochains mois. Les perspectives d'investissement continueront probablement d'être principalement déterminées par le secteur manufacturier, tandis que les entreprises du secteur des services (qui ont été généralement plus touchées par la pandémie et les mesures d'endiguement qui y sont associées) sont plus susceptibles, selon des enquêtes récentes, d'avoir reporté ou annulé leurs programmes d'investissement. À plus long terme, l'augmentation de la charge de la dette des entreprises et une éventuelle hausse des faillites pourraient menacer la reprise en cours des investissements.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel est resté résilient au quatrième trimestre 2020, en dépit de la nouvelle accentuation des restrictions liées à la pandémie, même si les perspectives à court terme demeurent incertaines.**

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement augmenté au quatrième trimestre, de 0,5 % en rythme trimestriel, mais est resté inférieur de quelque 3 % au niveau observé fin 2019. Toutefois, les indicateurs récents vont dans le sens d'une certaine modération du rythme de la reprise à court terme, en partie en raison des nouvelles restrictions à la mobilité observées ces derniers mois. Cela pourrait même compromettre les progrès réalisés au second semestre 2020 vers un retour aux niveaux d'investissement immobilier observés avant la pandémie. Du côté de la demande, les données d'enquête de la Commission européenne sur les intentions des consommateurs de rénover leur logement au cours des douze prochains mois

font état d'un fléchissement des dépenses liées au logement à court terme, malgré des différences entre pays. Du côté de l'offre, malgré certains signes de reprise des permis de construire et des carnets de commandes, les derniers indicateurs de confiance indiquent que la faiblesse des perspectives d'activité à court terme pourrait peser sur les entreprises du secteur immobilier et, dans une moindre mesure, sur le secteur de la construction. Dans le secteur de la construction, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production pour les deux premiers mois de 2021 indiquent que les entreprises du segment résidentiel ont des perspectives plus favorables que leurs homologues du segment commercial.

**Les échanges commerciaux de la zone euro ont poursuivi leur expansion à un rythme soutenu au quatrième trimestre 2020, dans une large mesure en raison de nouvelles hausses des échanges de produits manufacturés.** La croissance des échanges au quatrième trimestre a résulté a) de la consolidation de la reprise observée au troisième trimestre, b) de la croissance des exportations de biens de consommation vers le Royaume-Uni, le Brésil et l'Asie, et c) de l'augmentation des importations d'énergie en provenance de Norvège et de Russie, ces trois facteurs apportant des contributions d'ampleur à peu près égale. Toutefois, les exportations vers les pays hors zone euro ont été l'unique moteur de la croissance en décembre, soutenues par la constitution exceptionnelle de stocks de biens de l'UE au Royaume-Uni avant la fin de la période de transition du Brexit. Début 2021, le coût des exportations de la zone euro vers le Royaume-Uni a augmenté, les délais de livraison se sont allongés et les exportations conteneurisées ont connu une contraction brutale (selon les données du commerce maritime). L'effet associé sur le commerce devrait être temporaire, les indicateurs avancés pour janvier et février allant dans le sens d'une poursuite de la croissance des exportations manufacturières au premier trimestre 2021. Alors que les biens de consommation ont été le principal moteur des nouvelles commandes à l'exportation au quatrième trimestre, les évolutions des deux premiers mois de 2021 ont reflété des améliorations dans les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires. D'autres éléments attestant de la normalisation en cours des échanges commerciaux du secteur manufacturier sont fournis par les données disponibles sur les tarifs du transport maritime, qui sont revenus aux niveaux antérieurs à la pandémie en février. Dans le même temps, toutefois, les échanges de services restent fortement entravés, les confinements prolongés continuant d'empêcher toute amélioration substantielle.

**Les indicateurs conjoncturels vont dans le sens d'une modération persistante de l'activité économique au premier trimestre 2021.** Les données tirées d'enquêtes demeurent à de faibles niveaux, ce qui correspond globalement à une nouvelle contraction modérée au premier trimestre de l'année, malgré de légères améliorations par rapport au quatrième trimestre 2020. L'indice composite rapide des directeurs d'achat pour la production, qui est revenu de 52,4 au troisième trimestre à 48,1 au quatrième trimestre, a récemment légèrement augmenté, s'établissant en moyenne à 48,3 en janvier et en février. Cette amélioration reflète l'évolution dans le secteur des services (mais elle continue d'indiquer une contraction). En revanche, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a légèrement fléchi au cours des deux premiers mois de 2021 par rapport au quatrième trimestre 2020, mais continue d'indiquer une expansion. Si l'on examine plus



particulièrement les mesures liées à la pandémie, bien que l'indice composite relatif à la sévérité de ces mesures soit resté proche des niveaux record observés en avril 2020, les indicateurs à haute fréquence de la mobilité pour les pays de la zone euro ont commencé à s'améliorer ces derniers mois. Dans l'ensemble, les perspectives à court terme continuent d'être entourées d'une incertitude considérable.

**La récente intensification de la pandémie de COVID-19 a affaibli les perspectives à court terme de l'économie de la zone euro, mais n'a pas compromis sa reprise.**

Les efforts visant à accélérer la production et la distribution de vaccins (qui devraient permettre d'assouplir les mesures d'endiguement), combinés à un soutien substantiel des politiques monétaire et budgétaires (y compris le fonds *Next Generation EU*) et à de meilleures perspectives pour la demande mondiale, devraient se traduire par une reprise solide à partir du second semestre 2021. Ces perspectives ressortent des projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance du PIB annuel en volume de 4,0 % en 2021, de 4,1 % en 2022 et de 2,1 % en 2023 (cf. graphique 12). Cette évaluation est globalement inchangée par rapport aux projections de décembre 2020. Le PIB en volume devrait dépasser son niveau d'avant la pandémie au deuxième trimestre 2022. Néanmoins, les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance restent orientés négativement en raison de la résurgence du virus, de l'apparition de nouveaux variants et des mesures d'endiguement qui y sont associées. Dans le même temps, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro à moyen terme sont devenus plus équilibrés. En outre, le plan de sauvetage américain de l'Administration Biden, connu trop tard pour être inclus dans les projections de référence, devrait avoir des retombées positives pour la zone euro <sup>5</sup>.

**Graphique 12**

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

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2021](#) ».

Notes : Compte tenu de la volatilité sans précédent du PIB en volume observée en 2020, l'échelle du graphique est différente à partir de 2020. La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Le graphique ne contient pas de fourchettes de projection, puisque dans la situation actuelle, la méthode normale de calcul pour ces fourchettes (à partir des erreurs de projections de très long terme) ne fournirait pas d'indication fiable de l'incertitude sans précédent qui entoure ces projections.

<sup>5</sup> Cf. l'encadré 4 de l'article intitulé « [Projections macroéconomiques de mars 2021 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) » publié le 11 mars 2021 sur le site internet de la BCE.

*Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle dans la zone euro s'est établie à 0,9 % en février 2021, sans changement par rapport à janvier 2021, mais en nette hausse par rapport à – 0,3 % en décembre 2020. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait s'accélérer au cours des prochains mois, mais une certaine volatilité est attendue tout au long de l'année, en fonction des variations de la dynamique des facteurs poussant actuellement l'inflation à la hausse. Le poids de ces facteurs sur les taux d'inflation annuels devrait s'estomper au début de l'année prochaine. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient augmenter modérément cette année, en raison des contraintes d'offre et de la reprise de la demande intérieure, tout en restant globalement contenues, traduisant notamment la faiblesse des tensions sur les salaires et l'appréciation passée du taux de change de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie de coronavirus (COVID-19) s'estomperont, la résorption de la forte sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, contribuera à une accélération graduelle de l'inflation à moyen terme. Les mesures tirées des enquêtes et les indicateurs de marché des anticipations d'inflation à long terme demeurent faibles, même si les indicateurs de marché ont continué d'augmenter progressivement. Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2021 pour la zone euro établies par les services de la BCE, qui anticipent une inflation annuelle de 1,5 % en 2021, 1,2 % en 2022 et 1,4 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2020 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie, et sont restées inchangées pour 2023.*

**La hausse de l'IPCH s'est fortement accentuée au début de cette année par rapport à la fin de l'année dernière.** Après quatre mois consécutifs à – 0,3 %, la hausse de l'IPCH s'est établie à 0,9 % en janvier 2021 et s'est maintenue à ce rythme en février. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux inchangé en février 2021 résulte d'une variation moins négative des prix de l'énergie compensée par un recul de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). La hausse de l'IPCHX est revenue de 1,4 % en janvier à 1,1 % en février, mais est restée nettement supérieure aux niveaux enregistrés au cours des quatre derniers mois de 2020 (0,2 %).

**La reprise de l'inflation totale en janvier a reflété plusieurs facteurs essentiellement temporaires et de nature statistique (cf. graphique 13).**

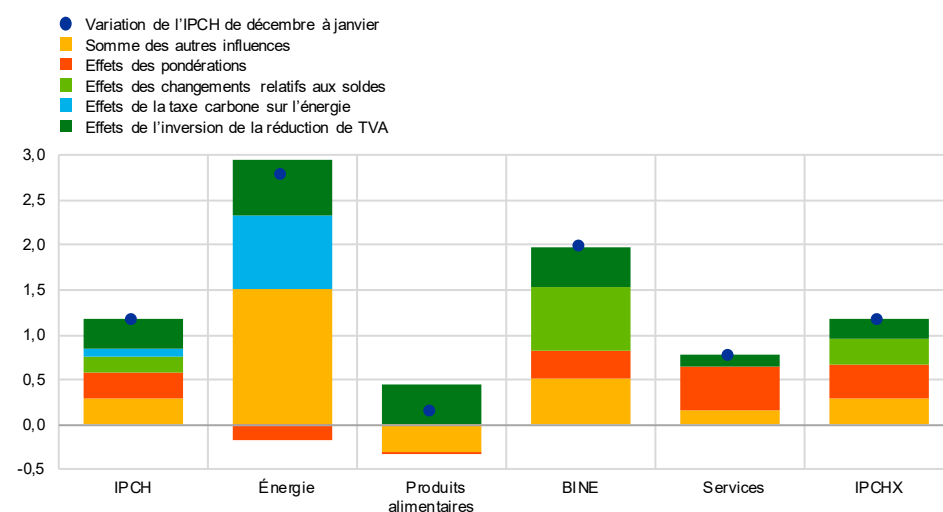
Premièrement, l'effet des variations plus importantes que d'habitude des pondérations de l'IPCH pour 2021, associé à des changements des modèles de consommation des ménages pendant la pandémie de COVID-19, a joué un rôle important. C'est notamment le cas pour les services liés aux voyages et les services de loisirs. La variation des pondérations des dépenses a contribué à hauteur de 0,3 point de

pourcentage à la hausse de l'IPCH en janvier <sup>6</sup>. Deuxièmement, l'inversion de la réduction du taux de TVA allemand semble avoir été d'une ampleur globalement symétrique à l'impact de la baisse du taux en juillet 2020 et a contribué à hauteur d'environ 0,3 point de pourcentage à la hausse de l'IPCH. Troisièmement, les changements intervenus dans le calendrier et l'ampleur des soldes saisonniers dans un certain nombre de pays de la zone euro ont entraîné une hausse substantielle des prix des biens industriels non énergétiques (BINE). Toutefois, même en tenant compte de ces facteurs, la somme des autres facteurs (barres jaunes du graphique 13) continue d'exercer un léger effet haussier à la fois sur l'IPCH total et sur l'IPCHX.

### Graphique 13

#### Évolutions de l'inflation totale de décembre 2020 à janvier 2021

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les changements relatifs aux soldes concernent l'Italie et la France. La taxe carbone sur l'énergie et l'inversion de la réduction du taux de TVA concernent l'Allemagne.

**La hausse récente de l'IPCH s'explique aussi par une variation de moins en moins négative des prix de l'énergie.** Après – 6,9 % en décembre 2020, la variation des prix de l'énergie est ressortie à – 4,1 % en janvier 2021, puis à – 1,7 % en février. La variation moins négative observée en janvier reflète la hausse récente des cours du pétrole libellés en euros, tandis qu'en février, elle reflétait également un effet de base lié à la baisse des cours du pétrole au début de la pandémie l'an dernier. Parmi les autres facteurs qui ont contribué à la variation moins négative des prix de l'énergie, on peut citer l'inversion de la réduction du taux de TVA et l'introduction de la surtaxe carbone en Allemagne, et la hausse des prix de l'électricité, en particulier en Espagne, en raison du froid.

**Les imputations de prix sont devenues plus courantes en janvier et février, ce qui implique qu'un peu plus d'incertitude entoure le signal de tensions sous-jacentes sur les prix.** La part des imputations de prix, qui était revenue à des

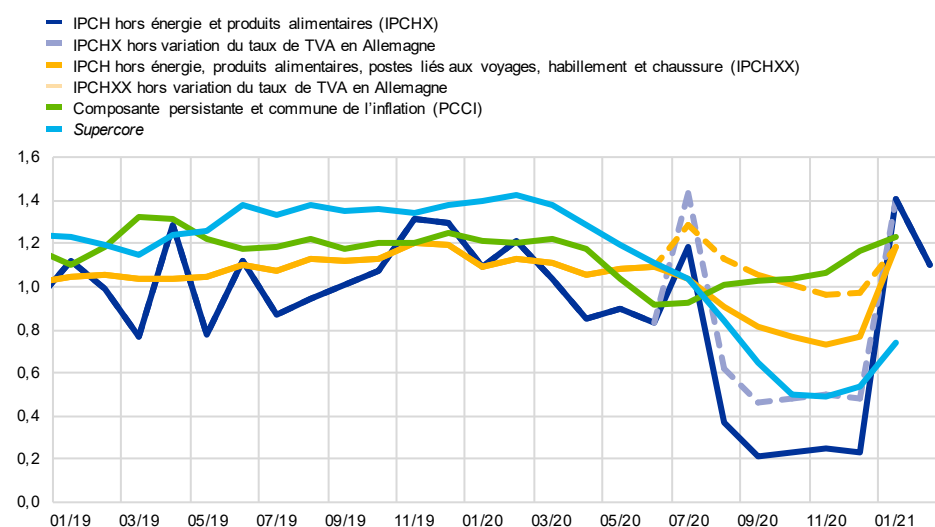
<sup>6</sup> Toutefois, cet effet évoluera au long de l'année et a été estimé à 0,1 point de pourcentage en février. Pour de plus amples informations, cf. l'encadré intitulé « [Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation](#) », du présent *Bulletin économique*. L'effet de la variation des pondérations ne peut être estimé de manière fiable qu'avec la publication complète.

niveaux très bas au cours de l'été 2020, a commencé à augmenter vers la fin de l'année lorsque les mesures d'endiguement liées à la COVID-19 ont à nouveau été durcies. En février 2021, respectivement 14 % et 19 % des postes de l'IPCH et de l'IPCHX ont été imputés.

**Si les mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions se sont redressées, les mesures fondées sur des modèles sont restées globalement inchangées en janvier (dernières données disponibles) <sup>7</sup>.** La hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, produits liés aux voyages, habillement et chaussures (IPCHXX) s'est accentuée, ressortant à 1,2 % en janvier 2021, contre 0,8 % le mois précédent, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) est restée inchangée, à 1,2 %. L'indicateur *Supercore* a légèrement augmenté, passant de 0,5 % en décembre 2020 à 0,7 % en janvier 2021 (cf. graphique 14). Les mesures ont également été affectées par certains des facteurs temporaires mentionnés plus haut, tels que l'inversion de la réduction du taux de TVA en Allemagne.

**Graphique 14**  
Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Pour l'HICPX et l'HICPX hors TVA en Allemagne, les dernières observations sont données par l'estimation rapide de février 2021. Pour le reste, les dernières observations sont celles de janvier 2021.

**Les tensions observées le long de la chaîne des prix pour les biens industriels non énergétiques sont demeurées globalement stables en aval, tandis qu'elles se sont accrues en amont.** Pour les biens de consommation hors produits alimentaires, la hausse des prix intérieurs à la production s'est établie à 0,6 % en janvier, continuant d'osciller autour de sa moyenne de long terme. La hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est demeurée à de bas niveaux, le profil mensuel reflétant largement les évolutions du taux de change effectif

<sup>7</sup> Pour une description des mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions et fondées sur des modèles, cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018

nominal de l'euro. En amont de la chaîne des consommations intermédiaires, la hausse des prix à la production et à l'importation des biens intermédiaires a continué de s'accroître en janvier, probablement sous l'effet d'une nouvelle atténuation des tensions à la baisse exercées par les prix du pétrole et des autres matières premières <sup>8</sup>.

**La fixation des salaires continue d'être affectée par les dispositifs de soutien public.** Cela se reflète, par exemple, dans la divergence entre la croissance de la rémunération par tête et celle de la rémunération horaire. L'écart entre les deux s'est à nouveau creusé au quatrième trimestre 2020, le recours aux dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) s'étant accru en raison des nouvelles mesures de confinement à la fin de l'année dernière. La croissance annuelle de la rémunération par tête a légèrement augmenté pour s'établir à 0,7 % au quatrième trimestre, contre 0,6 % au troisième trimestre, après une variation très négative (– 4,5 %) au deuxième trimestre. La croissance annuelle de la rémunération horaire, par contre, a de nouveau rebondi pour s'inscrire à 5,1 % au quatrième trimestre, après 3,4 % au troisième trimestre 2020 (cf. graphique 15). Ces évolutions divergentes reflètent l'effet des dispositifs de chômage partiel et technique, dans le cadre desquels les travailleurs conservent leur statut de salarié mais ne perçoivent qu'une partie de leur rémunération habituelle, tandis que le nombre effectif d'heures travaillées par tête a fortement diminué <sup>9</sup>. La croissance des salaires négociés, qui ne sont pas directement affectés par l'évolution du nombre d'heures travaillées et l'enregistrement des prestations versées au titre des dispositifs de maintien de l'emploi, est ressortie en hausse à 1,9 % au quatrième trimestre 2020, après 1,7 % et 1,6 %, respectivement, au deuxième et au troisième trimestre. Ce mouvement haussier reflète l'impact des paiements exceptionnels de la fin de l'année, mais même abstraction faite de cet impact, la croissance des salaires négociés est restée relativement robuste au quatrième trimestre, à 1,6 %, les données intégrant toujours des accords conclus avant le début de la pandémie.

---

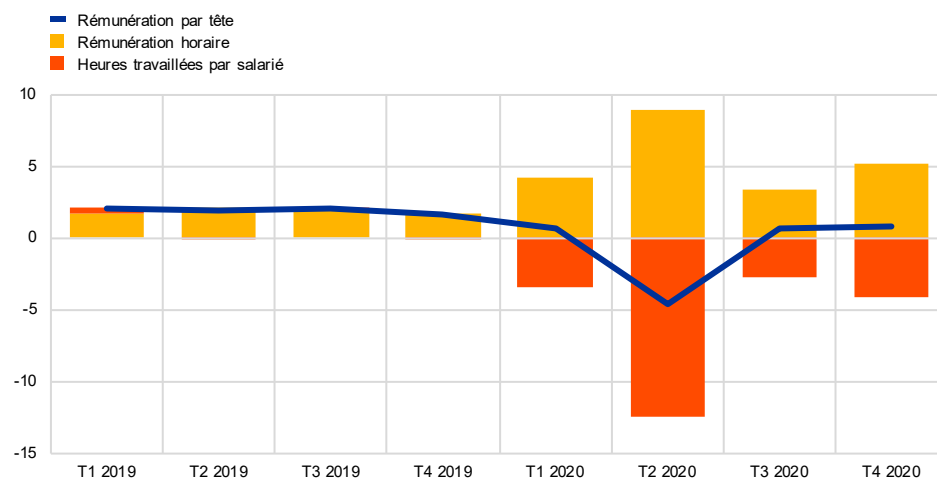
<sup>8</sup> La hausse des prix à la production des biens intermédiaires est ressortie en hausse à 0,9 % en janvier, contre – 0,1 % le mois précédent, tandis que celle des prix à l'importation des biens intermédiaires est passée de – 0,8 % à 0,1 % sur la même période.

<sup>9</sup> Les dispositifs de maintien de l'emploi ont probablement aussi contribué à la résistance des marges bénéficiaires. Même si les marges bénéficiaires se sont légèrement détériorées au quatrième trimestre, elles ont continué de bien résister au regard de l'ampleur de la récession. Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

### Graphique 15

#### 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 quatrième trimestre 2020.

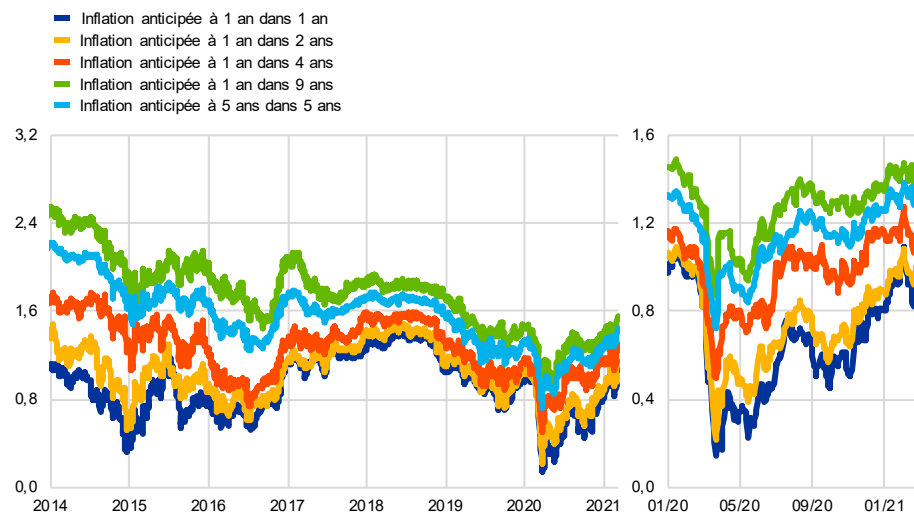
#### Les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter parallèlement à la tendance mondiale au retour de l'inflation (cf. graphique 16).

L'augmentation des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché de la zone euro au cours de la période sous revue reflète principalement trois facteurs mondiaux : une amélioration du sentiment à l'égard du risque lié au début des vaccinations contre la COVID-19 et à la diminution des taux d'infection ; les nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis sous l'Administration Biden ; et une reprise soutenue des prix des matières premières. Au cours de la première partie de la période sous revue, les indicateurs à court et à moyen terme des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont augmenté, avant un recul partiel, à l'instar de leurs équivalents internationaux, vers mi-février. Toutefois, vers la fin du mois, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro ont de nouveau augmenté. Début mars, les indicateurs des anticipations d'inflation à court et à long terme se situaient au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie. Néanmoins, les niveaux des taux des *swaps* indexés sur l'inflation à court et à long terme continuent d'être très faibles ces derniers temps et ne laissent pas présager un retour de l'inflation vers l'objectif de la BCE dans un avenir prévisible. Les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes montrent des signes de stabilisation à des valeurs proches de leurs bas niveaux historiques. Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2021, réalisée début janvier 2021, les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées inchangées à 1,7 %.

## Graphique 16

### Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021.

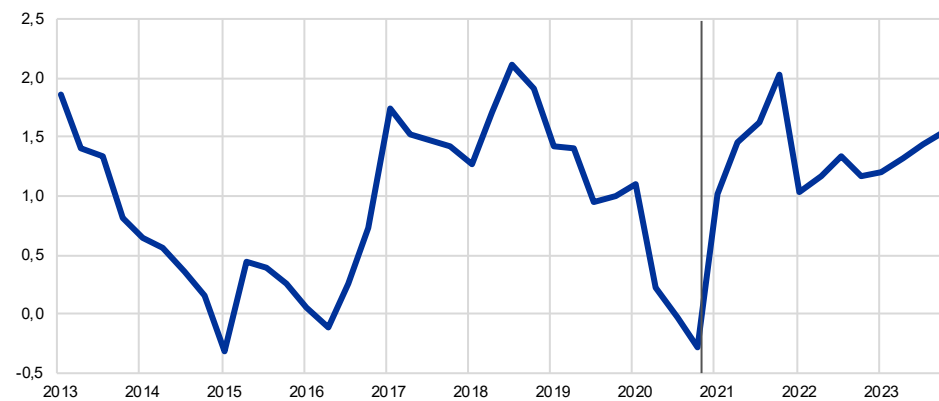
**Les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale connaîtra une certaine volatilité au cours des prochains mois, mais qu'elle devrait augmenter progressivement sur l'horizon de projection.** D'après le scénario de référence, la hausse de l'IPCH total devrait atteindre en moyenne 1,5 % en 2021, 1,2 % en 2022 et 1,4 % en 2023 (cf. graphique 17). Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, la projection relative à l'évolution de l'IPCH a été révisée à la hausse pour 2021 et 2022 mais reste inchangée pour 2023. La révision à la hausse en 2021 reflète une révision à la hausse de la composante énergie de l'IPCH ainsi que l'effet des facteurs temporaires expliquant la récente reprise de l'inflation. À moyen terme, avec la disparition de l'effet des facteurs temporaires des taux annuels, l'inflation devrait revenir à 1,0 % début 2022, avant de remonter peu à peu jusqu'à 1,4 % en 2023. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,0 % en 2021 et à 1,1 % en 2022, avant d'atteindre 1,3 % en 2023. Les effets des mesures budgétaires adoptées aux États-Unis sur l'IPCH de la zone euro devraient être modérés, l'incidence cumulée devant s'établir à environ 0,15 point de pourcentage sur l'horizon de projection <sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 4 de l'article intitulé « [Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, mars 2021](#) ».

## Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2021](#) », publié le 11 mars 2021 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 quatrième trimestre 2020 (données) et au quatrième trimestre 2023 (projections). La date d'arrêt des données incluses dans les projections était le 16 février 2021.



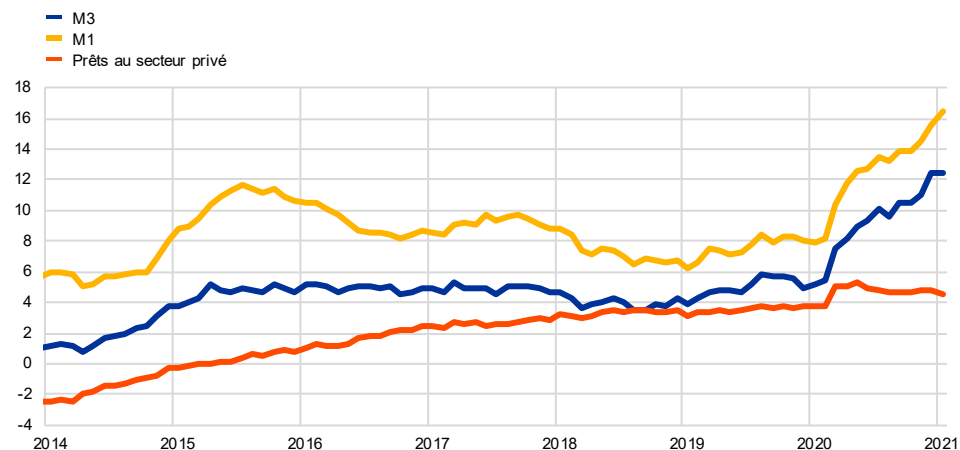
*La dynamique monétaire dans la zone euro a continué de refléter les répercussions de la pandémie de coronavirus (COVID-19). En janvier, la croissance monétaire s'est stabilisée à des niveaux élevés, reflétant la demande persistante de liquidité de la part des entreprises et des ménages. Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, les achats de l'Eurosystème étant le contributeur le plus important. Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle ont continué de soutenir les flux de crédit à l'économie de la zone euro à des conditions favorables. Les volumes totaux de financement externe des entreprises ont poursuivi leur stabilisation au quatrième trimestre 2020. Le coût global du financement externe des entreprises marque le pas depuis octobre 2020, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres ayant diminué, tandis que les taux débiteurs bancaires sont restés stables.*

**La croissance de la monnaie au sens large s'est stabilisée à des niveaux élevés en janvier.** La dynamique monétaire a continué de refléter la pandémie de COVID-19, qui a entraîné une préférence exceptionnelle pour la liquidité. Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 12,5 % en janvier, après 12,4 % en décembre 2020 (cf. graphique 18). Le rythme annuel de croissance de l'agrégat monétaire le plus liquide, M1, qui recouvre les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation, s'est encore accéléré à 16,4 % en janvier, après 15,6 % en décembre, contribuant ainsi fortement à la croissance de M3. Ces évolutions reflètent non seulement le renforcement par les entreprises et les ménages de leurs positions de liquidité dans un contexte d'incertitude toujours élevée, mais également, dans le cas des ménages, la constitution d'une épargne forcée liée à la réduction des possibilités de consommation. La forte croissance de la monnaie a également résulté des mesures de soutien de grande ampleur mises en œuvre par la BCE et les autorités de surveillance, ainsi que par les gouvernements nationaux, afin de garantir la fourniture d'une liquidité suffisante à l'économie pour faire face aux conséquences économiques de la pandémie.

## Graphique 18

### M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à janvier 2021.

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

Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a augmenté pour s'établir à 17,1 % en janvier, après 16,3 % en décembre. La préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue a reflété 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. La croissance des dépôts a été essentiellement le fait des entreprises et des ménages. Dans le cas des entreprises, la croissance des avoirs sous forme de dépôts a varié d'un pays à l'autre, reflétant la diversité des besoins de liquidité des entreprises et des mesures de soutien mises en œuvre par les gouvernements nationaux. Le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation a augmenté, passant de 11,3 % en décembre à 12,3 % en janvier. À titre de comparaison, les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont continué d'apporter une faible contribution à la croissance annuelle de M3, reflétant le bas niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

#### Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, les achats de l'Eurosystème étant le principal contributeur.

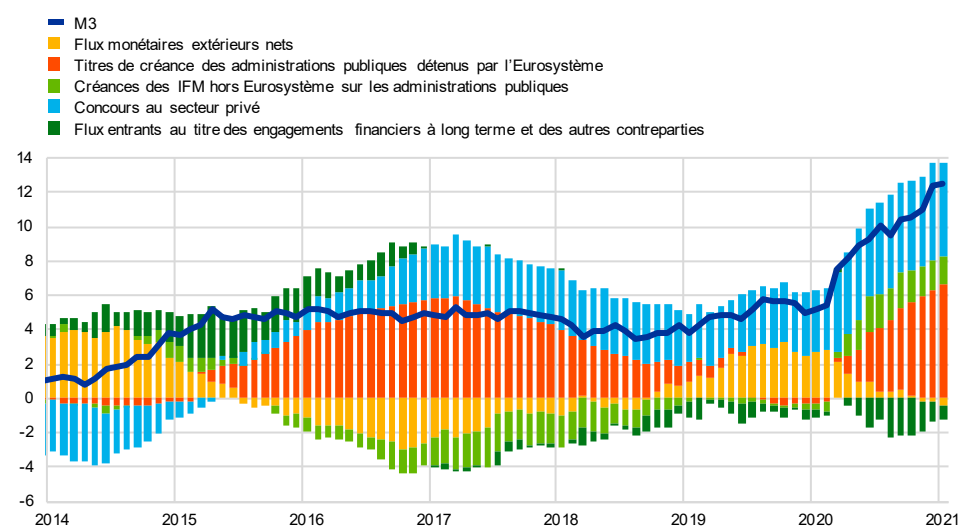
Depuis octobre 2020, toutefois, les achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE ont apporté la contribution la plus importante à la croissance de M3 (cf. la partie rouge des barres du graphique 19). La croissance des concours au secteur privé, qui a apporté une contribution notable mais en diminution à la croissance de M3, a représenté la deuxième contribution la plus importante (cf. la partie bleue des barres du graphique 19). Le flux des créances du secteur bancaire (hors Eurosystème) sur le secteur public s'est modéré ces derniers mois (cf. la partie vert clair des barres du graphique 19). Les flux monétaires extérieurs nets ont été globalement équilibrés en 2020 (cf. la partie jaune des barres du graphique 19), tandis que les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont exercé un impact négatif sur la croissance monétaire (cf. la partie vert foncé des barres du

graphique 19). Cela est principalement dû aux évolutions des autres contreparties, notamment les pensions, tandis que les conditions favorables attachées aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont continué de favoriser la substitution opérée par les banques s'agissant de leurs financements, ce qui s'est traduit par des remboursements nets d'obligations bancaires à long terme.

## Graphique 19

### M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

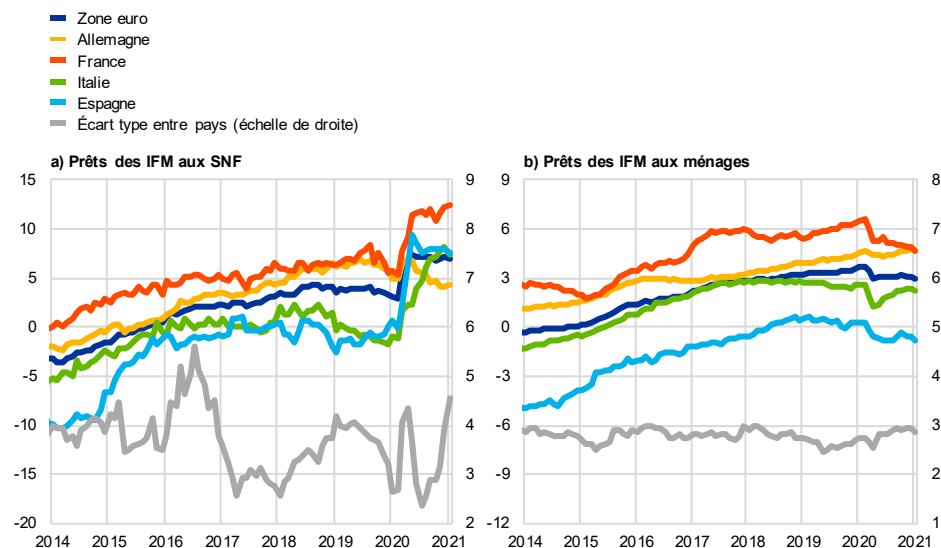
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cette rubrique couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises et du PEPP. Les dernières observations se rapportent à janvier 2021.

**La croissance des prêts au secteur privé s'est modérée.** Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé a diminué, ressortant à 4,5 % en janvier, après 4,7 % en décembre, mais il est resté nettement au-dessus de son niveau d'avant la pandémie (cf. graphique 18). Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises s'est établi à 7,0 % en janvier, après 7,1 % en décembre, tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est modérée de 3,1 % à 3,0 % sur la même période (cf. graphique 20). La dynamique à court terme des prêts aux entreprises a poursuivi son ralentissement, le flux de prêts mensuels devenant légèrement négatif en janvier, reflétant la précédente accumulation de coussins de liquidité, la faible demande de prêts à des fins d'investissement et les premiers signes de resserrement de l'offre de crédit. Le recours des entreprises aux prêts à long terme a continué d'augmenter au détriment des prêts à court terme.

## Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (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 janvier 2021.

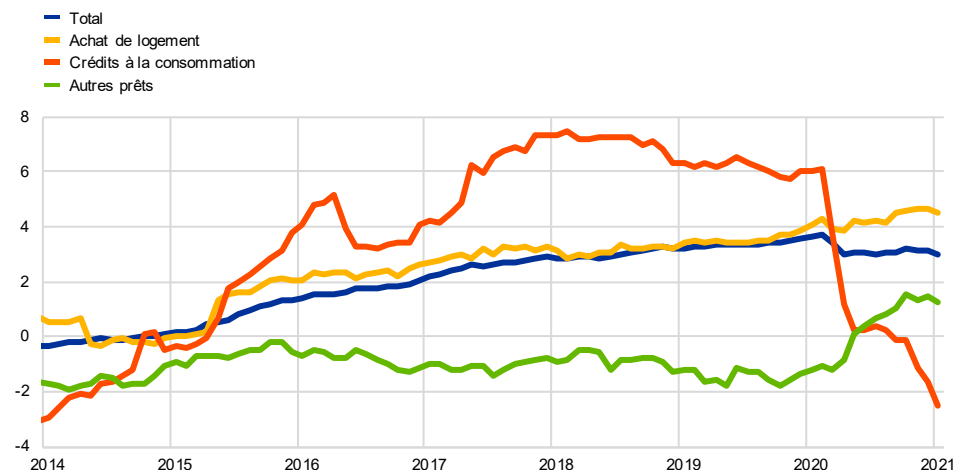
#### La croissance du total des prêts accordés aux ménages s'est également

**modérée.** Si les prêts au logement consentis aux ménages sont restés globalement stables depuis septembre 2020, enregistrant une croissance annuelle de 4,5 % en janvier, les crédits à la consommation ont poursuivi leur forte diminution, le point de départ de cette évolution ayant coïncidé avec le début de la pandémie (cf. graphique 21). Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation s'est inscrit en baisse, à -2,5 % en janvier, après -1,7 % en décembre. Le fort recul de cette catégorie de prêt est lié à l'intensification des mesures de confinement depuis novembre 2020. En revanche, la croissance annuelle des autres prêts aux ménages s'est établie à 1,3 % en janvier, après 1,5 % en décembre. Malgré quelques progrès depuis mai 2020, l'évolution de cette catégorie de prêts, qui s'expliquait dans une large mesure par les prêts aux petites entreprises (entreprises individuelles et sociétés de personnes), est restée atone. Si les petites entreprises ont été particulièrement touchées par le ralentissement de l'activité économique, elles ont également bénéficié du soutien de l'État pour répondre à leurs besoins de financement.

## Graphique 21

### Prêts des IFM aux ménages selon l'objet du prêt

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



Source : BCE.

Notes : La série relative au total des prêts aux ménages est corrigée des cessions de prêts et de la titrisation. La dernière observation se rapporte à janvier 2021.

**Dans la zone euro, l'endettement brut des ménages, calculé comme l'endettement total rapporté au revenu disponible, a continué de croître au cours des derniers trimestres et a nettement dépassé son niveau d'avant la pandémie.** Si cette évolution reflète les conséquences économiques de la pandémie, qui a généralement entraîné un recul du revenu disponible, on observe néanmoins une hétérogénéité d'un pays à l'autre. Dans le même temps, le taux d'épargne des ménages a fortement augmenté. Cette évolution reflète une combinaison d'épargne forcée, résultant de la baisse de la consommation sous l'effet des fermetures de commerces et d'entreprises, et d'épargne de précaution faisant suite à une détérioration de la confiance des consommateurs et à une incertitude élevée.

**Les banques ont continué de bénéficier de conditions de financement favorables, tandis que l'accroissement du risque de crédit pèse sur leurs bilans et leur rentabilité.** Le coût composite du financement par endettement des banques

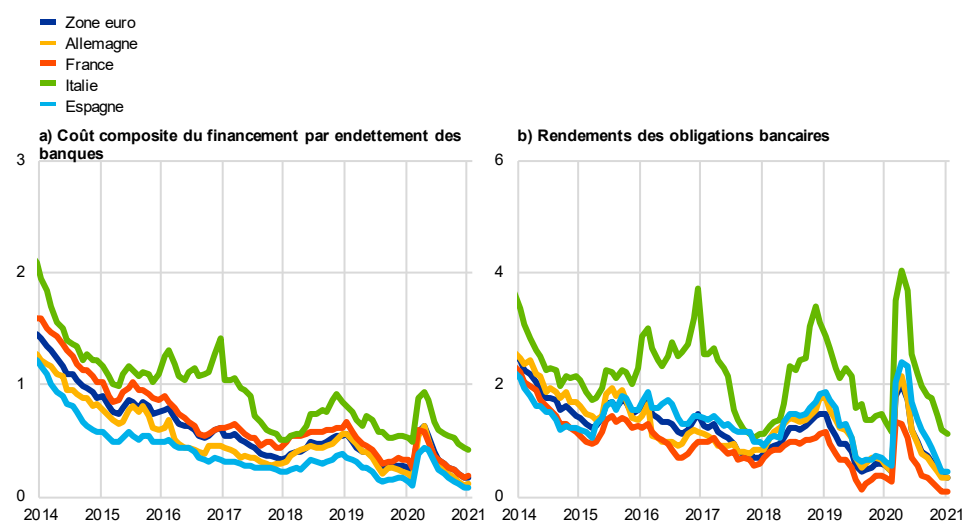
de la zone euro est demeuré inférieur à son niveau d'avant la pandémie, sous l'effet également du soutien apporté par la politique monétaire (cf. graphique 22). L'APP et le PEPP de la BCE ont exercé des pressions à la baisse sur les rendements et les banques ont en partie remplacé leur financement de marché par des TLTRO à des conditions très favorables. Ces deux facteurs ont également soutenu les conditions de marché pour les obligations bancaires. En outre, les prix des obligations bancaires sécurisées sont directement soutenus par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) de la BCE. Par ailleurs, les taux appliqués par les banques de la zone euro aux dépôts, qui représentent l'essentiel du financement des banques, sont demeurés inchangés, à leurs points bas historiques en janvier 2021, contribuant ainsi à des conditions de financement par endettement favorables pour les banques, sur fond de répercussion des taux négatifs. En effet, les banques de la zone euro appliquent de plus en plus des taux d'intérêt négatifs aux dépôts que les sociétés non financières (SNF) détiennent auprès d'elles depuis le début de la crise de la

COVID-19. Cependant, une grande partie du financement des banques par les dépôts, en particulier les dépôts des particuliers, a tendance à se maintenir à un taux égal ou supérieur à zéro, ce qui comprime leurs marges nettes d'intérêts. La perspective de pertes sur crédits liées à la détérioration de la solvabilité des emprunteurs et à la faible rentabilité des banques devrait peser sur leur capacité d'intermédiation et d'absorption des pertes. Comme le montre l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) de janvier 2021, les banques ont durci leurs critères d'octroi au quatrième trimestre 2020, ce qui reflète leur perception accrue des risques en raison de la pandémie.

## Graphique 22

### Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; pourcentages annuels)



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 se rapportent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à janvier 2021.

### Les taux débiteurs bancaires sont demeurés stables à des niveaux proches de leurs points bas historiques.

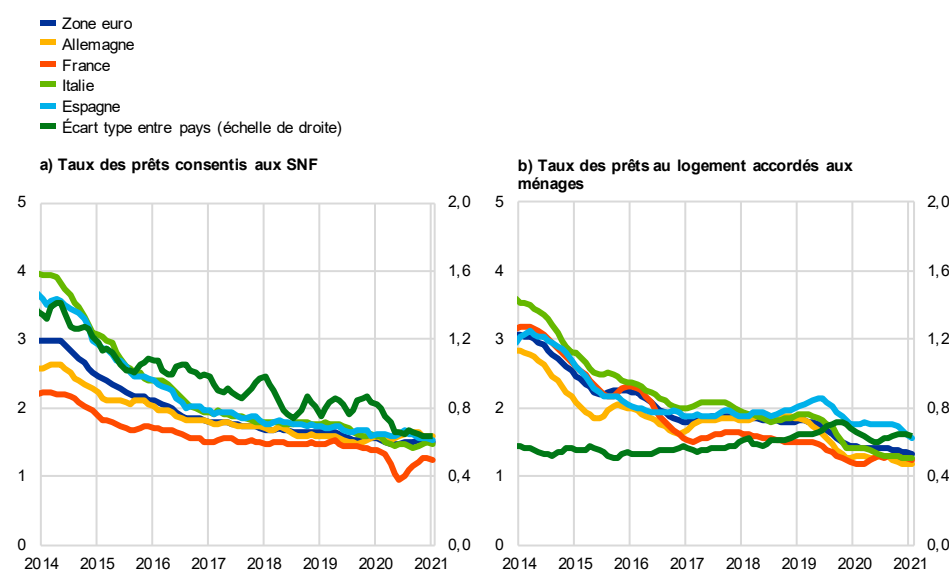
En décembre, les taux composites des prêts bancaires accordés aux entreprises se sont établis à 1,51 %, tandis que ceux des prêts au logement accordés aux ménages ont atteint un nouveau point bas historique, à 1,33 % (cf. graphique 23). Ces évolutions ont été généralisées à l'ensemble des pays de la zone euro. Toutefois, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est creusé, bien que demeurant inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. Des préoccupations existent sur le fait que les répercussions économiques graves et prolongées de la pandémie sur le chiffre d'affaires des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs exerceront une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires. Deux facteurs expliquent la réaction jusqu'à présent favorable des taux débiteurs bancaires à la pandémie. Premièrement, les mesures prises par la BCE, les superviseurs bancaires et les gouvernements ont contrebalancé l'impact du choc procyclique lié à la pandémie sur l'offre de crédit. À cet égard, les TLTRO continueront de contribuer à la pression à la baisse sur les taux débiteurs. Deuxièmement, les taux débiteurs bancaires ont

tendance à réagir moins fortement à court terme, les banques absorbant temporairement les fluctuations de leurs composantes coûts afin de préserver les relations clients.

### Graphique 23

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

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à janvier 2021.

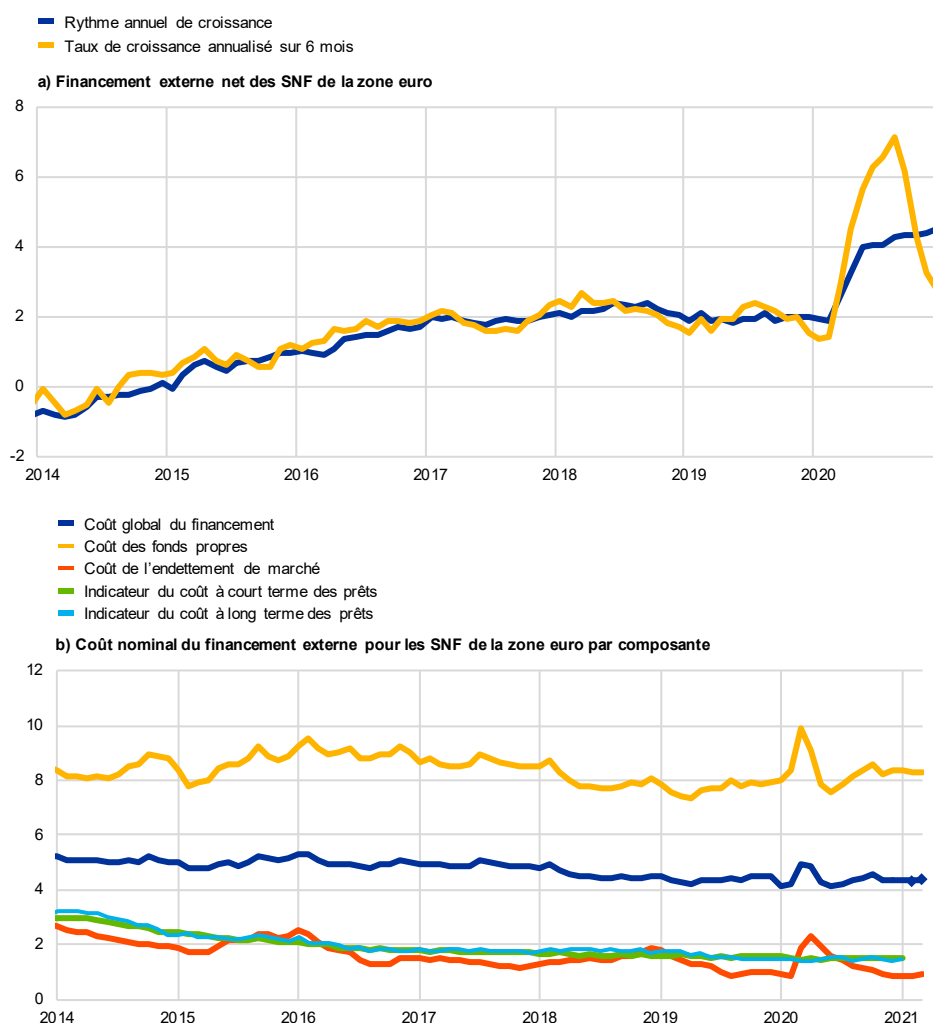
**Les volumes totaux de financement externe des entreprises ont poursuivi leur stabilisation au quatrième trimestre 2020.** La croissance annuelle du financement externe s'est encore légèrement accentuée ces derniers mois, pour s'établir à 4,5 % en décembre 2020, tandis que la dynamique du financement à court terme a continué de fléchir par rapport au pic observé durant l'été 2020 (cf. la partie a du graphique 24). Cette évolution s'explique par une croissance plus faible des prêts bancaires aux SNF et par la réduction des émissions nettes de titres de créance par les entreprises. Dans le même temps, les émissions nettes d'actions cotées et non cotées ont été globalement stables. Le ralentissement a principalement reflété deux facteurs : premièrement, les entreprises ont accumulé d'importants coussins de liquidité lors de la première vague de la pandémie, réduisant ainsi la nécessité de nouveaux emprunts d'urgence ; deuxièmement, les besoins de financement immédiats des entreprises ont diminué, en raison du report des investissements fixes prévus, dans un contexte de détérioration des perspectives de croissance à court terme. Dans le même temps, les flux de financement externe ont continué de bénéficier de 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 % à fin janvier (cf. la partie b du graphique 24). Ce niveau était inférieur de quelque 60 points de base au pic local de mars 2020 et supérieur de 20 points de base au point bas historique de juin 2020. Depuis fin octobre 2020, le coût global du financement a diminué d'environ 20 points de base, sous l'effet

principalement d'une baisse du coût de l'endettement de marché et du coût des fonds propres. Le coût à long terme des prêts bancaires a également diminué de plusieurs points de base. Entre fin janvier et la fin de la période de référence (10 mars 2021), le coût total du financement est resté stable, selon les estimations, la légère augmentation du coût de l'endettement de marché, résultant d'une hausse du taux sans risque et d'une baisse seulement très légère des écarts de rendement des obligations du secteur privé, ayant été contrebalancée par une baisse du coût des fonds propres.

## Graphique 24

### Financement externe des SNF de la zone euro

(variations en pourcentage – 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 et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Partie b) – Le coût global du financement des SNF est calculé comme 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. Les losanges bleu foncé indiquent la prévision en temps réel du coût global du financement pour février 2021 et mars 2021, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs bancaires restent inchangés à leurs niveaux de janvier 2021. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent à décembre 2020. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 10 mars 2021 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 5 mars 2021 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à janvier 2021 pour le coût de l'emprunt (données mensuelles).



*Consécutivement à la très lourde récession économique observée durant la pandémie de coronavirus (COVID-19) et à la réaction budgétaire vigoureuse, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro se creuserait, d'après les estimations, pour atteindre 7,2 % du PIB en 2020 contre 0,6 % en 2019. Par la suite, les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE prévoient que le ratio de déficit retomberait à 6,1 % du PIB en 2021 et à 2,4 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. Même si cette trajectoire alourdirait le ratio d'endettement du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro, le portant à 95 % du PIB environ en 2023, soit quelque 11 points de pourcentage de plus qu'avant la crise, la situation budgétaire devrait pâtir légèrement moins que ce qui avait été généralement estimé dans la première phase de la pandémie. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée n'en demeurera pas moins essentielle. À cette fin, les aides apportées par les politiques budgétaires nationales devraient être maintenues au vu de la faiblesse de la demande en provenance des entreprises et des ménages sous l'effet de la pandémie ainsi que des mesures de confinement décrétées dans la foulée. Le dispositif Next generation EU (NGEU), qui complète ces mesures, jouera un rôle de premier plan en contribuant à un redressement plus rapide, plus robuste et plus uniforme. Il renforcera la résilience économique et le potentiel de croissance des économies de l'UE, en particulier si les fonds sont déployés en faveur de dépenses publiques productives et s'ils s'accompagnent de politiques structurelles favorables à la productivité.*

**D'après les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro se dégraderait sensiblement en 2020, avant de s'améliorer progressivement** <sup>11</sup>. Le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro serait passé de 0,6 % du PIB en 2019 à 7,2 % du PIB en 2020 et reviendrait à 6,1 % en 2021 avant de poursuivre son repli pour s'établir à 3,1 % et 2,4 % respectivement en 2022 et en 2023 (cf. graphique 25). Le creusement du déficit budgétaire en 2020 s'explique en grande partie par une détérioration du solde primaire corrigé du cycle sous l'effet des mesures de soutien à l'économie, lesquelles se sont élevées à quelque 4,25 % du PIB. La majeure partie d'entre elles ont consisté en des dépenses supplémentaires, notamment sous la forme de transferts et de subventions aux entreprises et aux ménages, y compris par la voie des régimes de chômage partiel ou technique. Le creusement du déficit résulte également d'une importante composante cyclique négative, en phase avec une sensible détérioration de la production dans la zone euro <sup>12</sup>. L'embellie subséquente du solde budgétaire devrait dans un premier temps tenir à un redressement du solde primaire corrigé du cycle, étant donné qu'une partie des mesures de soutien d'urgence devraient engendrer un moindre coût qu'en 2020 tandis que des mesures de redressement additionnelles seront financées par

<sup>11</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques de mars 2021 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 11 mars 2021.

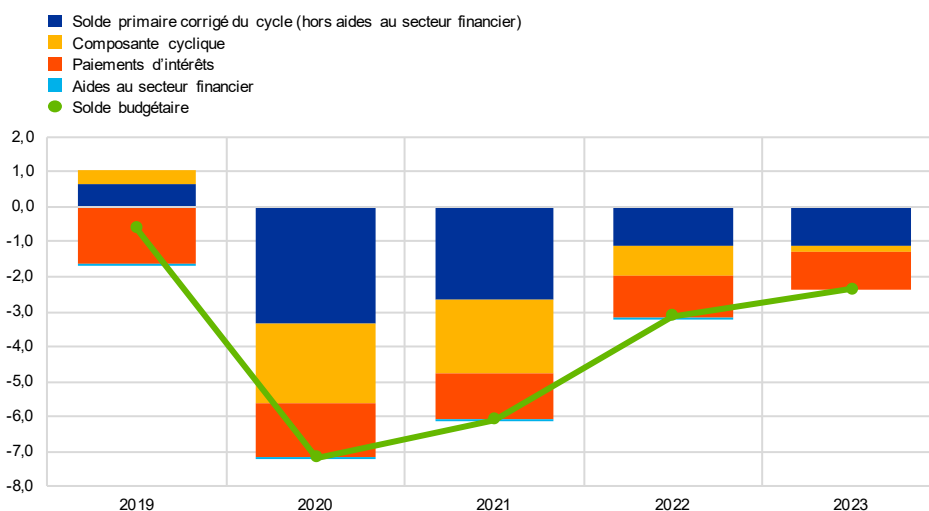
<sup>12</sup> Il y a lieu de noter que la décomposition des évolutions budgétaires en une composante cyclique et une composante tendancielle est actuellement entachée d'un degré d'incertitude inhabituellement élevé.

des subventions consenties au titre du fonds NGEU <sup>13</sup>. Les autorités ont prolongé les mesures d'urgence en 2021 à la lumière des nouvelles mesures de confinement, en ont augmenté l'ampleur et/ou ont adopté des mesures de soutien supplémentaires, estimées globalement à 3,25 % du PIB. Un allègement des paiements d'intérêts ainsi qu'une amélioration de la composante cyclique ont également concouru à l'embellie des projections relatives au solde budgétaire pour 2021. Cela étant, la contribution du cycle économique ne devrait s'accroître significativement qu'à compter de 2022 et demeurerait négative tout au long de la période de projection. Puisque la majeure partie des mesures d'urgence supplémentaires face à la pandémie qui ont été approuvées pour 2021 sont de nature temporaire et sont appelées à être levées progressivement, elles contribuent à l'amélioration en 2022 du solde primaire corrigé du cycle.

## Graphique 25

### Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE.  
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Ces projections budgétaires sont toutefois empreintes d'une incertitude exceptionnellenent grande, non seulement en ce qui concerne l'ampleur, le calendrier et la composition des dépenses consenties au titre du fonds NGEU mais aussi, plus généralement, en ce que les politiques économiques réagissent aux évolutions de la pandémie.

**L'orientation budgétaire globale a été particulièrement expansionniste en 2020 et devrait être globalement neutre en 2021, après correction afin de tenir compte de l'incidence à la hausse que devrait exercer sur les recettes la perception par les États des subventions accordées au titre du fonds NGEU.**

<sup>13</sup> Des mesures de relance budgétaires additionnelles se chiffrant à quelque 0,5 % du PIB pour 2021 (globalement maintenues sur l'ensemble de l'horizon de projection) seront financées par des subventions du fonds NGEU, ce qui tend à améliorer, du côté des recettes, le budget des administrations publiques des États membres de l'UE qui en bénéficient. L'incidence globale sur le solde budgétaire sera neutre pendant les années où les subventions sont versées, étant donné qu'elles constitueront un facteur compensatoire de l'élévation des dépenses. Ces subventions fournissent un incitant budgétaire supplémentaire par rapport à 2020.

L'orientation budgétaire aurait été largement expansionniste en 2020, chiffrée à 4,2 % du PIB. En 2021, les projections continuent de tabler sur une orientation globalement neutre, après correction de l'incidence des subventions liées au fonds NGEU du côté des recettes <sup>14</sup>. Le resserrement attendu de l'orientation budgétaire au départ de niveaux d'aide particulièrement élevés sera donc reporté à 2022 (à hauteur de 1,5 point de pourcentage du PIB) et sera suivi, à politique inchangée, par des évolutions neutres en 2023, compte tenu des mesures prises en compte dans les projections. Cela étant, le niveau de l'aide budgétaire à la reprise économique reste important sur l'horizon de projection, comme l'atteste le solde budgétaire primaire global, qui demeure sensiblement négatif, ne s'améliorant que progressivement à – 1,3 % du PIB en 2023.

**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 trésorerie des entreprises.** Au total, ces garanties se sont montées à quelque 17 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro en 2020 et devraient continuer de fournir un soutien en liquidité durant l'année en cours, étant entendu que les tailles des enveloppes et les taux d'utilisation varient 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 supplémentaire qui alourdira la dette publique.

**D'après les projections, le solde budgétaire se serait avéré plus favorable en 2020 que ce qui était prévu précédemment, mais les perspectives pour 2021 n'ont pas été revues.** En comparaison des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro, exprimé en pourcentage du PIB, a été revu à la hausse de 0,8 point de pourcentage pour 2020. Cet ajustement résulte principalement des mesures budgétaires discrétionnaires adoptées en réponse à la pandémie, qui ont été légèrement plus réduites que ce qui avait été initialement prévu, et de révisions d'autres dépenses et facteurs non discrétionnaires (comme l'atteste le solde corrigé du cycle, qui s'est avéré moins négatif), mais aussi d'une incidence légèrement moins défavorable du cycle économique. Le solde pour 2021 n'a pas été revu, l'influence quelque peu plus favorable du cycle conjoncturel étant compensée par les coûts budgétaires additionnels engendrés par une élévation des dépenses d'urgence (comme le montre la révision à la baisse du solde primaire corrigé du cycle). Pour 2022 et 2023, le solde a été revu sensiblement à la hausse à la faveur de projections plus optimistes quant aux contributions du cycle économique ainsi que du solde primaire corrigé du cycle.

---

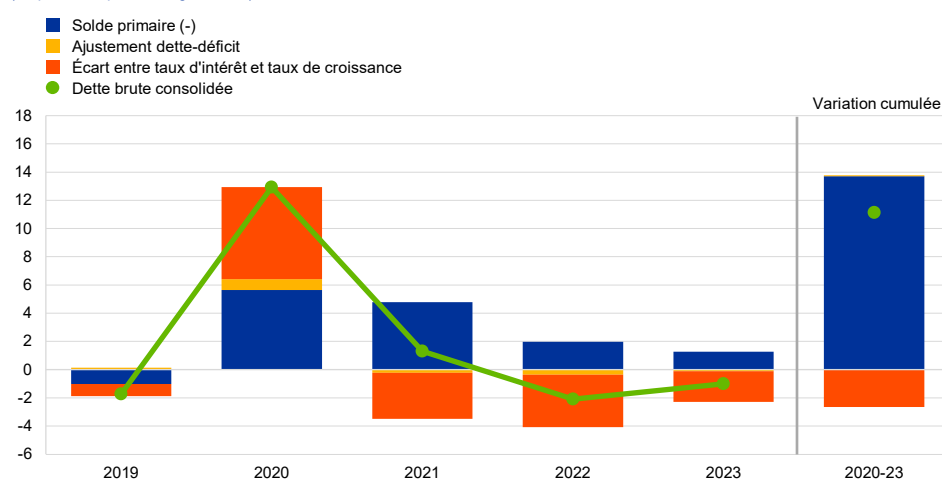
<sup>14</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. L'orientation budgétaire doit faire l'objet d'un ajustement pour tenir compte de l'incidence, du côté des recettes, des subventions octroyées au titre du fonds NGEU (cf. également la note de bas de page précédente). 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.

**Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro s'est considérablement accru en 2020 et devrait culminer autour de 98 % en 2021, avant de refluer peu à peu pour avoisiner 95 % en 2023.** Le ratio d'endettement affiche une progression de 12,9 points de pourcentage en 2020 et augmentera de 1,3 point de pourcentage en 2021, reflétant largement des déficits primaires élevés et, pour 2020, des écarts très défavorables entre taux d'intérêt et taux de croissance. En 2020, la hausse est également attribuable à un net ajustement dette-déficit dû aux mesures adoptées par les pouvoirs publics en réaction à la pandémie, telles que les mesures de soutien aux conditions de trésorerie des entreprises et des ménages. En 2022 et en 2023, les déficits primaires certes en recul mais toujours importants seront plus que compensés par les contributions favorables apportées par l'amélioration des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance, à la faveur d'un redressement attendu de l'activité économique (cf. graphique 26). En conséquence, à la fin de l'horizon de projection en 2023, le ratio dette/PIB devrait ressortir à un niveau excédant de quelque 11 points de pourcentage celui de 84 % qu'il présentait en 2019 avant l'émergence de la crise. Il convient toutefois de noter que la crise a exercé une incidence légèrement moins défavorable sur la situation budgétaire que ce qui était généralement escompté dans sa phase initiale. Ainsi, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient que le ratio dette/PIB culminerait à un niveau dépassant de plus de 3 points de pourcentage celui sur lequel tablaient les dernières projections en date établies par les services de la BCE.

## Graphique 26

### Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE.  
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

**Une coordination continue des politiques budgétaires demeure essentielle afin de garantir que la zone euro s'engage dans une phase de redressement durable.** Pour contenir l'incidence sur les situations budgétaires sous-jacentes des États membres, les mesures budgétaires devraient, dans la mesure du possible, demeurer de nature temporaire et être toujours plus ciblées afin de limiter les

stigmates permanents que la crise laissera sur l'économie de la zone euro. La soutenabilité budgétaire sera favorisée par la reprise attendue en 2021, en particulier lorsque les vaccins contre la COVID-19 seront progressivement administrés à de plus larges pans de la population, mais aussi et surtout par des conditions de financement qui devraient demeurer avantageuses. Il n'en demeure pas moins essentiel que les États membres résorbent progressivement les déséquilibres budgétaires une fois que l'activité économique se sera suffisamment redressée. Ce processus peut être amplifié par un mouvement résolu sur la voie d'une composition des finances publiques plus propice à la croissance et de réformes structurelles de nature à doper le potentiel de croissance des économies de la zone euro. La facilité pour la reprise et la résilience du fonds NGEU peut apporter un soutien important à cet égard, notamment en accélérant les transitions écologique et numérique.

# Encadrés

## 1 Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020

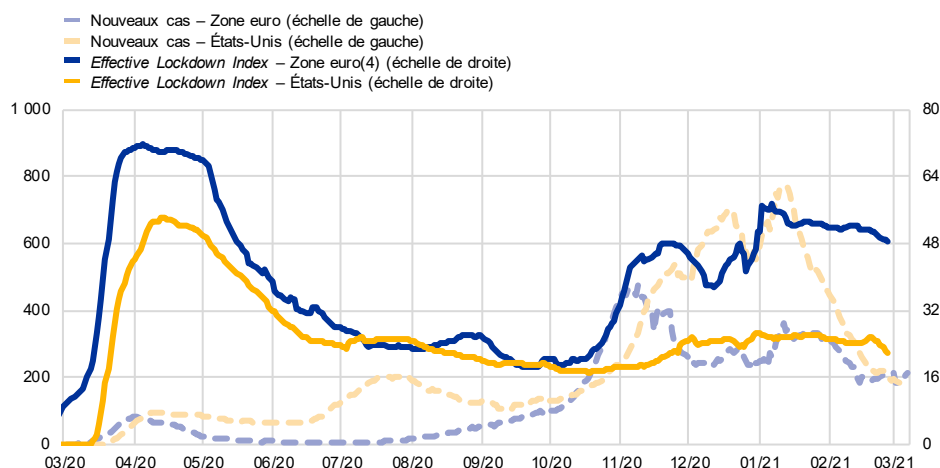
Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel et Matthias Mohr

**La pandémie de coronavirus (COVID-19) a profondément affecté l'Europe et les États-Unis.** Même si la pandémie a touché les États-Unis plus tard que la zone euro et si la densité de population de ce pays est plus faible, le nombre de nouveaux cas de COVID-19 a généralement été plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro, en particulier entre mi-novembre 2020 et fin février 2021. L'incidence plus élevée des infections aux États-Unis peut refléter l'efficacité des mesures de confinement, telle que mesurée par l'indice de confinement de Goldman Sachs (*Effective Lockdown Index*, ELI) (cf. graphique A) <sup>1</sup>. Dans la mesure où les États-Unis ont été soumis à moins de restrictions que la zone euro, la réactivité à court terme de l'économie aux mesures de relance a probablement aussi été plus importante. Dans ce contexte, le présent encadré compare les évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis, en se concentrant sur l'année 2020.

### Graphique A

Infections à la COVID-19 dans la zone euro et aux États-Unis et efficacité des mesures de confinement

(échelle de gauche : nouveaux cas d'infection pour 1 million de personnes, moyenne mobile sur sept jours ; échelle de droite : *Effective Lockdown Index*)



Sources: Calculs des services de la BCE, Oxford Economics et Goldman Sachs.

Notes : L'indice de confinement de Goldman Sachs (*Effective Lockdown Index*, ELI) est une combinaison de l'indice de sévérité des mesures gouvernementales contre la COVID-19 d'Oxford (*Oxford COVID-19 Government Stringency Index*) et des données sur la mobilité de Google. Les dernières observations se rapportent au 7 mars 2021 pour les nouveaux cas de COVID-19 et au 26 février 2021 pour le *Effective Lockdown Index*. Zone euro(4) se rapporte aux indices pondérés par la PPA pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

<sup>1</sup> Cf. Aron (J.) et Muellbauer (J.), « *The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's* », VoxEU, 29 septembre 2020.

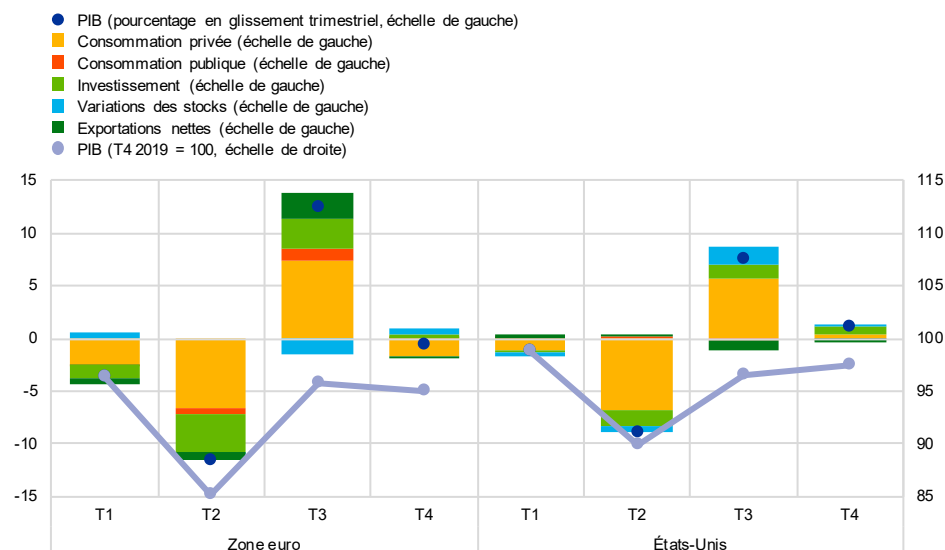
**En 2020, le PIB en volume a enregistré une baisse plus importante dans la zone euro qu'aux États-Unis, probablement en raison de plusieurs facteurs.**

Même si les confinements plus stricts dans la zone euro ont probablement été un facteur important à l'origine de cette contraction plus forte du PIB, les écarts peuvent également être liés, entre autres, à des différences s'agissant des structures économiques, du potentiel de croissance et des mesures prises, ainsi qu'au calendrier des vagues de la pandémie. Par rapport aux niveaux d'avant la crise, la perte d'activité cumulée au quatrième trimestre 2020 s'est élevée à 4,9 % dans la zone euro et à 2,4 % aux États-Unis (cf. graphique B). Dans les deux régions, selon les chiffres relatifs à 2019, les trois quarts environ de la valeur ajoutée réelle étaient liés au secteur des services, qui a été affecté négativement, tandis que seulement 15 % dans la zone euro et 11 % aux États-Unis provenaient du secteur manufacturier. S'agissant des composantes de la demande, la contribution de la consommation privée au PIB a été globalement similaire dans les deux régions tout au long de l'année, même si le soutien apporté au revenu a été presque deux fois plus important aux États-Unis (cf. graphique C). Cela laisse penser que les mesures de plus faible ampleur mais plus ciblées prises dans la zone euro (c'est-à-dire par le biais des dispositifs de chômage partiel) pourraient avoir été efficaces pour amortir une baisse encore plus importante de la consommation. Au cours des deux premiers trimestres de 2020, les entreprises de la zone euro ont reporté leurs plans d'investissement dans une plus large mesure que les entreprises américaines, les entreprises de la zone euro apparaissant plus sensibles à l'incertitude croissante, à la baisse de la demande et à la réduction des bénéfices. En revanche, la zone euro a enregistré un rebond cumulé de l'investissement plus marqué au second semestre de l'année. Les exportations ont été affectées plus défavorablement dans la zone euro au premier semestre 2020 en raison de l'exposition de l'économie à la Chine et à l'Europe de l'Est, tandis que les États-Unis ont été impactés plus négativement par la faiblesse de la demande étrangère en provenance du Canada et d'Amérique latine au premier semestre de l'année, et de la zone euro (et du reste de l'Europe) par la suite. Globalement, la contribution des exportations nettes a été plus modérée aux États-Unis que dans la zone euro.

## Graphique B

### PIB en volume et composantes de la dépense pour la zone euro et les États-Unis en 2020

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : T4 2019 = 100)



Sources : Calculs des services de la BCE, Eurostat et Bureau of Economic Analysis des États-Unis.

**En 2020, la réponse budgétaire discrétionnaire à la crise de la COVID-19 a été très importante tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, même si la réponse a été plus forte aux États-Unis (cf. graphique C).** Dans la zone euro, la réponse budgétaire à la pandémie a principalement pris la forme de subventions et de transferts aux entreprises et aux ménages, avec notamment des dispositifs de maintien de l'emploi <sup>2</sup>. Le soutien aux ménages et aux entreprises a également été le principal élément de la politique budgétaire américaine, en particulier via des transferts directs et des indemnités de chômage. La croissance de la consommation publique a été plus élevée aux États-Unis que dans la zone euro avec une augmentation plus importante des dépenses de santé. Dans l'ensemble, même s'il est difficile d'effectuer des comparaisons de données cohérentes, la composante discrétionnaire de la réponse budgétaire à la pandémie a représenté, selon les estimations, 4,25 % du PIB environ dans la zone euro et quelque 7,75 % du PIB aux États-Unis.

**Si l'on inclut l'impact des stabilisateurs automatiques, l'impulsion budgétaire totale dans la zone euro en 2020 se rapproche de l'impulsion correspondante aux États-Unis.** Les stabilisateurs automatiques – représentés approximativement par la variation de la composante conjoncturelle et des autres facteurs – sont

<sup>2</sup> Pour un examen des mesures de soutien dans les pays de la zone euro, cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

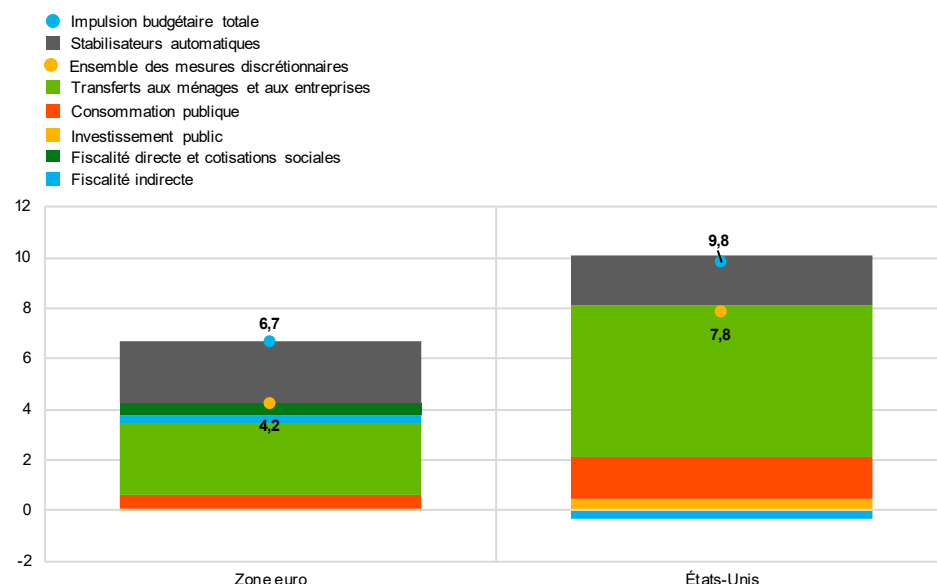


considérés comme ayant été plus importants dans la zone euro <sup>3</sup>. Associés aux mesures discrétionnaires, leur impact budgétaire représente près de 7 % du PIB dans la zone euro contre 10 % du PIB environ aux États-Unis. Cette impulsion budgétaire totale, ou globalement ce que représente le coût de la pandémie du point de vue du solde budgétaire, correspond à la variation estimée du solde primaire entre 2019 et 2020. Ces comparaisons appellent des réserves, qui sont liées au manque de données totalement cohérentes, au moment où est faite la prévision et aux méthodes d'évaluation utilisées, ainsi qu'à l'indisponibilité de l'exécution finale du budget pour 2020.

### Graphique C

#### Impulsion budgétaire en réponse à la pandémie dans la zone euro et aux États-Unis en 2020

(contributions en points de pourcentage aux variations du ratio solde budgétaire primaire/PIB)



Sources : Calculs des services de la BCE, *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2021*, estimations des services de l'Eurosystème pour les mesures discrétionnaires dans la zone euro et *Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2020*, pour les États-Unis.

Notes : L'impulsion budgétaire totale se rapporte aux rubriques ayant un impact sur le solde budgétaire, c'est-à-dire les mesures budgétaires discrétionnaires prises en réponse à la crise de la COVID-19 et les stabilisateurs automatiques (représentés approximativement par la variation de la composante conjoncturelle et des autres facteurs). L'impulsion budgétaire totale correspond globalement à la variation du solde primaire des administrations publiques entre 2019 et 2020. Pour la zone euro, à des fins de cohérence entre les pays, certaines parties des dispositifs de maintien de l'emploi (liés aux règles normales) en Allemagne et en Belgique sont incluses dans les mesures discrétionnaires.

**Un soutien supplémentaire sous forme de liquidité a été apporté dans la zone euro et aux États-Unis.** Les gouvernements ont étendu les diverses formes de soutien de la liquidité aux entreprises ; dans la zone euro, ce soutien a été composé de garanties pour les prêts au sein d'une enveloppe totale représentant 17 % du PIB

<sup>3</sup> 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'action discrétionnaire de la part des gouvernements. Pour plus de détails sur la taille et l'efficacité des stabilisateurs automatiques dans les pays de la zone euro, avec notamment une comparaison avec les États-Unis, cf. l'article intitulé « *Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020. En pratique, il est difficile de distinguer totalement les stabilisateurs automatiques des mesures discrétionnaires. Certaines mesures peuvent être considérées comme des stabilisateurs quasi automatiques, tandis que d'autres facteurs non discrétionnaires (tels que les baisses de recettes ou les recettes exceptionnelles) ne sont généralement pas pris en compte dans la composante conjoncturelle.

cumulé des pays membres (5,7 % aux États-Unis) <sup>4</sup>. D'autres mesures de soutien de la liquidité dans la zone euro ont pris la forme d'importants dispositifs de reports d'impôts et d'injection de capitaux.

**La réaction de politique monétaire a été importante mais plus forte aux États-Unis que dans la zone euro.** En ce qui concerne la réaction de politique monétaire, même si la BCE et le Système fédéral de réserve des États-Unis ont tous deux réagi avec détermination au choc lié à la pandémie, la baisse du taux des fonds fédéraux de 1,50 %-1,75 % à 0 %-0,25 % et la dépréciation du dollar ont apporté une relance supplémentaire aux États-Unis.

**Dans la zone euro, l'augmentation substantielle du nombre de travailleurs salariés couverts par les dispositifs de maintien de l'emploi a laissé le taux de chômage globalement inchangé, tandis qu'aux États-Unis, les licenciements qui étaient de nature temporaire ont entraîné une augmentation du taux de chômage (cf. graphique D) <sup>5</sup>.** La zone euro aurait enregistré une baisse beaucoup plus importante de l'emploi si tous les travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi, comme indiqué par la partie jaune des barres du graphique D, étaient devenus chômeurs ou inactifs. Ces dispositifs ont permis d'éviter que le chômage et l'inactivité dans la zone euro augmentent dans des proportions comparables à celles observées aux États-Unis. À la fin du quatrième trimestre 2020, l'emploi dans la zone euro était inférieur de 1,9 % à son niveau du quatrième trimestre 2019, tandis qu'aux États-Unis, il a diminué de 5,5 % sur la même période, le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi ayant augmenté de nouveau dans la zone euro avec les nouveaux confinements et la reprise de l'emploi aux États-Unis s'étant ralentie <sup>6</sup>. Le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi dans la zone euro a impliqué un ajustement plus marqué du nombre moyen d'heures travaillées.

---

<sup>4</sup> Le recours à ces garanties a été relativement faible au niveau agrégé de la zone euro.

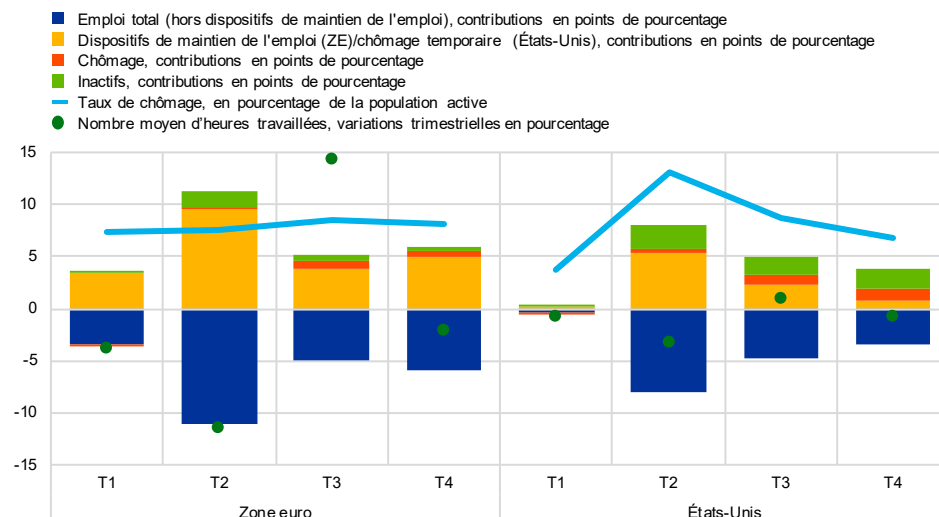
<sup>5</sup> Cf. l'article intitulé « [L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

<sup>6</sup> Si l'on exclut les licenciements temporaires, pris comme approximation des dispositifs de maintien de l'emploi dans la zone euro, le taux de chômage aux États-Unis est tombé au-dessous de 5 % en 2020.

## Graphique D

### Évolutions sur le marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis en 2020

(contributions en points de pourcentage aux variations trimestrielles en pourcentage de la population en âge de travailler ; en pourcentage de la population active ; variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Calculs des services de la BCE, Eurostat et Bureau of Labor Statistics des États-Unis.

Notes : Pour la zone euro, la partie bleue des barres n'inclut pas les travailleurs salariés participant à des dispositifs de maintien de l'emploi. Pour les États-Unis, la partie rouge des barres n'inclut pas les salariés temporairement au chômage.

**Durant la pandémie, l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont fortement diminué dans la zone euro et aux États-Unis en raison de la baisse des prix du pétrole et d'un recul significatif de la demande.** Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente a diminué plus rapidement au premier semestre de l'année avant d'augmenter modérément par la suite, tandis que dans la zone euro, elle a tout d'abord fléchi légèrement et est restée modérée au second semestre, en partie en raison de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne (cf. graphique E). Dans la zone euro comme aux États-Unis, la baisse de l'inflation sous-jacente est principalement imputable aux rubriques pour lesquelles la distanciation a un impact négatif. Les rubriques les plus durement touchées incluent les services liés aux voyages/de transport ainsi que l'habillement et la chaussure/les vêtements <sup>7</sup>. Même si la contribution à l'inflation des autres biens a été positive aux États-Unis, elle a été négative dans la zone euro (cf. graphique E) <sup>8</sup>. Après correction de l'incidence de la réduction de la TVA en Allemagne, la baisse de l'Indice des prix à la consommation harmonisé hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) dans la zone euro au second

<sup>7</sup> Dans la zone euro, les voyages internationaux représentent l'essentiel de l'impact négatif exercé sur les prix par les voyages ; cf. l'encadré intitulé « [Les prix des voyages pendant la pandémie de COVID-19 : existe-t-il des similitudes entre les pays et les postes concernés ?](#) » *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

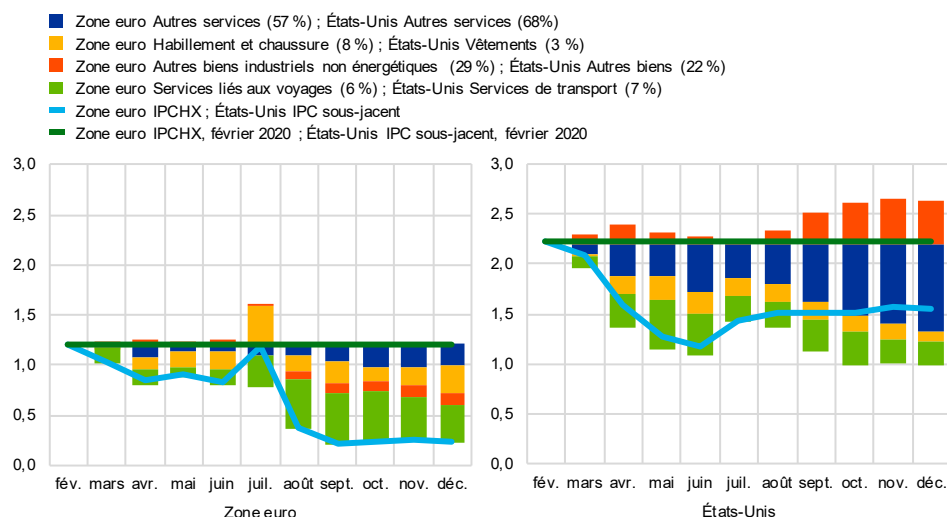
<sup>8</sup> Une partie des différences entre les taux d'inflation peut éventuellement s'expliquer par des différences au niveau des pondérations des rubriques dans le panier. Toutefois, les différences de pondérations n'expliquent probablement pas totalement les évolutions différentes observées depuis le début de la pandémie : par exemple, la hausse des prix des autres biens industriels non énergétiques s'est ralentie en Europe (également en raison de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne), tandis que celle des biens autres que les vêtements a contribué positivement à l'inflation aux États-Unis ces derniers mois. Pour l'impact des modifications des pondérations de l'IPCH sur l'inflation de la zone euro en 2021, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

semestre 2020 aurait été moins prononcée, mais l'indice serait resté nettement inférieur aux niveaux d'avant la pandémie <sup>9</sup>.

## Graphique E

### Inflation sous-jacente dans la zone euro et aux États-Unis en 2020

(variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage par rapport à février 2020)



Sources : Calculs des services de la BCE, Eurostat et Bureau of Labor Statistics des États-Unis.

Notes : Les parts dans le panier sous-jacent sont indiquées entre parenthèses. Pour la zone euro, l'IPCHX correspond à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Pour les États-Unis, l'IPC sous-jacent exclut les prix des produits alimentaires et de l'énergie. Les dernières observations se rapportent à décembre 2020.

**En conclusion, les mesures plus strictes prises en lien avec la pandémie et, dans une certaine mesure, le soutien budgétaire plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis peuvent avoir contribué aux résultats économiques différents.** L'inflation a été plus modérée dans la zone euro également en raison de facteurs spécifiques tels que la réduction temporaire de la TVA en Allemagne. Les mesures prises dans la zone euro semblent avoir davantage visé à soutenir l'emploi, tandis qu'aux États-Unis l'accent a été mis sur des politiques plus larges en faveur des revenus.

<sup>9</sup> Cf., par exemple, le graphique 8 dans le *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

## Le stock de capital de la zone euro depuis le début de la pandémie de COVID-19

Julien Le Roux

**Cet encadré examine les dernières évolutions du stock de capital de la zone euro et ses principaux déterminants.** Plus précisément, le présent encadré analyse le rôle joué par l'investissement et par l'amortissement et la mise hors service d'immobilisations corporelles pour expliquer les évolutions du stock de capital. Il montre également dans quelle mesure les évolutions récentes sont comparables à celles observées pendant la grande crise financière et la crise de la dette souveraine qui a suivi dans la zone euro <sup>1</sup>. L'analyse s'appuie principalement sur les estimations trimestrielles du stock de capital établies par la Banque centrale européenne (BCE) à partir d'un modèle d'optimisation contrainte utilisant les données annuelles d'Eurostat (avec un décalage de deux ans) et des techniques de désagrégation temporelle <sup>2</sup>. Par conséquent, les données, en particulier les plus récentes, et l'analyse qui en est tirée doivent être considérées avec prudence et sont susceptibles d'être soumises à d'importantes révisions à l'avenir.

### Le stock de capital est un facteur clé de l'analyse du côté de l'offre.

Par conséquent, examiner ses variations est crucial pour estimer la façon dont la croissance potentielle est affectée par la crise du coronavirus (COVID-19) <sup>3</sup>. De plus, le capital par salarié, ou intensité en capital, est indispensable pour évaluer les tendances de la productivité du travail. Comprendre l'évolution du stock de capital au cours de la période récente est donc important pour analyser les effets exercés à moyen et long terme par la crise de la COVID-19 sur les facteurs d'offre et la croissance potentielle.

**Selon les estimations, la croissance du stock réel de capital s'est légèrement ralentie dans le sillage de la crise de la COVID-19.** Après s'être inscrit en hausse régulière depuis début 2017, le stock réel de capital de la zone euro s'est accru de 1,0 %, en rythme annuel, au deuxième et au troisième trimestre 2020, après une augmentation de 1,1 % au premier trimestre (cf. graphique A). Cette relative stabilité du stock de capital masque les effets que la crise pourrait avoir sur la valeur du stock.

<sup>1</sup> Dans cet encadré, l'accent est mis sur le stock de capital tant public que privé. Cependant, pour l'essentiel, le stock de capital et l'investissement de la zone euro sont constitués d'actifs privés (à hauteur d'environ 85 %, pour l'un comme pour l'autre).

<sup>2</sup> Cf. Hofmeister (Z.) et van der Helm (R.), « *Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area* », *Statistics Paper Series*, n° 23, BCE, mai 2017. La méthodologie utilisée est principalement fondée sur une désagrégation temporelle du stock de capital annuel avec la formation brute de capital fixe (FBCF) trimestrielle comme indicateur de profil trimestriel. La désagrégation temporelle est appliquée à la différence première du stock de capital annuel ; le stock de capital trimestriel obtenu (qui inclut les prévisions pour les trimestres les plus récents) est ensuite équilibré afin d'assurer l'équilibre des actifs par matrice sectorielle. En cas de non-disponibilité des données annuelles relatives au stock de capital en raison du décalage de publication de deux ans, ces chiffres annuels sont calculés à l'aide de la méthode de l'inventaire permanent ou de l'« équation d'accumulation du capital ». Lorsqu'ils ne sont pas disponibles, les coefficients pour les années les plus récentes sont extrapolés sur la base des évolutions passées, d'une méthode de l'inventaire permanent « inversée » ou d'informations d'experts.

<sup>3</sup> Cf. l'article intitulé « *L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

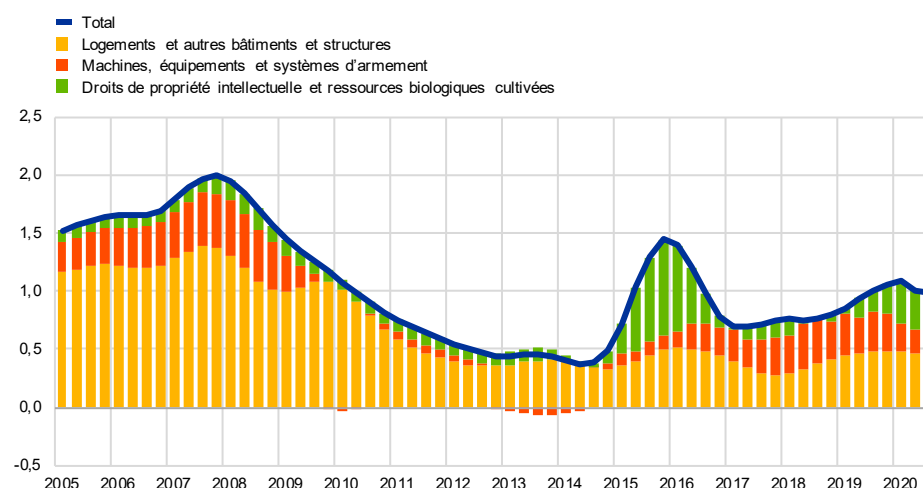
La nature sectoriellement asymétrique du choc pandémique peut signifier que des moins-values importantes du stock de capital seront enregistrées au niveau sectoriel. Par exemple, les compagnies aériennes ont déjà déprécié certains de leurs actifs <sup>4</sup>. Cet effet de valorisation n'est pas visible, à court terme au moins, dans le volume de stock de capital. De plus, l'effet limité de la crise sur le stock de capital masque la forte hétérogénéité entre les différents actifs. Au niveau des actifs, les machines et équipements d'une part, et les droits de propriété intellectuelle d'autre part, ont apporté une contribution significative à la baisse du stock réel de capital. En revanche, la contribution des logements et des autres bâtiments et structures a été plus modérée (cf. graphique A).

### Graphique A

Une croissance du stock de capital qui a bien résisté jusqu'à présent

Contribution des différents actifs à la croissance du stock réel de capital

(variation annuelle en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données d'Eurostat

**Dans l'ensemble, la croissance du stock réel de capital est demeurée relativement stable depuis le début de la pandémie.** Examiner les premiers trimestres 2020 et tenter d'établir une comparaison avec les crises de 2008 et de 2011 est un exercice difficile. La crise de la COVID-19 n'est pas encore terminée et elle est de nature différente de la grande crise financière et de la crise de la dette souveraine, qui étaient toutes deux des crises économiques résultant de crises financières.

La pandémie frappe le plus durement les activités de service et un peu moins fortement les secteurs les plus intensifs en capital, comme le secteur manufacturier. Après la grande crise financière, la croissance du stock de capital est progressivement passée d'une moyenne annuelle de plus de 1,5 % avant 2008 à environ 0,4 % entre 2011 et 2014 (cf. graphique A). La croissance du stock de capital n'a commencé à se redresser qu'au début de 2014, sous l'effet du rebond cumulé des machines et équipements et des droits de propriété intellectuelle. Ces évolutions à moyen et long terme ne sont toutefois pas encore visibles dans le contexte de la crise de la COVID-19. Actuellement, la croissance des investissements en machines et

<sup>4</sup> Cf. « *All you need to know about aircraft values in 2021* », *International Bureau of Aviation*, février 2021.

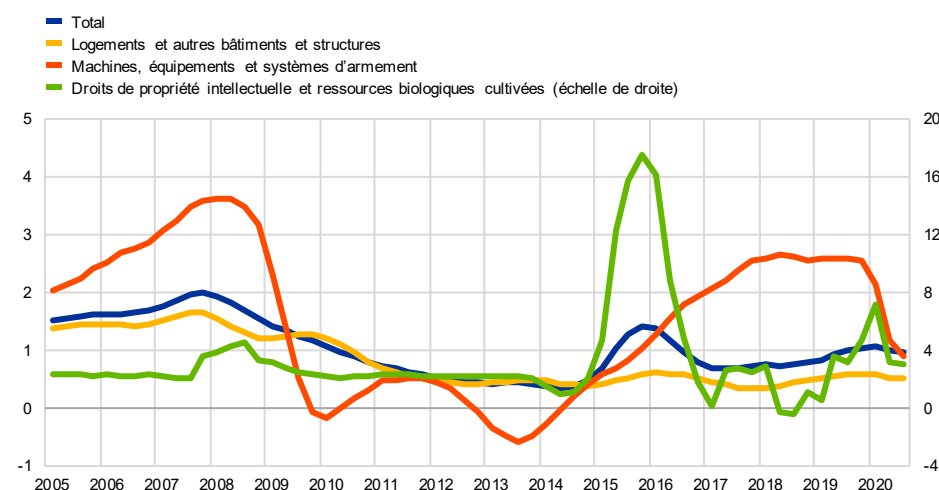
équipements est gravement affectée par la crise de la COVID-19, comme elle l'a été en 2008 et 2011 (cf. graphique B). En revanche, pour l'instant, les investissements en logements et en autres bâtiments et structures résistent – dans la même mesure qu'en 2008 et 2011. À cet égard, la crise de 2008 a toutefois exercé des effets négatifs à long terme. Enfin, s'agissant des droits de propriété intellectuelle, la relocalisation du produit des ventes et des actifs incorporels des entreprises multinationales dans certains pays, observée ces dernières années, complique les comparaisons avec la grande crise financière <sup>5</sup>. Après les trois trimestres de crise observables, le ralentissement du stock de capital en droits de la propriété intellectuelle est plus net qu'en 2008 et 2011, mais avec un niveau de départ plus élevé (cf. graphique B).

### Graphique B

Croissance du stock de capital total et hétérogénéité de la croissance par classe d'actifs

#### Croissance du stock réel de capital par classe d'actifs

(variation annuelle en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données d'Eurostat.

**Le recul modéré de la croissance du stock de capital résulte probablement d'une baisse de l'investissement en partie compensée par une légère réduction de l'amortissement <sup>6</sup>.** La formation brute de capital fixe a reculé dans la zone euro au premier semestre 2020, pesant ainsi sur le stock de capital. Les premières données disponibles, quoique provisoires, suggèrent que la baisse des taux d'amortissement a soutenu les évolutions du stock de capital.

<sup>5</sup> Ces dernières années, plusieurs grandes multinationales ont délocalisé leurs activités, en particulier leurs droits de propriété intellectuelle sous-jacents, en Irlande. En conséquence, les ventes (la production) générées à l'aide de la propriété intellectuelle ont fortement contribué à l'investissement et au stock de capital irlandais. Cf. Khder (M.) et Montornès (J.), « [L'effet des transferts des multinationales sur le PIB Irlandais](#) », *Bloc-notes Eco*, Billet n° 202, Banque de France, février 2021.

<sup>6</sup> Les estimations du stock de capital net sont généralement fondées sur la méthode de l'inventaire permanent, qui peut être approximée par l'équation d'accumulation du capital reliant le stock de capital net ( $NCS_t$ ) à l'investissement ( $GFCF_t$ ), aux taux de mise hors service et d'amortissement  $\delta_t$  et à la réévaluation  $\beta_t$  :  $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$ . Dans un souci de simplicité, dans le présent encadré, le taux d'amortissement recouvre les actifs mis au rebut (ou hors service) et la consommation de capital fixe, qui représente l'usure naturelle du capital nécessaire à la production.

**Le choc lié à la COVID-19 a affecté négativement le stock de capital dans la zone euro, principalement via une baisse des investissements.** Malgré des conditions de financement favorables, le niveau élevé d'incertitude a pesé sur les décisions d'investissement, notamment en matière d'investissement des entreprises. La baisse de la demande domestique et le recul des marges des entreprises ont freiné les dépenses d'investissement. Par conséquent, en rythme annuel, la formation brute de capital fixe a reculé de 20 % au deuxième trimestre 2020 et de 4,3 % au troisième trimestre 2020. La pandémie a nettement freiné l'investissement, tandis que lors de la grande crise financière, la baisse avait été plus lente et moins prononcée (cf. graphique C, partie a).

**Malgré sa faiblesse historique au premier semestre 2020, la croissance de l'investissement ne s'est pas ralentie aussi fortement qu'attendu.** Les évolutions de l'investissement sont généralement de plus grande ampleur que celles de la valeur ajoutée – un phénomène communément appelé « effet d'accélérateur ». L'effet d'accélérateur ne s'est pas maintenu pendant la crise de la COVID-19. En 2020, dans les principaux pays de la zone euro, les évolutions de l'investissement ont été d'une ampleur comparable à celles de la valeur ajoutée (cf. graphique C, partie b) <sup>7</sup>. La résistance de la formation brute de capital fixe peut s'expliquer de plusieurs façons. Les sociétés non financières ont généralement abordé la pandémie avec des bilans solides et le canal du crédit leur est resté ouvert. De plus, la distanciation et le télétravail ont probablement amplifié le besoin d'investissement dans le numérique. La nécessité de réorganiser les chaînes d'approvisionnement peut également avoir entraîné l'émergence de nouvelles possibilités d'investissement. Ces facteurs ont contribué à la bonne tenue de la croissance du stock de capital.

---

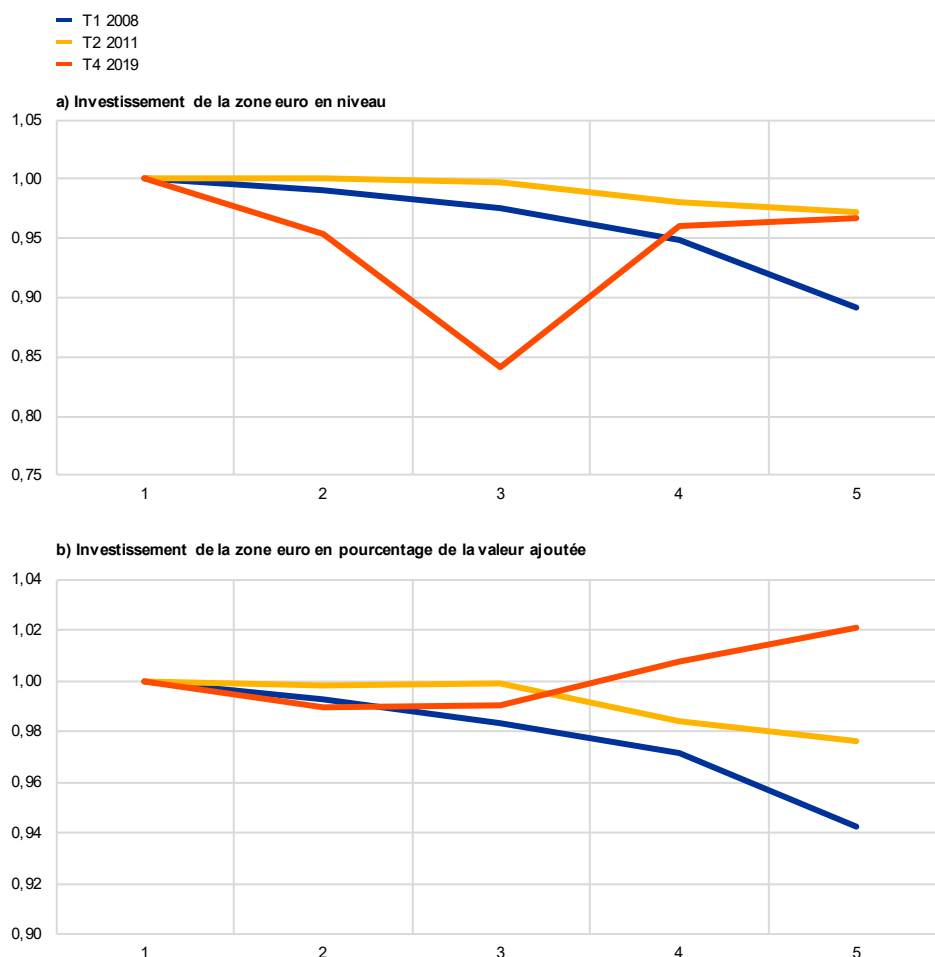
<sup>7</sup> Cf. « [Point de conjoncture – février 2021](#) », Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, p. 30-31.



## Graphique C

### La baisse de l'investissement dans la zone euro : une comparaison avec les récessions passées

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'évolution de la formation brute de capital fixe au cours de chaque récession, le trimestre précédant la récession étant fixé à un. Le trimestre précédant la récession est présenté dans la légende. L'Irlande est exclue de l'échantillon en raison de la forte volatilité qui a affecté l'investissement dans ce pays ces dernières années.

**La baisse du taux d'amortissement a partiellement compensé l'effet du recul de l'investissement sur le stock de capital.** En théorie, il est possible que la COVID-19 ait affecté de façon différente la mise hors service et l'amortissement du capital. D'une part, les liquidations d'entreprises peuvent entraîner une mise hors service d'une partie des immobilisations avant la fin de leur cycle de vie. Toutefois, la durée de vie des actifs existants peut être prolongée grâce à une utilisation moins intensive, par exemple s'ils sont mis à l'arrêt durant le confinement. Il a également été avancé que l'amortissement du capital serait procyclique et lié à des phases de maintenance accrue du capital en période de ralentissement économique<sup>8</sup>. Pour les trois premiers trimestres 2020, des éléments suggèrent que l'effet d'un ralentissement de l'usure naturelle du capital dominait, entraînant une diminution de l'amortissement du stock

<sup>8</sup> Albonico (A.), Pappa (E.) et Sarantis (K.), « *Capital maintenance and depreciation over the business cycle* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 39, Issue C, Elsevier, 2014, p. 273-286.

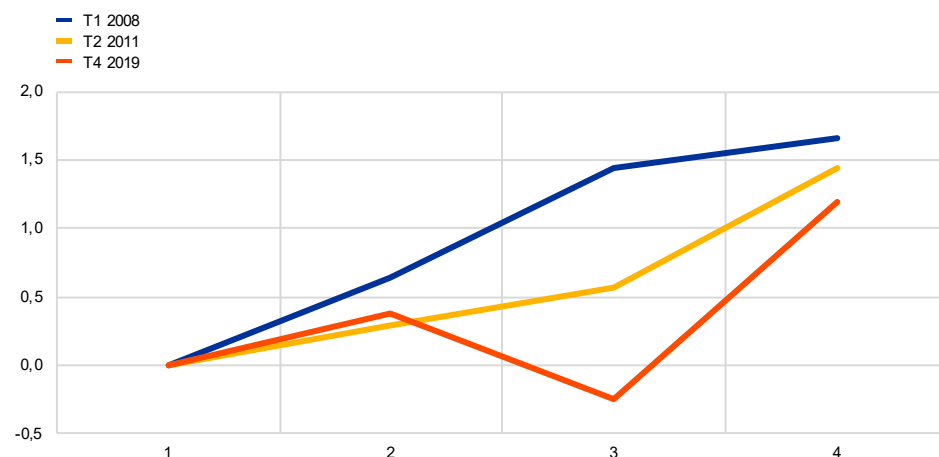
de capital. À partir des données relatives au stock de capital et à l'investissement, il est possible d'extraire un taux d'amortissement qui, malgré un certain degré d'incertitude, semble s'être inscrit en baisse dans la zone euro et ses principaux pays aux premiers trimestres 2020. De plus, la consommation de capital fixe, qui ne prend toutefois pas en compte la mise au rebut du capital <sup>9</sup>, s'est ralentie en 2020 (cf. graphique D). Ce ralentissement reflète la baisse de l'utilisation et de l'usure naturelle des capacités de production. Dans le même temps, les mesures existantes, sous forme de garanties sur les prêts et d'un partage partiel des coûts salariaux dans le cadre de dispositifs de chômage partiel, ont probablement évité des liquidations d'entreprises et limité la mise hors service du capital. Il semble donc que le taux d'amortissement ait également soutenu l'évolution du stock de capital, temporairement au moins.

### Graphique D

La baisse de la consommation de capital fixe : une comparaison avec les récessions passées

Consommation de capital fixe par unité de valeur ajoutée dans les principaux pays de la zone euro

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE

Notes : Le graphique présente les variations cumulées de la consommation de capital fixe par unité de valeur ajoutée, le trimestre précédant la récession étant fixé à un. Le trimestre précédant la récession est présenté dans la légende. En raison de la volatilité de certaines séries ou de l'absence de données pour certains pays, ce graphique présente la variation totale observée en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne.

**Pour l'avenir, les effets à long terme de la crise de la COVID-19 sur le stock de capital sont très incertains, en particulier dans un contexte de changements structurels majeurs.** Le décalage de deux ans pour la publication des statistiques officielles relatives au stock de capital rend difficile l'analyse des évolutions récentes et actuelles. D'une part, on ne peut exclure que la pandémie puisse laisser des séquelles à long terme sur le stock de capital. La fin des mesures de soutien ciblé pourrait entraîner une augmentation des faillites d'entreprises et de la mise hors service du capital, ainsi qu'une baisse de la croissance de l'investissement. D'autre part, la pandémie pourrait également déclencher, ou accélérer, un changement structurel de l'économie. Le plan « *Next Generation EU* », par exemple, continuera de

<sup>9</sup> En moyenne, pour la zone euro, la consommation de capital fixe explique la moitié de l'amortissement du capital, le reste reflétant le capital mis au rebut.

soutenir les efforts d'investissement nationaux. D'autres facteurs à long terme pourraient également fortement influencer sur le stock de capital. Ainsi, le changement climatique devrait entraîner un renouvellement du stock de capital. Selon l'enquête annuelle récemment menée auprès des entreprises par la Banque européenne d'investissement (BEI), dans l'UE, deux entreprises sur trois ont effectué ou prévoient d'effectuer des investissements pour faire face à l'impact des phénomènes météorologiques et réduire leurs émissions de carbone <sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Cf. « [Enquête du Groupe BEI sur l'investissement et le financement de l'investissement 2020](#) », Banque européenne d'investissement, 1<sup>er</sup> décembre 2020.

## Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021

Daniel Gybas et Christian Lizarazo

**Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2020.** Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021 (la « période sous revue »).

Le 10 décembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a introduit un certain nombre d'ajustements de politique monétaire. Il a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros, et de prolonger son horizon temporel de neuf mois, au moins jusqu'à fin mars 2022. En outre, trois opérations de refinancement à long terme ciblées supplémentaires (TLTRO III) ont été proposées et la période au cours de laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront a été prolongée de douze mois, jusqu'en juin 2022. Pour une vue d'ensemble complète des mesures, se reporter au [Bulletin économique numéro 8 de 2020](#).

**Le niveau de la liquidité de banque centrale dans le système bancaire a continué d'augmenter au cours de la période sous revue.** Cette augmentation s'explique en grande partie par les achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du PEPP, ainsi que par le règlement de la TLTRO III.6, conjugués à une baisse modérée du solde des facteurs autonomes de la liquidité.

### 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, a diminué de 18,2 milliards d'euros pour s'établir à 2 026,3 milliards au cours de la période sous revue.**

La baisse à un niveau inférieur aux niveaux observés au cours de la période sous revue précédente, c'est-à-dire au cours des cinquième et sixième périodes de constitution de 2020, s'explique par une diminution du solde des facteurs autonomes de 20,1 milliards d'euros à 1 881,5 milliards, qui a compensé une légère augmentation des réserves obligatoires de 1,8 milliard à 144,8 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »).

**La diminution du solde des facteurs autonomes a résulté principalement de la baisse des dépôts des administrations publiques, marquant une inversion partielle de la tendance haussière observée depuis mars 2020.** Les dépôts des administrations publiques ont diminué de 141,1 milliards d'euros (soit 19 %) pour s'établir à 588,7 milliards. Dans l'ensemble, malgré le recul par rapport aux niveaux record de septembre 2020, les dépôts des administrations publiques restent

supérieurs à deux fois leur niveau moyen qui était de 213,1 milliards d'euros sur la période correspondante (du 4 novembre au 26 janvier) des années précédentes (2020, 2019 et 2018). La croissance extraordinairement rapide des dépôts des administrations publiques entre mars et septembre 2020 a probablement été motivée par un changement dans la gestion de la liquidité de la part des gouvernements de la zone euro durant la crise du coronavirus (COVID-19). Toutefois, si la baisse des dépôts des administrations publiques au cours de la période sous revue pourrait indiquer le début d'un processus de normalisation, ce processus pourrait rester sensible aux évolutions de la crise de la COVID-19. La baisse des dépôts des administrations publiques a été partiellement compensée par une hausse des billets en circulation (de 31,8 milliards d'euros, à 1 416,7 milliards) et par une augmentation des autres facteurs autonomes (de 32,0 milliards, à 915,7 milliards). Au total, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 77,4 milliards d'euros pour s'établir à 2 921,0 milliards. Cette évolution a été partiellement compensée par une baisse de 57,2 milliards d'euros des facteurs autonomes d'apport de liquidité, qui se sont inscrits à 1 039,8 milliards. Ce recul s'explique par la diminution des avoirs nets libellés en euros. Globalement, l'effet net d'absorption de la liquidité des facteurs autonomes a diminué de 20,1 milliards d'euros pour s'établir à 1 881,5 milliards. Le tableau A présente une vue d'ensemble des facteurs autonomes examinés ci-dessus et de leur évolution.

**Tableau A**  
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

**Engagements**

(moyennes ; en milliards d'euros)

|                                                                                            | Période sous revue actuelle :<br>du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021 |          |                                                                          |          |                                                                          |          | Précédente<br>période sous<br>revue :<br>du 22 juillet 2020<br>au 3 novembre<br>2020 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                            | Septième et<br>huitième périodes<br>de constitution                    |          | Septième période<br>de constitution :<br>du 4 novembre au<br>15 décembre |          | Huitième période<br>de constitution :<br>du 16 décembre au<br>26 janvier |          | Cinquième et<br>sixième périodes<br>de constitution                                  |
| <b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>                                                  | 2 921,0                                                                | (-77,4)  | 2 966,1                                                                  | (-56,7)  | 2 875,8                                                                  | (-90,3)  | 2 998,3 (+149,0)                                                                     |
| Billets en circulation                                                                     | 1 416,7                                                                | (+31,8)  | 1 403,9                                                                  | (+14,8)  | 1 429,4                                                                  | (+25,5)  | 1 384,9 (+27,3)                                                                      |
| Dépôts des administrations publiques                                                       | 588,7                                                                  | (-141,1) | 647,0                                                                    | (-101,9) | 530,3                                                                    | (-116,7) | 729,7 (+146,7)                                                                       |
| Autres facteurs autonomes (nets) <sup>1)</sup>                                             | 915,7                                                                  | (+32,0)  | 915,2                                                                    | (+30,4)  | 916,1                                                                    | (+1,0)   | 883,7 (-25,1)                                                                        |
| <b>Excédent des avoirs en compte<br/>courant par rapport aux réserves<br/>obligatoires</b> | 2 850,3                                                                | (+287,6) | 2 816,7                                                                  | (+163,3) | 2 883,9                                                                  | (+67,2)  | 2 562,7 (+529,6)                                                                     |
| <b>Réserves obligatoires <sup>2)</sup></b>                                                 | 144,8                                                                  | (+1,8)   | 144,0                                                                    | (+0,4)   | 145,5                                                                    | (+1,5)   | 142,9 (+2,6)                                                                         |
| <b>Facilité de dépôt</b>                                                                   | 561,2                                                                  | (+125,8) | 535,4                                                                    | (+74,7)  | 586,9                                                                    | (+51,5)  | 435,4 (+104,8)                                                                       |
| <b>Opérations de réglage fin de retrait<br/>de liquidité</b>                               | 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 :<br>du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021 |                 |                                                                          |                 |                                                                          |                 | Précédente période<br>sous revue :<br>du 22 juillet 2020 au<br>3 novembre 2020 |                 |
|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|                                                                         | Septième et<br>huitième périodes<br>de constitution                    |                 | Septième période de<br>constitution :<br>du 4 novembre au<br>15 décembre |                 | Huitième période de<br>constitution :<br>du 16 décembre au<br>26 janvier |                 | Cinquième et<br>sixième périodes de<br>constitution                            |                 |
| <b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>                               | <b>1 039,8</b>                                                         | <b>(-57,2)</b>  | <b>1 092,9</b>                                                           | <b>(-3,1)</b>   | <b>986,7</b>                                                             | <b>(-106,2)</b> | <b>1 097,0</b>                                                                 | <b>(+41,6)</b>  |
| Avoirs extérieurs nets                                                  | 856,8                                                                  | (-8,4)          | 865,1                                                                    | (+0,7)          | 848,6                                                                    | (-16,5)         | 865,2                                                                          | (-42,1)         |
| Avoirs nets libellés en euros                                           | 183,0                                                                  | (-48,8)         | 227,8                                                                    | (-3,8)          | 138,1                                                                    | (-89,7)         | 231,8                                                                          | (+83,7)         |
| <b>Instruments de politique monétaire</b>                               | <b>5 437,7</b>                                                         | <b>(+395,1)</b> | <b>5 369,6</b>                                                           | <b>(+184,7)</b> | <b>5 505,8</b>                                                           | <b>(+136,2)</b> | <b>5 042,6</b>                                                                 | <b>(+744,3)</b> |
| <i>Opérations d'open market</i>                                         | 5 437,7                                                                | (+395,1)        | 5 369,6                                                                  | (+184,7)        | 5 505,8                                                                  | (+136,2)        | 5 042,6                                                                        | (+744,3)        |
| Opérations d'appels d'offres                                            | 1 773,9                                                                | (+125,9)        | 1 754,9                                                                  | (+45,8)         | 1 792,9                                                                  | (+38,0)         | 1 648,0                                                                        | (+435,5)        |
| Opérations principales de refinancement                                 | 0,4                                                                    | (-0,9)          | 0,5                                                                      | (-0,8)          | 0,3                                                                      | (-0,2)          | 1,3                                                                            | (+0,7)          |
| Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois | 0,9                                                                    | (-0,7)          | 0,9                                                                      | (-0,3)          | 0,9                                                                      | (-0,0)          | 1,6                                                                            | (-0,6)          |
| Opérations TLTRO II                                                     | 22,5                                                                   | (-17,9)         | 29,3                                                                     | (-4,7)          | 15,7                                                                     | (-13,6)         | 40,4                                                                           | (-242,4)        |
| Opérations TLTRO III                                                    | 1 724,2                                                                | (+141,5)        | 1 699,0                                                                  | (+49,8)         | 1 749,4                                                                  | (+50,4)         | 1 582,7                                                                        | (+890,8)        |
| Bridge LTRO                                                             | 0,0                                                                    | (+0,0)          | 0,0                                                                      | (+0,0)          | 0,0                                                                      | (+0,0)          | 0,0                                                                            | (-228,6)        |
| PELTRO                                                                  | 25,9                                                                   | (+3,9)          | 25,3                                                                     | (+1,8)          | 26,6                                                                     | (+1,3)          | 22,1                                                                           | (+15,7)         |
| Portefeuilles d'achats fermes de titres                                 | 3 663,8                                                                | (+269,2)        | 3 614,7                                                                  | (+138,9)        | 3 712,9                                                                  | (+98,2)         | 3 394,6                                                                        | (+308,8)        |
| 1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées             | 0,5                                                                    | (-0,0)          | 0,5                                                                      | (-0,0)          | 0,5                                                                      | (-0,0)          | 0,5                                                                            | (-0,2)          |
| 2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées              | 2,8                                                                    | (-0,1)          | 2,8                                                                      | (-0,0)          | 2,7                                                                      | (-0,0)          | 2,8                                                                            | (-0,1)          |
| 3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées              | 287,3                                                                  | (+1,5)          | 286,8                                                                    | (-0,0)          | 287,8                                                                    | (+1,0)          | 285,8                                                                          | (+3,5)          |
| Programme pour les marchés de titres                                    | 28,6                                                                   | (-4,5)          | 28,6                                                                     | (-3,4)          | 28,6                                                                     | (+0,0)          | 33,1                                                                           | (-3,6)          |
| Programme d'achats de titres adossés à des actifs                       | 29,7                                                                   | (+0,1)          | 29,9                                                                     | (+0,6)          | 29,6                                                                     | (-0,3)          | 29,6                                                                           | (-1,2)          |
| Programme d'achats de titres du secteur public                          | 2 337,1                                                                | (+53,9)         | 2 329,0                                                                  | (+29,0)         | 2 345,2                                                                  | (+16,2)         | 2 283,2                                                                        | (+53,1)         |
| Programme d'achats de titres du secteur des entreprises                 | 249,9                                                                  | (+17,6)         | 247,9                                                                    | (+9,7)          | 252,0                                                                    | (+4,1)          | 232,3                                                                          | (+15,3)         |
| Programme d'achats d'urgence face à la pandémie                         | 727,9                                                                  | (+200,6)        | 689,4                                                                    | (+103,0)        | 766,5                                                                    | (+77,1)         | 527,3                                                                          | (+242,0)        |
| 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 :<br>du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021 |          |                                                                          |          |                                                                          |          | Précédente période<br>sous revue :<br>du 22 juillet 2020 au 3<br>novembre 2020 |          |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------|----------|
|                                               | Septième et huitième<br>périodes de<br>constitution                    |          | Septième période de<br>constitution :<br>du 4 novembre au<br>15 décembre |          | Huitième période de<br>constitution :<br>du 16 décembre au<br>26 janvier |          | Cinquième et<br>sixième périodes de<br>constitution                            |          |
| Besoin global de<br>financement <sup>1)</sup> | 2 026,3                                                                | (-18,2)  | 2 017,5                                                                  | (-53,2)  | 2 035,0                                                                  | (+17,5)  | 2 044,5                                                                        | (+109,8) |
| Solde des facteurs<br>autonomes <sup>2)</sup> | 1 881,5                                                                | (-20,1)  | 1 873,5                                                                  | (-53,6)  | 1 889,5                                                                  | (+16,0)  | 1 901,6                                                                        | (+107,3) |
| Excédent de liquidité <sup>3)</sup>           | 3 411,4                                                                | (+413,4) | 3 352,1                                                                  | (+238,0) | 3 470,8                                                                  | (+118,7) | 2 998,0                                                                        | (+634,5) |

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 :<br>du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021 |         |                                                                          |         |                                                                          |         | Précédente période<br>sous revue :<br>du 22 juillet 2020 au 3<br>novembre 2020 |         |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------------|---------|
|                                            | Septième et huitième<br>périodes de<br>constitution                    |         | Septième période de<br>constitution :<br>du 4 novembre au<br>15 décembre |         | Huitième période de<br>constitution :<br>du 16 décembre au<br>26 janvier |         | Cinquième et sixième<br>périodes de<br>constitution                            |         |
| Opérations principales de<br>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 <sup>1)</sup>                        | -0,475                                                                 | (-0,01) | -0,471                                                                   | (-0,00) | -0,478                                                                   | (-0,01) | -0,468                                                                         | (-0,01) |
| €STR                                       | -0,559                                                                 | (-0,01) | -0,556                                                                   | (+0,00) | -0,562                                                                   | (-0,01) | -0,553                                                                         | (-0,01) |

Source : BCE.

Notes : 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 de l'euro (€STR) majoré de 8,5 points de base depuis le 1<sup>er</sup> 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

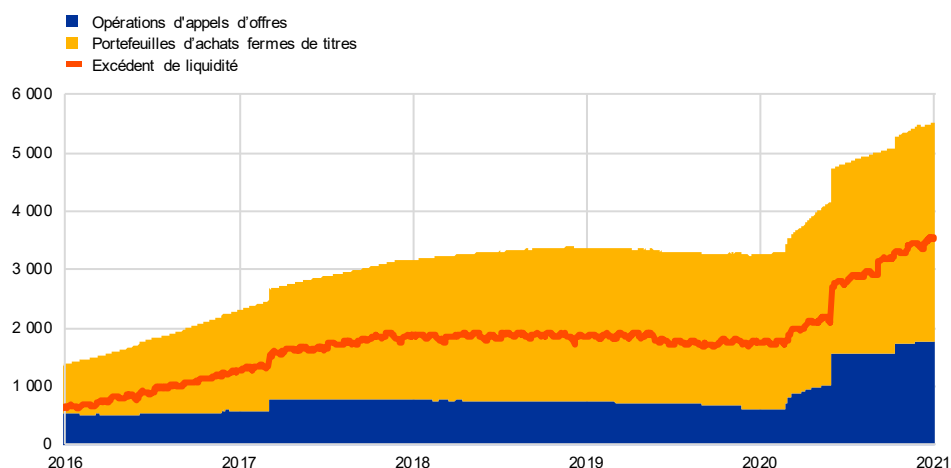
**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 395,1 milliards d'euros pour s'établir à 5 437,7 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique A).**

Cette augmentation résulte pour 68 % environ des achats nets en cours dans le cadre des programmes d'achats d'actifs, principalement le PEPP, tandis que les 32 % restants sont le résultat d'opérations de crédit, et surtout de l'allocation des TLTRO III.6 en décembre.

## 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 26 janvier 2021.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a augmenté de 125,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue, cette hausse étant largement attribuable au règlement de la sixième opération dans le cadre du programme TLTRO III.** L'augmentation moyenne de 141,5 milliards d'euros fournie par le biais des TLTRO III a été partiellement contrebalancée par l'arrivée à échéance et/ou par les remboursements volontaires anticipés au titre du programme TLTRO II, les contreparties s'étant reportées du programme TLTRO II au programme TLTRO III. En moyenne, l'arrivée à échéance et les remboursements au titre du programme TLTRO II ont représenté 17,9 milliards d'euros. Les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO) ont apporté un montant de liquidité supplémentaire de 3,9 milliards d'euros. L'opération principale de refinancement et les LTRO d'une durée de trois mois continuent de ne jouer qu'un rôle marginal, le recours moyen aux deux opérations de refinancement régulières étant revenu de 1,6 milliard d'euros à 1,3 milliard par rapport à la précédente période sous revue.

**Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 269,2 milliards d'euros, passant à 3 663,8 milliards, en raison des achats nets dans le cadre de l'APP et du PEPP.** Les encours moyens au titre du PEPP ont représenté 727,9 milliards d'euros, soit une augmentation de 200,6 milliards par rapport à la moyenne de 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 ont enregistré, respectivement, des hausses moyennes de 53,9 milliards d'euros et de 17,6 milliards pour s'établir à 2 337,1 milliards et 249,9 milliards.



## Excédent de liquidité

**L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 413,4 milliards d'euros, passant à 3 411,4 milliards (cf. graphique A).** L'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport à leurs réserves obligatoires a augmenté de 287,6 milliards d'euros, ressortant à 2 850,3 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a augmenté de 125,8 milliards, s'inscrivant à 561,2 milliards. 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 dans le cadre du système à deux paliers 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'à recourir à la facilité de dépôt, à concurrence de l'exemption accordée dans le cadre du système à deux paliers. Les soldes détenus au-delà du montant exempté sont souvent conservés dans la facilité de dépôt pour des raisons de commodité opérationnelle et/ou de traitement réglementaire.

## Évolutions des taux d'intérêt

**En moyenne, le taux à court terme de l'euro (€STR) est resté pratiquement inchangé au cours de la période sous revue par rapport à la période précédente.** L'€STR s'est établi en moyenne à – 55,9 points de base au cours de la période sous revue, contre une moyenne de – 55,3 points de base au cours de la période précédente. Depuis octobre 2019, l'Eonia correspond à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Il a donc évolué, et continuera d'évoluer, parallèlement à 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 des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19

Niccolò Battistini et Grigor Stoevsky

**Les mesures prises pour contenir la pandémie de coronavirus (COVID-19) ont eu un impact variable sur l'activité économique dans les différents secteurs et pays de la zone euro en 2020.** Les interdictions de rassemblement public, les confinements stricts et les restrictions imposées à de nombreuses activités au printemps 2020 ont eu des effets dévastateurs sur l'économie, le PIB de la zone euro enregistrant une contraction de 15 % au premier semestre de l'année. Depuis, les autorités publiques ainsi que les ménages et les entreprises ont appris comment s'adapter au mieux à des mesures d'endiguement plus ciblées afin d'en atténuer l'impact économique. Toutefois, une forte incertitude continue d'entourer l'évolution de la pandémie, les mesures d'endiguement et les effets économiques qui en résultent. Dans ce contexte, le présent encadré étudie l'impact économique hétérogène des mesures d'endiguement de la COVID-19 dans les différents secteurs et les cinq principaux pays de la zone euro, et analyse aussi la manière dont cet impact a évolué au fil du temps <sup>1</sup>.

**Les activités nécessitant une interaction sociale ont été les plus lourdement touchées dans l'ensemble des pays de la zone euro analysés.** Cependant, les structures économiques propres à chaque pays (composition sectorielle et degré d'ouverture), les mesures d'endiguement prises (composition à l'échelle locale et transsectorielle), les mesures de politique économique et les caractéristiques institutionnelles ont contribué à une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre du point de vue des pertes économiques observées en 2020 (cf. graphique A) <sup>2</sup>. Par rapport à la zone euro considérée dans son ensemble, l'Allemagne et les Pays-Bas ont enregistré des pertes économiques globales moins élevées : en Allemagne, les activités récréatives représentent une part moins importante de la valeur ajoutée brute réelle totale (20 % en 2019 contre 22,5 % dans l'ensemble de la zone euro) et, dans les deux pays, ces activités ont été moins impactées <sup>3</sup>. Le recul de l'activité a été plus prononcé en Espagne et en Italie, tandis que l'évolution en France a été globalement

<sup>1</sup> Les secteurs analysés recouvrent l'ensemble de l'économie : l'agriculture (nomenclature NACE Rév.2 : A) ; les autres industries (B, D et E) ; l'industrie manufacturière (C) ; la construction (F) ; le commerce, les transports, les hôtels et restaurants (G, H et I) ; l'information et la communication (J) ; les activités financières et d'assurance (K) ; les activités immobilières (L) ; les activités spécialisées, scientifiques et techniques (M et N) ; l'administration publique (O, P et Q) ; et les arts et activités récréatives (R, S, T et U).

<sup>2</sup> Pour une vue d'ensemble de la façon dont les mesures budgétaires discrétionnaires mises en œuvre face à la COVID-19 ont varié d'un pays à l'autre. Cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021. Pour une analyse de l'incidence des caractéristiques institutionnelles sur l'efficacité des mesures d'endiguement dans les différents pays, cf. « *Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic* », Organisation de coopération et de développement économiques, à paraître.

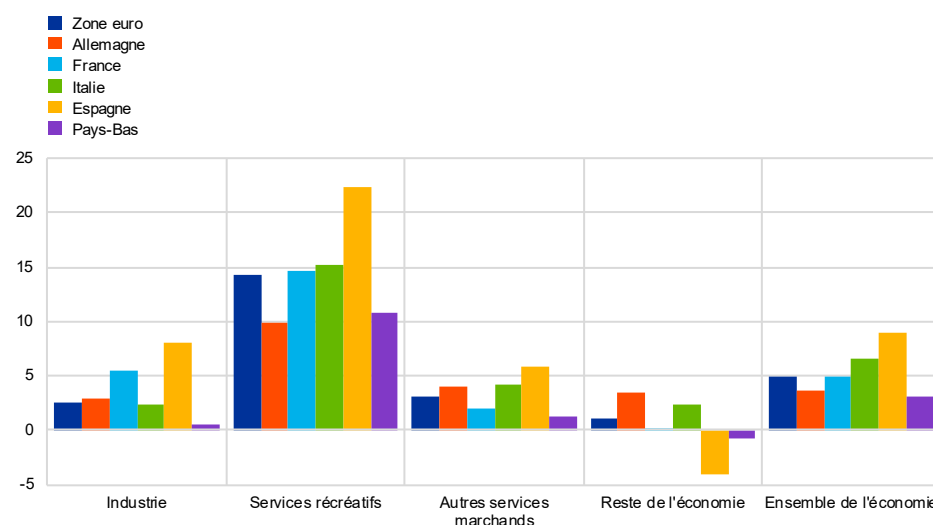
<sup>3</sup> Les pertes économiques plus faibles observées pour les services récréatifs en Allemagne et aux Pays-Bas sont dues, entre autres, aux effets négatifs moins importants des perturbations du tourisme international dans ces deux pays par rapport aux autres grands pays de la zone euro. cf. l'encadré intitulé « [Évolution du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020, et l'encadré intitulé « [Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

conforme à celle de la zone euro au niveau agrégé. Toutefois, les pertes relativement importantes observées en Italie ont également résulté en partie des évolutions de la demande étrangère, les effets dommageables directs des mesures d'endiguement étant globalement comparables à la moyenne pour la zone euro (comme montré plus loin).

## Graphique A

### Pertes économiques par secteur dans les cinq principaux pays de la zone euro

(perte de valeur ajoutée brute réelle au quatrième trimestre 2020 en pourcentage du niveau de valeur ajoutée brute au quatrième trimestre 2019)



Sources : Eurostat, Hale (T.) et al., (cf. note de bas de page 4), calculs des services de l'Eurosystème et de la BCE.

Note : L'industrie recouvre les secteurs B, C, D, E et F de la nomenclature NACE Rév.2 ; les activités récréatives, les secteurs G, H, I, R, S, T et U ; les autres services marchands correspondent aux secteurs J, K, L, M et N ; le reste de l'économie, aux secteurs A, O, P et Q ; et l'ensemble de l'économie correspond au PIB en volume.

### Nous utilisons un modèle vectoriel auto-régressif (VAR) transsectoriel afin de quantifier les effets directs des mesures d'endiguement.

Une approche économétrique formelle est appliquée aux données sectorielles pour la zone euro et ses cinq principaux pays membres. Le cadre économétrique compare l'activité sectorielle, mesurée par la valeur ajoutée brute réelle, avec une approximation de la rigueur des mesures d'endiguement nationales, l'indice de sévérité des mesures d'Oxford (*Oxford Stringency Index*, OSI), que l'on peut comparer d'un pays à l'autre <sup>4</sup>. Afin de prendre en compte les différentes structures économiques des pays de la zone euro en termes à la fois de réseaux de production et de degrés d'ouverture, le modèle relie également l'activité sectorielle à une mesure de la demande étrangère propre à

<sup>4</sup> Cf. Hale (T.), Angrist (N.), Cameron-Blake (E.), Hallas (L.), Kira (B.), Majumdar (S.), Petherick (A.), Phillips (T.), Tatlow (H.), et Webster (S.), « *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* », Blavatnik School of Government, 2020. L'indice OSI au niveau agrégé de la zone euro est calculé comme une moyenne pondérée du PIB 2019 de l'indice OSI pour 18 pays de la zone euro (les informations pour Malte ne sont pas disponibles). Chaque indice OSI national est un indice composite synthétisant les différentes mesures d'endiguement et de fermeture, comme la fermeture des écoles et les restrictions de déplacement. L'indice OSI est disponible uniquement au niveau national et ne prend pas en compte la diversité des mesures d'endiguement prises dans les différentes régions au sein d'un même pays.

chaque pays <sup>5</sup>. Cela nous permet d'identifier l'impact direct propre à chaque secteur des mesures d'endiguement nationales, tout en prenant en compte les effets de facteurs externes, tels que les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales dues au fait que les différents secteurs sont plus ou moins exportateurs.

**Le modèle prend en compte la possibilité que l'impact économique des mesures d'endiguement de la COVID-19 évolue au fil du temps.** Ces évolutions résultent d'un processus d'apprentissage, à la fois pour les autorités publiques – qui ajustent la composition des mesures au niveau local et sectoriel – et pour les ménages et les entreprises – qui s'adaptent afin de réduire le plus possible les pertes économiques. Cet encadré présente les résultats fondés sur les élasticités estimées (aussi bien constantes que variables dans le temps) des secteurs, ce qui nous permet d'évaluer la sensibilité de l'ensemble de l'économie (PIB en volume) à la sévérité des mesures d'endiguement <sup>6</sup>. L'évolution des élasticités variables dans le temps reflète le processus d'apprentissage des agents économiques au fil du temps, ainsi que la persistance des séquelles laissées par les restrictions, qui agit en sens inverse <sup>7</sup>.

**Tandis que les mesures d'endiguement domestiques ont eu un impact sévère sur les activités récréatives, le recul observé dans l'industrie manufacturière résulte dans une large mesure de facteurs externes.** Les services récréatifs, notamment le commerce, les transports, les hôtels et la restauration, l'art et les activités culturelles, affichent les élasticités (en valeur absolue) les plus fortes aux variations de l'indice OSI, ce qui indique qu'ils ont été les secteurs les plus durement frappés par les mesures d'endiguement (cf. graphique B). Même si les confinements

<sup>5</sup> La demande étrangère spécifique à un pays est calculée à partir d'une moyenne pondérée des volumes d'importations des partenaires commerciaux et correspond à une mesure utilisée dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. Cf. l'encadré intitulé « L'environnement international », *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*, BCE, mars 2021, « *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* », BCE, juillet 2016 ; et Hubrich (K.) et Karlsson (T.), « *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises : an overview* », *Occasional Paper Series*, n° 108, BCE, mars 2010.

<sup>6</sup> Les résultats pour le PIB en volume sont obtenus en pondérant les résultats pour chaque secteur de leurs parts respectives dans la valeur ajoutée brute réelle totale au quatrième trimestre 2019.

<sup>7</sup> L'estimation est fondée sur les données de valeur ajoutée brute réelle relatives aux différents pays et secteurs pour la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2020. Le modèle VAR transsectoriel, estimé séparément pour chaque pays, peut être formellement représenté de la manière suivante :

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

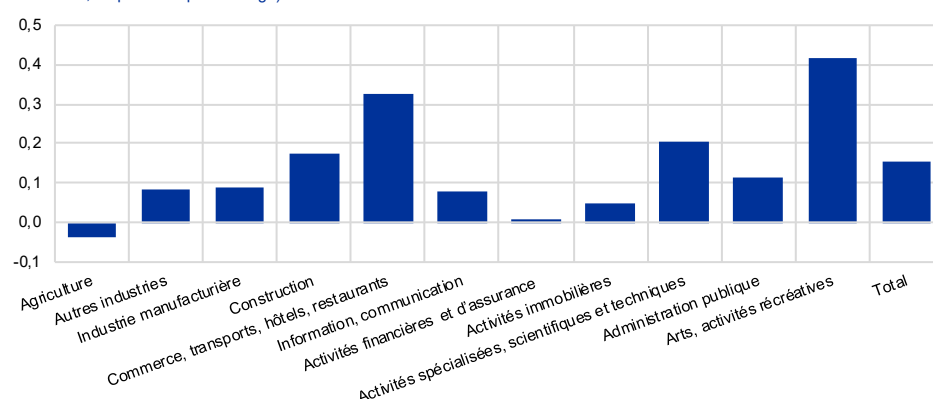
où  $\Delta$  correspond à l'opérateur en différence première et  $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$  au vecteur des taux de croissance trimestriels de la valeur ajoutée brute réelle sectorielle au trimestre  $t$ . Le terme d'erreur vectoriel  $u_t$  prend en compte les effets économiques agrégés résiduels qui influent sur l'activité économique sectorielle et ne sont pas directement liés aux mesures d'endiguement ni à la demande étrangère. En outre,  $A$  est un vecteur de paramètres constants correspondant au taux de croissance de la valeur ajoutée brute réelle moyenne propre à chaque secteur,  $B$  est une matrice de paramètres autorégressifs prenant en compte la dynamique intra et intersectorielle et  $C_t$  correspond au vecteur de paramètres pour les élasticités constantes ou variables dans le temps spécifiques aux différents secteurs par rapport aux différences premières de  $s_t$ , c'est-à-dire à l'impact économique. L'évolution des élasticités prend également en compte les effets d'apprentissage. Les variables  $s_t$  correspondent à la rigueur des mesures d'endiguement, dont une approximation est fournie par l'indice OSI moyen au trimestre  $t$ . L'utilisation du modèle sur la période de prévision nécessite de formuler des hypothèses concernant les valeurs futures de l'indice OSI et des élasticités variables dans le temps. Après avoir obtenu des estimations des élasticités constantes à l'aide de techniques standard, nous utilisons le filtre de Kalman pour estimer les sensibilités variables dans le temps, qui sont supposées suivre un profil aléatoire. L'hypothèse selon laquelle les coefficients suivent un processus stochastique aléatoire est courante dans la littérature macroéconomique. Cf., entre autres, la contribution fondamentale de King (R.), Plosser (C.), Stock (J.) et Watson (M.), « *Stochastic Trends and Economic Fluctuations* », *American Economic Review*, vol. 81, n° 4, 1991, p. 819-840.

initiaux ont également affecté les installations de production, l'impact moyen des restrictions sur l'industrie manufacturière a été relativement faible en 2020, l'activité dans ce secteur résultant dans une mesure relativement large des évolutions de la demande étrangère. En effet, la forte élasticité de l'industrie manufacturière à la demande étrangère (non montrée) reflète le degré élevé d'ouverture du secteur au commerce international. Cela suggère l'existence d'un coût supplémentaire lié aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales durant les premières phases de la pandémie et explique la forte reprise du secteur par la suite, sous l'effet du rebond du commerce international au second semestre 2020. Enfin, l'agriculture affiche une élasticité négative et semble en fait avoir en moyenne bénéficié des restrictions, probablement en raison de l'interaction sociale limitée que nécessitent les processus de production agricoles, et du soutien apporté par la vigueur de la demande.

## Graphique B

### Élasticités sectorielles de la sévérité des mesures d'endiguement dans la zone euro

(impact d'une baisse d'un point de l'indice de sévérité des mesures d'Oxford (OSI) sur la croissance trimestrielle de la valeur ajoutée brute réelle, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Hale (T.) *et al.*, *op. cit.*, calculs des services de l'Eurosystème, d'O\*NET et de la BCE.

Notes : Les élasticités sectorielles présentées sont estimées à l'aide du modèle VAR transsectoriel à paramètres constants. « Total » correspond au PIB en volume.

**Les mesures d'endiguement ont particulièrement impacté les secteurs caractérisés par des professions non éligibles au télétravail et nécessitant de nombreux contacts.** Alors que l'hétérogénéité de l'impact direct des restrictions pourrait refléter diverses caractéristiques propres aux différents secteurs, des données récentes suggèrent que les mesures de distanciation ont eu une incidence plus forte sur les secteurs dans lesquels les possibilités de travailler à distance sont moindres (professions non éligibles au télétravail). Au sein de ces secteurs, les activités nécessitant une fréquence plus élevée de travail en équipe physique ou d'interaction en face à face avec les clients (professions nécessitant de nombreux contacts) ont été les plus durement touchées<sup>8</sup>. Cela est confirmé par la corrélation positive entre les élasticités estimées des secteurs et un indice relatif aux professions non éligibles au télétravail (cf. graphique C, points bleus), à l'exclusion de l'agriculture, ainsi que par la corrélation positive entre ces mêmes élasticités et un

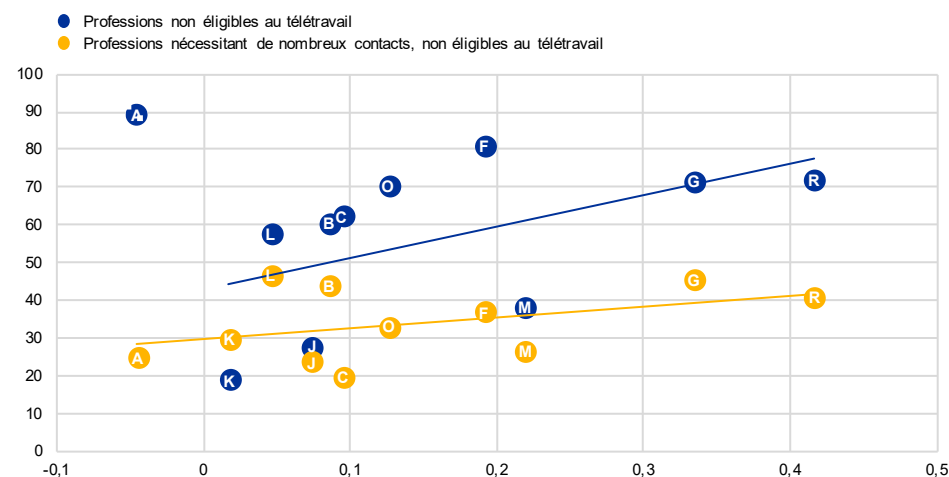
<sup>8</sup> Cf. Dingel (J.) et Neiman (B.), « How Many Jobs Can be Done at Home? », *Discussion Papers*, n° 14584, Centre for Economic Policy Research, avril 2020 ; et Koren (M.) et Pető (R.), « Business disruptions from social distancing », *PLoS ONE*, septembre 2020.

indice relatif aux professions nécessitant de nombreux contacts et non éligibles au télétravail (cf. graphique C, points jaunes), y compris l'agriculture <sup>9</sup>.

### Graphique C

Corrélation des élasticités sectorielles avec différents types de profession dans la zone euro

(axe des abscisses : élasticités sectorielles, en points de pourcentage ; axe des ordonnées : part de travailleurs exerçant des professions non éligibles au télétravail ou des professions nécessitant de nombreux contacts, non éligibles au télétravail, en pourcentage)



Sources : Eurostat, Hale (T.) *et al.*, *op. cit.*, calculs des services de l'Eurosystème, d'O\*NET et de la BCE.

Notes : Les élasticités sectorielles présentées sont estimées à l'aide du modèle VAR transsectoriel à paramètres constants. Les lettres correspondent aux secteurs suivants : agriculture (A) ; autres industries (B) ; industrie manufacturière (C) ; construction (F) ; commerce, transports, hôtels et restaurants (G) ; information et communication (J) ; activités financières et d'assurance (K) ; activités immobilières (L) ; activités spécialisées, scientifiques et techniques (M) ; administration publique (O) ; et art et activités récréatives (R). Les données granulaires relatives aux professions sont tirées de la série de données O\*NET (cf. O\*NET OnLine, National Center for O\*NET Development, 2020). L'indice des professions non éligibles au télétravail est construit comme étant égal à 100 moins l'indice des professions éligibles au télétravail dans Dingel (J.) et Neiman (B.), *op.cit.*. L'indice des professions nécessitant de nombreux contacts, non éligibles au télétravail est produit par Koren (M.) et Pető (R.), *op. cit.*, en combinant un indice des professions non éligibles au télétravail avec un indice composite relatif au travail d'équipe en face à face, aux interactions avec les clients, à la présence physique et à la communication. Ces données granulaires sont agrégées au sein des 11 secteurs sur la base des pondérations en valeur ajoutée pour les branches d'activité au niveau à deux chiffres de la nomenclature NACE Rév.2 à partir des données de la base WIOD (*World Input-Output Database*) 2014 pour la zone euro. La ligne bleue continue correspond à la tendance entre les élasticités sectorielles et les professions non éligibles au télétravail pour l'ensemble des secteurs. La ligne jaune continue correspond à la tendance entre les élasticités sectorielles et les professions nécessitant de nombreux contacts, non éligibles au télétravail pour l'ensemble des secteurs.

### L'impact des mesures d'endiguement a différé d'un pays à l'autre et a évolué au fil du temps, les agents économiques ayant appris à s'adapter aux restrictions.

Les élasticités variables dans le temps estimées reflètent cette évolution (cf. graphique D). Avec la propagation rapide de la pandémie, ces effets d'apprentissage ont eu très peu d'impact au premier semestre 2020, comme l'indique la forte augmentation de la sensibilité de l'activité dans un contexte de durcissement des restrictions. Cette évolution a été commune à la plupart des secteurs (cf. graphique D, partie a), en particulier les services récréatifs et l'industrie (manufacturière, construction et autres industries), et à la plupart des pays (cf. graphique D, partie b), en particulier l'Espagne. En revanche, ces effets d'apprentissage ont eu un effet significatif au second semestre 2020. Au troisième trimestre, les élasticités ont fortement augmenté tandis que les restrictions se sont assouplies, permettant un net rebond de l'activité. Le processus d'apprentissage s'est encore renforcé au quatrième trimestre, les élasticités enregistrant une nette

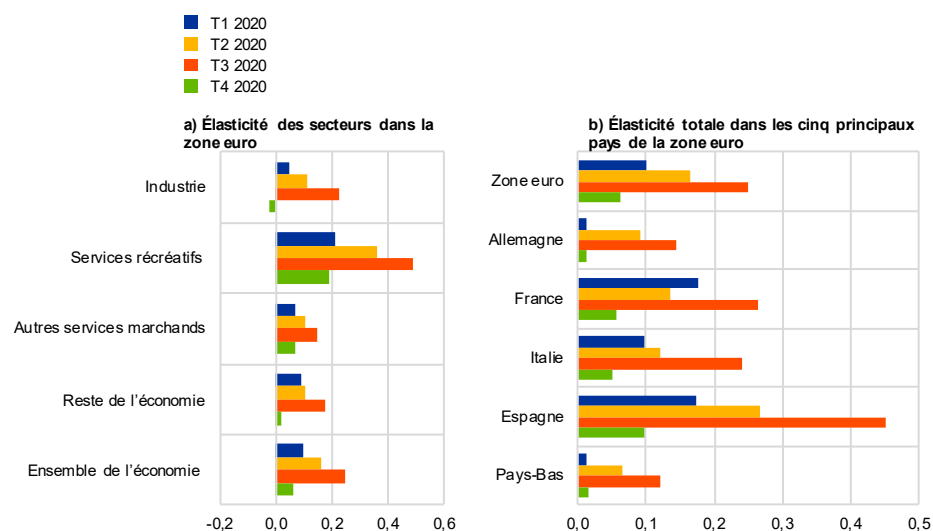
<sup>9</sup> L'agriculture est une profession non éligible au télétravail mais qui ne nécessite pas de nombreux contacts ; elle est donc considérée comme une exception dans la première corrélation.

diminution dans un contexte de nouveau durcissement des mesures, et cela a atténué la contraction économique. Cet effet a été relativement prononcé dans le secteur industriel ainsi qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. Bien que de nombreux éléments attestent de l'existence d'un apprentissage au fil du temps, le modèle ne peut pas déterminer si les principaux facteurs à l'origine de cette évolution ont été les mesures d'endiguement plus ciblées (ou localisées) prises par les autorités ou l'amélioration des réactions comportementales des ménages et des entreprises <sup>10</sup>. Dans l'ensemble, même si les niveaux d'endiguement ont été largement comparables, les pertes économiques plus faibles en Allemagne et aux Pays-Bas ont impliqué des élasticités estimées relativement faibles, tandis que les pertes plus élevées en Espagne ont impliqué des élasticités plus fortes. Les résultats suggèrent également que l'impact économique négatif moyen des mesures d'endiguement prises en France et en Italie en 2020 a été globalement comparable à l'impact estimé pour la zone euro dans son ensemble.

### Chart D

#### Élasticités estimées au fil du temps dans la zone euro

(impact d'une baisse d'un point de l'indice OSI sur la croissance trimestrielle de la valeur ajoutée brute réelle, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Hale (T.) *et al.*, *op. cit.*, calculs des services de l'Eurosystème et de la BCE.

Note : Ensemble de l'économie correspond au PIB en volume.

**La reprise de l'activité économique devrait rester hétérogène entre les différents secteurs durant le premier semestre 2021, modifiant la composition de l'activité.** Le modèle VAR transsectoriel peut être utilisé pour ventiler le profil de croissance du PIB en volume établi par les projections macroéconomiques de mars 2021 réalisées par les services de la BCE en profils d'évolution de la valeur ajoutée brute réelle spécifique à chaque secteur (cf. graphique E). Ces profils reflètent les interactions transsectorielles historiques et les élasticités estimées, les hypothèses relatives à la demande étrangère et aux restrictions liées à la pandémie,

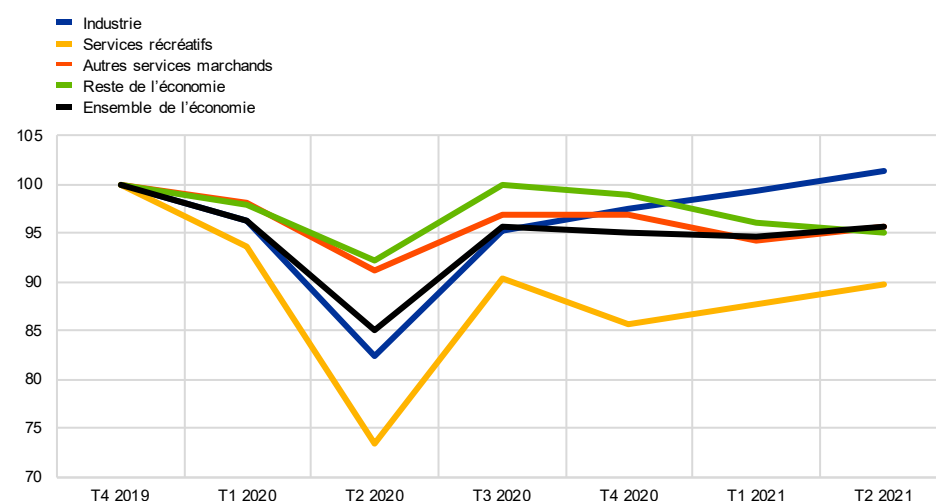
<sup>10</sup> Les réactions comportementales recouvrent les pratiques visant à réduire le plus possible les perturbations de l'activité. Ces perturbations peuvent être causées, entre autres, par une distanciation sociale volontaire face à l'augmentation des infections et par des retards dans la vaccination. Cf. également le chapitre 2 des « [Perspectives de l'économie mondiale](#) », Fonds monétaire international, octobre 2020.

ainsi que les hypothèses relatives à l'impact des mesures d'endiguement dans le futur. D'après ces résultats, les services récréatifs devraient être le secteur le plus affecté par la pandémie à court terme, avec un recul de 10 % environ d'ici la mi-2021 par rapport à leur niveau d'avant la crise. Les autres services marchands (non récréatifs) devraient rester inférieurs de 4 % environ à leur niveau d'avant la pandémie. En revanche, le secteur industriel devrait continuer d'afficher une bonne tenue durant la phase actuelle de la pandémie et dépasser de 1 % environ, d'ici le deuxième trimestre 2021, son niveau du quatrième trimestre 2019. Dans l'ensemble, ces extrapolations mécaniques tirées de modèles impliquent une poursuite de la réallocation de l'activité entre les différents services marchands, au détriment des secteurs nécessitant de nombreux contacts et au profit de ceux moins concernés par la distanciation et les mesures d'endiguement.

### Graphique E

#### Ventilation sectorielle du PIB en volume de la zone euro

(indice base 100 au T4 2019)



Sources : Eurostat, Hale (T.) *et al.*, *op. cit.*, calculs des services de l'Eurosystème et de la BCE.

Note : Les évolutions sectorielles résultant du modèle sont établies à partir des projections de mars 2021 relatives au PIB en volume et à la demande étrangère au premier et au deuxième trimestre 2021.

### En résumé, l'endiguement de la pandémie de COVID-19 a eu un impact économique hétérogène d'un secteur et d'un pays à l'autre, et au fil du temps.

Les mesures d'endiguement ciblées et les réactions comportementales des agents économiques ont contribué à limiter les coûts économiques des restrictions.

Pour l'avenir, la forte divergence de l'impact économique des mesures d'endiguement sur les différents secteurs devrait persister, au moins à court terme.



## Le rôle des marges bénéficiaires dans l'ajustement au choc de la COVID-19

Elke Hahn

**Les marges bénéficiaires font partie intégrante de la fixation des prix intérieurs et ont eu une incidence sur la réponse de l'inflation de la zone euro au choc lié au coronavirus (COVID-19).** La croissance du déflateur du PIB est restée solide au premier semestre 2020, malgré la forte baisse de l'activité économique. Le présent encadré montre que les évolutions des marges bénéficiaires en termes de bénéfices unitaires (excédent brut d'exploitation par unité de PIB) ont été exceptionnelles durant la crise, y compris par rapport aux récessions passées, et ont déterminé les évolutions de l'inflation fondées sur le déflateur du PIB. L'encadré analyse également en détail les sources possibles à l'origine de la réponse inhabituelle des marges bénéficiaires et étudie les évolutions d'indicateurs plus granulaires relatifs aux bénéfices dans les principaux secteurs institutionnels depuis le début de la crise.

**Les évolutions du déflateur du PIB et de ses composantes ont été exceptionnelles depuis le début de la crise de la COVID-19 (cf. graphique A).**

Malgré la récession, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB a atteint 2,3 % au deuxième trimestre 2020, après 1,8 % au premier trimestre, avant de baisser fortement pour s'établir à des taux proches de 1,0 % au cours des deux trimestres suivants. Il s'agit là de la variation la plus importante entre deux trimestres dans l'histoire de la série. Toutefois, plutôt que refléter de véritables évolutions des tensions d'origine interne sur les prix, la bosse observée sur le profil du déflateur du PIB semble refléter principalement des effets liés aux mesures statistiques <sup>1</sup>. Dans le même temps, les évolutions des composantes du déflateur du PIB ont également été nettement plus importantes que celles observées lors des crises passées. En particulier, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont affiché une nette hausse temporaire au deuxième trimestre, et les impôts unitaires moins les subventions sur la production ont apporté une contribution négative d'une ampleur sans précédent au déflateur du PIB. Ce dernier élément reflète les mesures d'aide gouvernementales mises en œuvre dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi, tandis qu'au

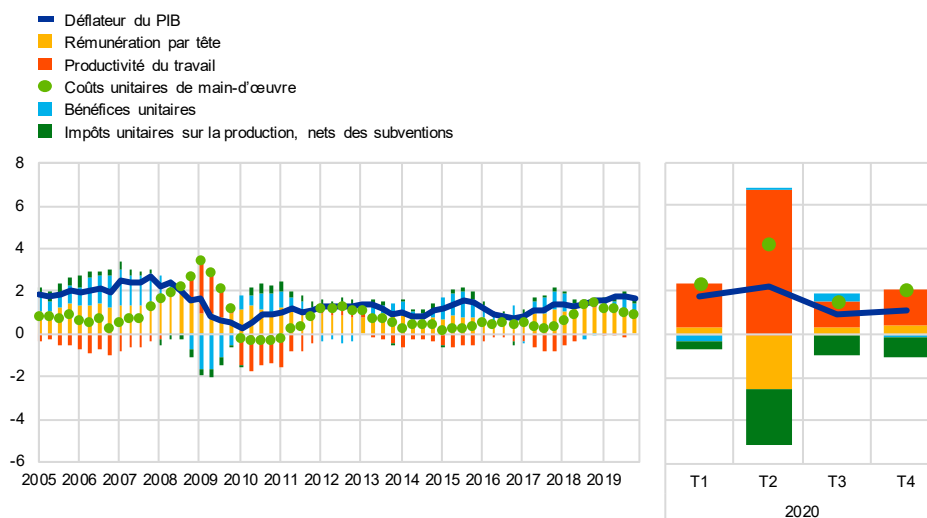
<sup>1</sup> Le déflateur implicite du PIB dans les comptes nationaux est obtenu en divisant le PIB nominal par le PIB en volume (volumes chaînés). Par conséquent, il peut être analysé selon l'approche dépense, revenu et production du PIB. La décomposition du déflateur du PIB selon l'approche production montre que la hausse du taux de croissance annuel du déflateur du PIB au deuxième trimestre 2020 s'explique en grande partie par le déflateur du secteur « administration publique, de la défense, de l'éducation, des activités liées à la santé humaine et à l'action sociale ». Le déflateur du secteur public a augmenté au deuxième trimestre, le PIB nominal n'ayant pas reculé autant que le PIB en volume. De nombreux instituts nationaux de statistique (INS) ont rencontré des difficultés pour mesurer le PIB non marchand en raison de la crise de la COVID-19, et Eurostat a été invité à fournir des orientations spécifiques dans ce domaine (cf. « *Guidance on non market output in the context of the COVID-19 crisis* », Eurostat, mai 2020). Selon ces lignes directrices, il n'est pas justifié de s'écarter de l'approche traditionnelle « cumul des coûts » pour le PIB à prix courants en raison d'évolutions temporaires de l'activité, et l'exigence légale du Système européen des comptes (SEC 2010) à cet égard doit continuer d'être respectée. Cela garantit également une approche harmonisée entre les États membres de l'UE. Le fait que, au niveau où il se situe actuellement, le déflateur du secteur public ait enregistré une évolution contre-intuitive au deuxième trimestre 2020 pourrait être dû en partie à l'insuffisance des informations accessibles aux INS à ce moment-là. Des révisions de ces résultats lors des prochaines publications des données de PIB et, un peu plus tard en 2021, lorsque les résultats annuels complets pour 2020 seront connus, ne peuvent être exclues.

troisième et au quatrième trimestre, le recours plus faible à ces dispositifs en raison du rebond de l'activité économique a entraîné une baisse significative de cette contribution <sup>2</sup>. Les dispositifs de maintien de l'emploi ont également eu une incidence notable sur les évolutions des marges bénéficiaires durant la crise, comme évoqué ci-après <sup>3</sup>.

## Graphique A

### Le déflateur du PIB et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Les bénéfices totaux ont fortement diminué durant la crise de la COVID-19, tant dans le secteur des sociétés non financières (SNF) que dans le secteur des ménages (cf. graphique B).** L'excédent brut d'exploitation des SNF et le revenu mixte brut des petites entreprises non constituées en sociétés figurant dans le secteur des ménages, qui représentent conjointement trois quarts environ des bénéfices de l'ensemble de l'économie, ont diminué sensiblement au deuxième trimestre 2020 et bien plus fortement que durant la grande crise financière <sup>4</sup>. Au troisième trimestre 2020, une part importante de la baisse des bénéfices enregistrée au trimestre précédent a été recouvrée. Cette évolution s'observe également pour la plupart des indicateurs de bénéfices plus spécifiques disponibles pour le secteur des SNF. Seuls les bénéfices nets non distribués, qui ont évolué de manière relativement favorable au cours des dernières années, se sont maintenus à un niveau plus modeste.

<sup>2</sup> L'enregistrement de ces mesures d'aide gouvernementales dans les comptes nationaux diffère d'un pays à l'autre de la zone euro en raison des modalités de fourniture de leur aide par les gouvernements nationaux. Dans certains pays, l'aide est fournie sous forme de subvention aux employeurs qui la répercutent à leurs employés sous forme de rémunération. Cela implique un effet modérateur sur la composante « impôts moins subventions sur la production » du déflateur du PIB et un effet haussier équivalent sur la rémunération par tête.

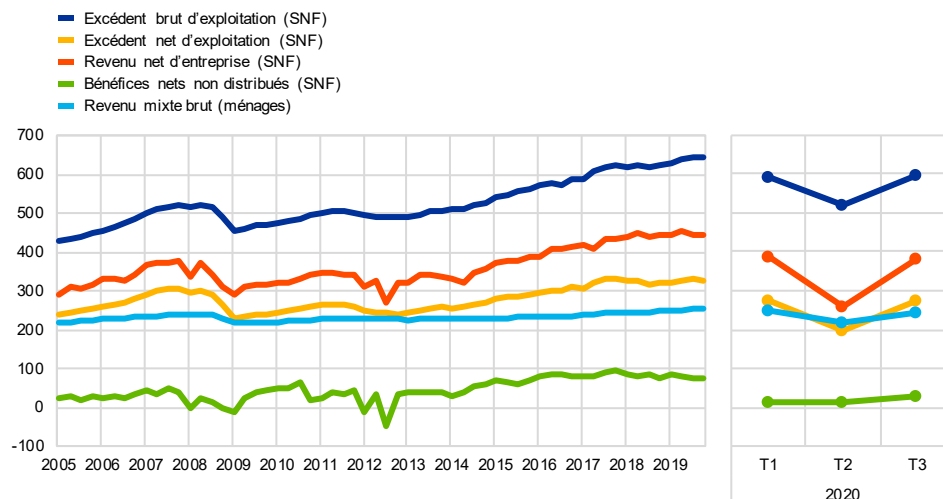
<sup>3</sup> Pour plus d'informations concernant les effets des dispositifs de maintien de l'emploi sur les salaires, cf. l'encadré intitulé « Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19 » dans l'article intitulé « [L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

<sup>4</sup> L'excédent brut d'exploitation du secteur des ménages n'est pas pris en compte ici dans la mesure où il se rapporte principalement aux activités des propriétaires-occupants.

## Graphique B

### Bénéfices dans le secteur des SNF et le secteur des ménages

(milliards d'euros)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de l'auteur.

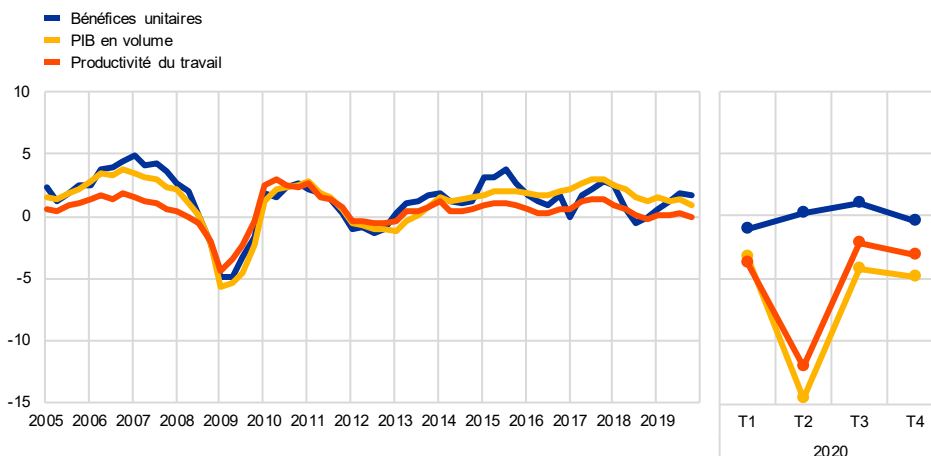
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2020.

**En dépit de la baisse globale des bénéfices, les bénéfices unitaires ont affiché une bonne tenue au regard de la profondeur de la récession.** Les évolutions des bénéfices unitaires sont très cycliques et ont tendance à être fortement corrélées avec des indicateurs conjoncturels tels que le PIB et la productivité du travail (cf. graphique C). Toutefois, au deuxième trimestre 2020, la corrélation cyclique habituelle des bénéfices unitaires avec l'activité économique réelle s'est interrompue. Cela apparaît clairement lorsqu'une comparaison est réalisée avec les évolutions observées pendant et après la grande crise financière. Au deuxième trimestre 2020, les bénéfices unitaires ont été faibles, mais ont résisté nettement mieux que ne le suggère la corrélation cyclique habituelle, apportant même une contribution légèrement positive au déflateur du PIB, en dépit de la forte baisse du PIB. Au troisième et au quatrième trimestre 2020, les bénéfices unitaires sont demeurés faibles et déconnectés de la forte reprise conjoncturelle, mais ils sont restés plus élevés que ne l'impliquait la situation conjoncturelle reflétée, par exemple, par les évolutions du PIB. Même si les effets liés aux mesures statistiques ont probablement joué un rôle dans l'évolution des bénéfices unitaires, ils ne peuvent expliquer la bonne tenue qui a été observée.

## Graphique C

### Bénéfices unitaires, PIB en volume et productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Selon des données empiriques reposant sur les récessions passées, les bénéfices unitaires présentent des non-linéarités et des ajustements conjoncturels relativement plus modérés lors des périodes de récession que lors des périodes d'expansion (cf. graphique D) <sup>5</sup>.** Les résultats d'un modèle autorégressif à seuils indiquent qu'un choc de demande a un effet proportionnellement plus faible sur l'inflation en période de récession qu'en période d'expansion en raison d'une réponse plus modérée des bénéfices unitaires, et ce comportement semble également avoir existé durant la crise de la COVID-19 <sup>6</sup>. La non-linéarité estimée de la réponse des bénéfices unitaires permet également d'expliquer pourquoi l'inflation a eu tendance à reculer plus faiblement lors des récessions passées que ne l'indiquent les modèles linéaires, un comportement qualifié de « désinflation manquante ». Néanmoins, la bonne tenue des marges bénéficiaires durant la crise de la COVID-19 est exceptionnelle, même en comparaison des récessions passées.

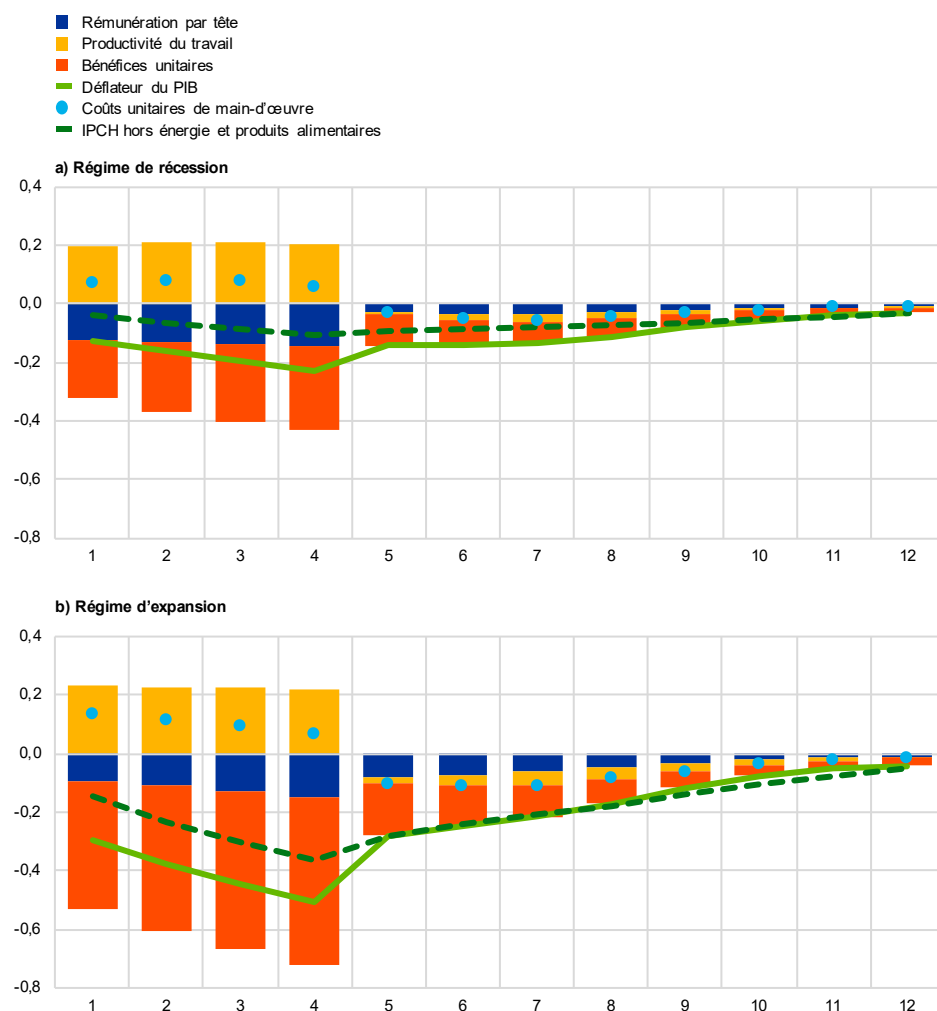
<sup>5</sup> Cf. Hahn (E.), « *The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?* », *Working Paper Series*, n° 2485, BCE, octobre 2020.

<sup>6</sup> En ce qui concerne les chocs d'offre, l'analyse empirique ne montre aucun comportement non linéaire entre les périodes de récession et les périodes d'expansion.

## Graphique D

Réponse du déflateur du PIB et de ses composantes ainsi que de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires aux chocs de demande défavorables en période de récession et d'expansion

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



Source : Hahn (E.) (2020).

Notes : L'axe des abscisses fait référence à l'horizon des réponses impulsionnelles en trimestres. L'ampleur du choc de demande correspond à une baisse de 1 % du PIB en volume au cours de la première année. On suppose que les impôts indirects nets des subventions réagissent de façon proportionnelle au PIB en volume, si bien que cette composante ne contribue pas aux variations du déflateur du PIB.

**Les dispositifs de maintien de l'emploi ont joué un rôle important dans la bonne tenue des bénéfices unitaires durant la crise de la COVID-19 <sup>7</sup>.** Durant les premières phases d'une récession, les entreprises s'efforcent généralement de garder leurs salariés, même au prix d'une diminution de leurs marges bénéficiaires. Cette pression à la baisse sur les marges bénéficiaires peut être atténuée par les dispositifs publics de soutien aux salaires. Ces dispositifs ont été beaucoup plus fréquents durant la crise de la COVID-19 que lors de précédentes récessions, et cela explique

<sup>7</sup> Pour plus d'informations sur les dispositifs de maintien de l'emploi, cf. l'article intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

probablement la bonne tenue des marges bénéficiaires durant la crise actuelle par rapport aux récessions passées.

**En conclusion, bien que les bénéfices aient reculé plus fortement durant la crise de la COVID-19 que lors des récessions antérieures, ils ont affiché un degré élevé de résilience par rapport à l'activité. Cela a contribué à atténuer les tensions à la baisse sur l'inflation au cours de cette période.** La très bonne tenue des marges bénéficiaires durant cette crise reflète probablement la résistance habituelle des marges bénéficiaires en période de récession ainsi que l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi. Étant donné que les dispositifs de maintien de l'emploi resteront probablement en vigueur tant que la crise de la COVID-19 persistera, les marges bénéficiaires devraient continuer de résister relativement bien compte tenu de l'évolution de l'activité.

## Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation

Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvavas, Mario Porqueddu et Riccardo Trezzi

**La pandémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures de confinement qui en ont résulté ont déclenché des modifications exceptionnelles des profils de consommation depuis début 2020.** Les ménages ont augmenté la part de leurs dépenses relatives dans certaines composantes du panier de l'IPCH au détriment de certaines autres. Cet encadré examine ces évolutions de la consommation et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation.

**Les pondérations de l'IPCH pour 2021 ont été actualisées à l'aide de données qui reflètent également les dépenses de consommation des ménages pour 2020** <sup>1</sup>. L'IPCH est fondé sur une approche à panier fixe selon laquelle les pondérations sont actualisées au début de chaque année en vue de refléter la consommation des ménages de l'année précédente. Ces pondérations sont fixes jusqu'en décembre de chaque année <sup>2</sup>. Comme les profils de consommation des ménages ont tendance à évoluer de manière progressive, utiliser les parts de consommation de l'année antérieure (au lieu de celles de l'année en cours) pour calculer l'inflation a généralement peu d'incidence. Toutefois, s'agissant de la période de COVID-19, cela signifie que les pondérations de l'IPCH utilisées pour calculer l'inflation annuelle pour 2020 n'ont pas dûment reflété les modifications importantes des dépenses des consommateurs déclenchées par la pandémie. Les variations significatives de la consommation des ménages observées en 2020 se reflètent par conséquent aujourd'hui dans les dernières pondérations de l'IPCH utilisées pour calculer les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH pour 2021 <sup>3</sup>.

**Les dernières pondérations de l'IPCH annuel, qui ont été introduites début 2021, montrent d'importants transferts entre les différentes rubriques.**

Le graphique A présente les valeurs des pondérations de l'IPCH utilisées pour calculer l'inflation en 2020 et 2021 par agrégat spécifique ainsi que leur distribution historique sur la période 2012-2019 (les « boîtes à moustaches » grises). Les plus fortes baisses de pondération concernent les services, en particulier les loisirs et les transports, tandis que la pondération des produits alimentaires et des services de

<sup>1</sup> Pour plus d'informations, cf. la [methodological note](#) d'Eurostat. Ces lignes directrices ont été suivies de manière hétérogène par les instituts nationaux de statistiques.

<sup>2</sup> L'IPCH est un indice de type Laspeyres obtenu par chaînage annuel d'indices sur 13 mois (de décembre à décembre). Pour chaque année, décembre est le mois de référence pour lequel le nouveau et l'ancien panier de produits sont valorisés et les indices, alignés en conséquence. Pour plus de détails, cf. le [HICP Methodological Manual](#) d'Eurostat et les exigences juridiques décrites dans l'Article 3 du [règlement d'exécution de l'IPCH](#).

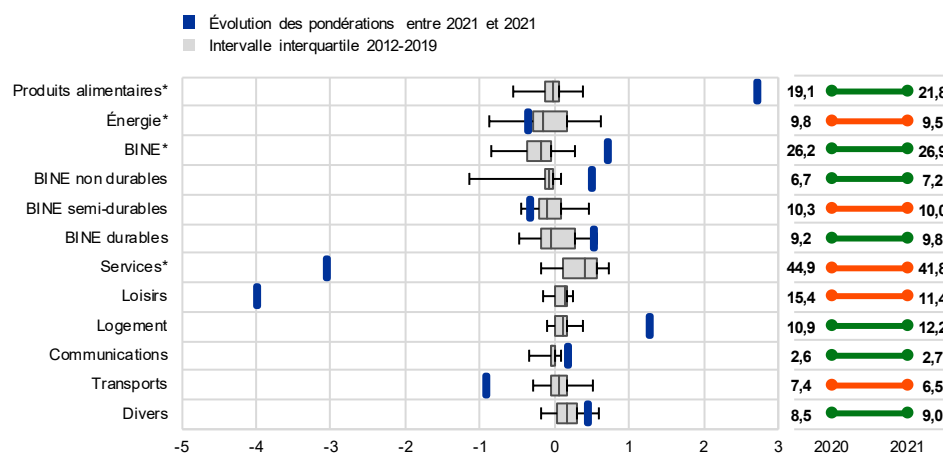
<sup>3</sup> Pour les analyses antérieures de la BCE sur ce sujet, cf. « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020, et « [La mesure de l'inflation en période de crise économique](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

logement a enregistré la plus forte hausse <sup>4</sup>. L'ampleur des variations peut être mieux comprise en examinant la distribution des évolutions historiques (cf. partie gauche du graphique A). Pour certaines rubriques, ces évolutions sont sans précédent. Presque toutes les composantes affichent pour 2021 une évolution bien en dehors de l'intervalle de 75 % des évolutions historiques et de nombreuses évolutions se situent nettement en dehors de la limite historique. Par exemple, l'évolution de la pondération des loisirs s'est établie à environ 20 écarts types de la distribution historique.

## Graphique A

### Pondérations de l'IPCH : Distribution des niveaux et des évolutions historiques

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente les pondérations de l'IPCH pour 2020 et 2021 (échelle de droite). Une ligne verte/rouge indique que la pondération a augmenté/diminué. Le graphique présente également les variations des pondérations (traits verticaux bleus dans la partie gauche) et leur distribution historique (boîtes à moustaches grises dans la partie gauche). Les rubriques marquées d'un « \* » correspondent aux principaux agrégats spécifiques. Les catégories non marquées sont des sous-agrégats, qui sont inclus dans les agrégats principaux. Les « boîtes à moustaches » présentent la médiane, le 25<sup>e</sup> percentile, le 75<sup>e</sup> percentile, le minimum et le maximum de la distribution historique. « BINE » signifie « biens industriels non énergétiques ». Les fourchettes historiques sont fondées sur l'échantillon allant de 2012 (la première année pour laquelle les pondérations de l'IPCH annuel sont disponibles) à 2019.

### L'évolution des pondérations a eu un effet haussier sur l'inflation mesurée par l'IPCH en janvier 2021.

Le graphique B présente l'évolution de la pondération des dépenses et la variation correspondante du taux d'inflation par catégories de dépenses granulaires <sup>5</sup>. La taille des bulles reflète la pondération des dépenses pour l'IPCH pour 2021. Les composantes qui enregistrent la plus forte baisse de leur part de consommation affichent, en moyenne, la baisse la plus nette de l'inflation <sup>6</sup>. Intuitivement, avec la modification des pondérations pour 2021, l'IPCH attribue actuellement une pondération plus élevée aux rubriques dont le taux d'inflation est supérieur à la moyenne et une pondération moins élevée aux composantes dont le taux d'inflation est inférieur à la moyenne. Par conséquent, l'évolution des

<sup>4</sup> Les pondérations des dépenses pour l'IPCH sont des pondérations relatives. Par conséquent, la pondération d'une composante augmente non seulement si les dépenses pour cette composante augmentent plus que les dépenses totales (comme pour les produits alimentaires en 2020), mais également si les dépenses demeurent globalement inchangées et que les ménages réduisent leurs dépenses totales (comme pour les services de logement en 2020).

<sup>5</sup> Le graphique B présente les éléments de l'IPCH au niveau d'agrégation COICOP à 4 chiffres. COICOP signifie classification de consommation individuelle par fonction des ménages (*classification of individual consumption according to purpose*). L'IPCH utilise le système de classification COICOP, pour plus de détails cf. le [HICP Methodological Manual d'Eurostat](#).

<sup>6</sup> Considérer le taux d'inflation annuel en janvier 2021 plutôt que la variation des taux d'inflation annuels entre janvier 2020 et janvier 2021 donne des résultats très comparables.

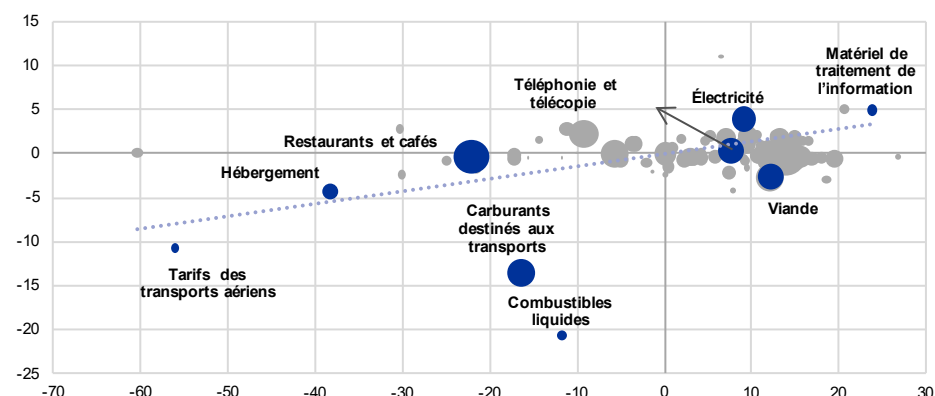


pondérations se traduit par un taux d'inflation agrégé supérieur à ce qu'il aurait été sans modification des parts de la consommation.

## Graphique B

### Évolution des pondérations de l'IPCH et de l'inflation mesurée par l'IPCH par catégories de dépenses granulaires

(axe des abscisses : variation en pourcentage des pondérations de l'IPCH entre 2020 et 2021 ; axe des ordonnées : variation des taux d'inflation annuels entre janvier 2020 et janvier 2021).



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente la corrélation entre la variation des pondérations de l'IPCH (axe des abscisses) et la variation du taux de l'inflation mesurée par l'IPCH en glissement annuel (axe des ordonnées). Chaque bulle représente une composante de l'IPCH au niveau d'agrégation COICOP-4. La taille des bulles dépend des pondérations de l'IPCH pour 2021. Les bulles bleues indiquent les composantes sélectionnées. La droite bleue en pointillés correspond à l'ajustement linéaire des données.

**Un exercice contrefactuel peut permettre de quantifier l'effet haussier de l'évolution des pondérations sur le taux d'inflation mesuré par l'IPCH pour janvier 2021.** Sur la base des taux de l'inflation mesurée par l'IPCH publiés pour janvier 2021, nous avons construit un indice IPCH contrefactuel à l'aide des pondérations pour 2020 plutôt que pour 2021 (cf. graphique C) <sup>7</sup>. La différence entre les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH publiés (barres bleues) et nos taux d'inflation contrefactuels (barres jaunes) dans la partie supérieure du graphique C reflète l'impact des nouvelles pondérations sur l'inflation agrégée. L'inflation totale est supérieure d'environ 0,3 point de pourcentage au taux d'inflation contrefactuel. Le taux de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est supérieur d'environ 0,4 point de pourcentage, l'impact des pondérations sur la variation des prix des produits alimentaires et de l'énergie étant limité. Néanmoins, comme le montre la partie inférieure du graphique C, l'effet s'est révélé hétérogène d'un pays à l'autre <sup>8</sup>.

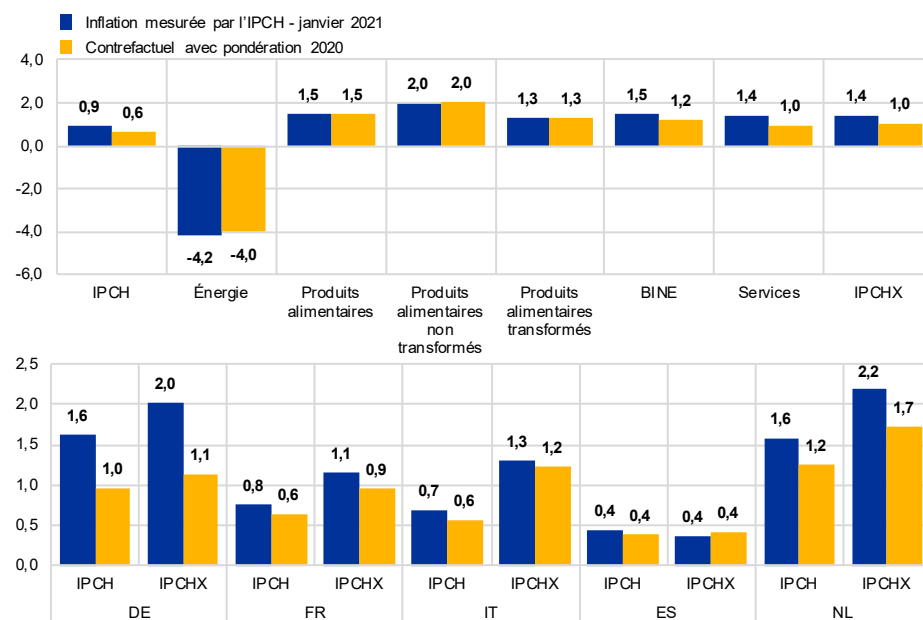
<sup>7</sup> Afin de reproduire avec exactitude la méthodologie de l'IPCH, nous utilisons pour notre exercice contrefactuel des données à un niveau d'agrégation COICOP à 5 chiffres.

<sup>8</sup> Les différences en matière d'effet pondération entre les différents pays peuvent résulter de deux facteurs. Premièrement, l'ampleur de la variation des pondérations des rubriques à l'échelle du pays. Les différences observées entre pays en matière d'évolution des pondérations peuvent refléter des évolutions différentes des profils de consommation, mais aussi la procédure d'actualisation des pondérations utilisée par les instituts nationaux de statistiques et dans quelle mesure elle est dûment reflétée dans les profils de consommation pour 2020. Deuxièmement, les différences entre pays peuvent également refléter des différences de taux d'inflation au niveau des rubriques, tout en interagissant avec les évolutions des pondérations.

## Graphique C

### Taux d'inflation mesurés par l'IPCH en glissement annuel publiés et taux d'inflation contrefactuels

(en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente le taux d'inflation mesuré par l'IPCH en glissement annuel pour janvier 2021 (barres bleues) et les taux contrefactuels construits à l'aide des pondérations pour 2020 (barres jaunes). « BINE » signifie « biens industriels non énergétiques ». IPCHX signifie « IPCH hors énergie et produits alimentaires ».

**L'évolution des pondérations continuera d'affecter les taux d'inflation mesurés par l'IPCH tout au long de 2021.** L'ampleur et le signe de l'impact de la pondération sur l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH pourraient évoluer au cours des prochains mois. Même si, en janvier 2021, les pondérations des rubriques affichant des taux d'inflation supérieurs à la moyenne ont été augmentées, les taux d'inflation de ces rubriques pourraient ne pas rester supérieurs à la moyenne au cours de l'année. Dans la mesure où la variation des prix dans les rubriques individuelles évolue d'un mois sur l'autre, l'effet pondération qui s'exerce sur l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH évolue en conséquence. La nature chaînée de l'IPCH est susceptible d'amplifier ces effets<sup>9</sup>. Les indices chaînés à un niveau faible (élevé) de l'indice impliquent que même lorsque les pondérations et les prix renouent avec leurs niveaux d'avant la pandémie, les indices eux-mêmes pourraient ne pas pleinement retrouver leurs niveaux antérieurs. C'est par exemple le cas du sous-indice carburants destinés aux transports, qui s'est établi à un niveau faible lorsque les indices étaient chaînés (décembre 2020). Parallèlement, la pondération a été réduite, minimisant ainsi les futures contributions de cette composante à l'indice relatif à l'énergie. Dès lors, l'indice

<sup>9</sup> Le chaînage est une conséquence méthodologique d'un indice de prix dont les pondérations sont régulièrement mises à jour. Comme expliqué dans « [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#) » « Généralement, la valeur de la période de référence – mois ou année – affecte une série chronologique chaînée à partir du moment où l'indice récent est chaîné à cette valeur. Les séries d'indices chaînés sont dépendantes de la trajectoire (« *path-dependent* »), c'est-à-dire qu'elles sont affectées par les valeurs de chaque période de référence, qui exercent un impact permanent sur la série chronologique. », *Statistics Paper Series*, BCE, février 2021.

relatif à l'énergie pourrait ne pas retrouver pleinement ses niveaux antérieurs et ce, même si les prix et les pondérations renouent avec leurs niveaux antérieurs.

**Les pondérations de l'IPCH devraient continuer à affecter la mesure de l'inflation plus fortement que d'habitude au cours des prochaines années.**

La pandémie a déclenché des évolutions importantes des profils de dépenses des ménages en 2020 et ces évolutions se reflètent désormais dans les pondérations de l'IPCH pour 2021 et, par conséquent, dans l'inflation mesurée pour l'année 2021.

À plus long terme, les pondérations des catégories du panier de l'IPCH pourraient à nouveau évoluer de façon significative en 2022, selon que les profils de dépenses se seront ou non (ré)ajustés, et de quelle manière, à la lumière de la reprise économique attendue et des futures évolutions de la pandémie de COVID-19.

## Vers une mise en œuvre effective du plan de relance de l'UE

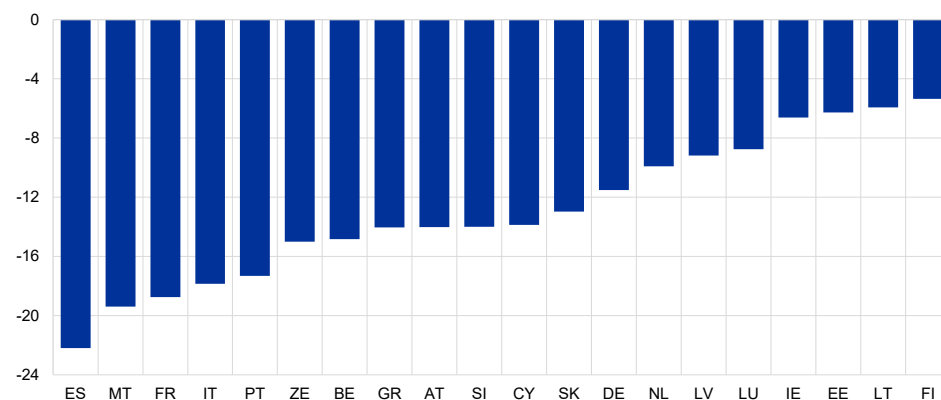
Nico Zorell et Sander Tordoir

**Si la pandémie de coronavirus (COVID-19) constitue un choc commun, qui affecte tous les pays de la zone euro, ses conséquences économiques ne sont pas uniformes.** La chute du PIB en volume entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2020, qui correspond à l'écart entre le point haut et le point bas dans la plupart des pays, a été comprise entre 5 % et 22 % dans les différents États membres de la zone euro (cf. graphique A) <sup>1</sup>. Les répercussions hétérogènes du choc provoqué par la COVID-19 sont le reflet de différences entre les pays aux niveaux de la dynamique de santé publique et des mesures de restriction, mais aussi de facteurs économiques tels que la spécialisation sectorielle de l'économie, la résilience des marchés du travail et des produits, ainsi que le niveau variable des marges budgétaires <sup>2</sup>. Selon les projections d'institutions européennes et internationales, il existe un risque que des différentiels de croissance perdurent pendant la phase de reprise et entravent la convergence des revenus dans la zone euro à moyen terme.

### Graphique A

Variation du PIB en volume entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2020

(en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : ZE signifie « zone euro ».

**L'instrument *Next Generation EU* (NGEU) de l'Union européenne, qui est entré en vigueur le 19 février 2021, a ouvert un nouveau chapitre dans la réaction**

<sup>1</sup> Une hétérogénéité similaire peut être observée dans la réaction de l'emploi au choc de la COVID-19. Cf. l'article intitulé « [L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

<sup>2</sup> La crise de la COVID-19 a également aggravé les vulnérabilités macroéconomiques dans les pays de la zone euro, comme l'a indiqué la Commission européenne dans son dernier *rapport sur le mécanisme d'alerte*. Celui-ci souligne en particulier l'alourdissement des dettes publique et privée, les perspectives de croissance moroses et les faiblesses du secteur des entreprises. Cf. Commission européenne, « [Rapport 2021 sur le mécanisme d'alerte](#) », novembre 2020.

**politique de l'Europe à la pandémie de COVID-19** <sup>3</sup>. Le principal objectif de cet instrument est de soutenir la reprise et de poser les bases d'une économie européenne plus verte, plus numérique et plus résiliente. À cette fin, la Commission européenne a été autorisée à lever jusqu'à 750 milliards d'euros (environ 5 % du PIB de l'UE) sur les marchés des capitaux pour le compte de l'UE. Les fonds pourront être utilisés pour octroyer aux États membres de l'UE des subventions jusqu'à 390 milliards d'euros et des prêts jusqu'à 360 milliards d'euros, qui seront versés d'ici fin 2026. Avec une enveloppe de 672,5 milliards d'euros, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) est au cœur du fonds NGEU. La clé de répartition de la FRR garantit un soutien budgétaire plus important aux pays qui sont plus vulnérables à la crise de la COVID-19 et qui ont été plus affectés par celle-ci. Afin de recevoir un soutien, les États membres doivent établir des plans pour la reprise et la résilience détaillant un calendrier d'investissements et de réformes qui réponde aux recommandations par pays émises dans le cadre du Semestre européen <sup>4</sup>. Les objectifs climatiques et liés à la numérisation doivent y figurer en bonne place. Au moins 37 % des dépenses envisagées par les États membres doivent contribuer aux objectifs climatiques et au moins 20 % du total des investissements doivent soutenir la transformation numérique. Les fonds de la FRR seront versés par tranches lorsque les conditions préalables et les objectifs identifiés dans les plans approuvés auront été remplis.

**S'il est mis en œuvre de manière efficace, le plan de relance a le potentiel pour contribuer à une reprise économique plus rapide, plus forte et plus uniforme, tout en promouvant la résilience et le potentiel de croissance de l'économie de la zone euro.** L'instrument de relance devrait considérablement stimuler la demande, en particulier dans les pays qui sont de grands bénéficiaires nets des fonds. Le fait que 13 % des fonds soient payés sous la forme d'avances souligne l'importance que les décideurs européens attachent à cet effet de stabilisation. À moyen terme, les projets d'investissements et de réformes financés par le NGEU pourraient soutenir la résilience, le potentiel de croissance et la convergence de l'économie de la zone euro. Le plan de relance pourrait dès lors contribuer à ce que les politiques monétaire, budgétaire et structurelle, fussent-elles mises en œuvre de manière indépendante dans la zone euro, se renforcent mutuellement. En atténuant les conséquences hétérogènes de la pandémie de COVID-19, le plan de relance pourrait aussi améliorer l'efficacité de la politique monétaire dans la zone euro.

**L'efficacité du plan de relance dépendra de la mesure dans laquelle les investissements et les réformes s'équilibrent adéquatement et se renforcent mutuellement.** À cet égard, il est primordial d'examiner minutieusement les plans nationaux pour la reprise et la résilience afin de vérifier qu'ils respectent pleinement les critères d'évaluation définis dans la réglementation pertinente de l'UE. Les recommandations par pays formulées dans le cadre du Semestre européen, de même que la législation de l'UE dans les domaines du climat et de la numérisation,

<sup>3</sup> Pour plus d'informations concernant la gouvernance du NGEU et ses aspects budgétaires, cf. l'encadré intitulé « [Les implications budgétaires du plan de relance de l'UE](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

<sup>4</sup> Le Semestre européen fournit un cadre pour la coordination des politiques économiques dans l'Union européenne. Pour de plus amples détails, cf. « [The European Semester in your country](#) ».

comme la taxinomie de l'UE sur les activités durables <sup>5</sup>, peuvent fournir des indications utiles pour les priorités en matière d'investissements et de réformes. Les objectifs minimaux concernant l'affectation des dépenses financées par la FRR au climat et à la numérisation, conjugués à l'exigence de financer des investissements supplémentaires grâce à ces dépenses, sont susceptibles de relever les niveaux d'ambition. De manière générale, plus le NGEU sera axé sur des investissements productifs plutôt que sur des dépenses courantes, plus son incidence potentielle sur la croissance à long terme pourra être grande <sup>6</sup>. Les subventions octroyées dans le cadre du NGEU avoisineront 1 % du PIB par an en moyenne. À titre de comparaison, les investissements publics se montaient à 3 % du PIB de la zone euro en 2019. Le potentiel de croissance, la convergence et la résilience peuvent encore être renforcés par des réformes ambitieuses et ciblées dans le cadre des plans nationaux pour la reprise et la résilience. Il est largement démontré que les différentiels de croissance à moyen terme entre les pays de la zone euro sont en partie attribuables à des différences au niveau des structures économiques et des institutions <sup>7</sup>. En outre, les pays présentant des faiblesses dans ce domaine peuvent subir des pertes de production jusqu'à deux fois supérieures à celles des pays les plus performants en cas de choc commun <sup>8</sup>. Le volet de réforme de la FRR peut donc contribuer à générer un dividende à long terme sur le plan de la croissance et de la résilience aux chocs. Des plans dotés de piliers d'investissements et de réformes cohérents et ambitieux peuvent se révéler plus efficaces que la somme de leurs parties. Les effets sur la croissance induits par les investissements publics supplémentaires pourraient contribuer à compenser les éventuels coûts macroéconomiques à court terme liés à certaines réformes structurelles <sup>9</sup>. Dans le même temps, des réformes structurelles bien ciblées seraient à même de réduire les goulets d'étranglement administratifs affectant les investissements publics et de contribuer à stimuler les investissements privés, renforçant ainsi l'incidence de l'instrument NGEU <sup>10</sup>.

**Afin de garantir une absorption rapide et efficace des fonds de relance en vue de dépenses publiques productives, une attention particulière devrait être accordée au renforcement de la capacité administrative, ainsi qu'à la réduction des goulets d'étranglement dans la mise en œuvre.** La Commission européenne prévoit qu'environ 20 % de l'ensemble des fonds NGEU seront versés en 2021 et 2022, et le reste d'ici fin 2026. Le rythme envisagé pour le versement des fonds NGEU est sensiblement plus rapide que celui observé pour les fonds structurels dans le

<sup>5</sup> Cf. le [règlement \(UE\) 2020/852](#) du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables.

<sup>6</sup> Cf. Bańkowski (K.), Ferdinandusse (M.), Hauptmeier (S.), Jacquinet (P.) et Valenta (V.), « *The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 255, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2021.

<sup>7</sup> Cf. Masuch (K.), Moshhammer (E.) et Pierluigi (B.), « *Institutions, public debt and growth in Europe* », *Working Paper Series*, n° 1963, BCE, septembre 2016.

<sup>8</sup> Cf. Sondermann (D.), « *Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures* », *Working Paper Series*, n° 1984, BCE, novembre 2016. De même, les pays de la zone euro affichant des vulnérabilités macroéconomiques préexistantes sont plus susceptibles d'enregistrer de nets ralentissements économiques en cas de choc. Cf. Sondermann (D.) et Zorell (N.), « *A macroeconomic vulnerability model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2306, BCE, août 2019.

<sup>9</sup> L'établissement d'un ordre de priorité et un séquençage prudent des investissements ainsi que des réformes sont essentiels à cet égard.

<sup>10</sup> Cf. Consolo (A.), Langiulli (M.) et Sondermann (D.), « *Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang* », *Applied Economics Letters*, Vol. 26(7), 2019.

budget ordinaire de l'UE. Le cycle du Cadre financier pluriannuel (CFP) de l'UE s'étend sur sept ans, bien que le versement effectif puisse s'effectuer avec une période de grâce de quelques années durant la période suivante <sup>11</sup>. Cependant, durant les deux derniers cycles du CFP, moins de 50 % des fonds structurels de l'UE destinés à des pays de la zone euro ont été versés sur un horizon temporel comparable à celui des fonds NGEU, c'est-à-dire sur six ans (graphique B). La vitesse d'absorption a aussi considérablement varié d'un pays de la zone euro à l'autre. En mobilisant des ressources administratives, la pandémie actuelle de COVID-19 pourrait rendre l'absorption des fonds encore plus complexe. Il reste à savoir si la dépendance de la FRR vis-à-vis des organes administratifs nationaux plutôt que régionaux, ses vastes priorités politiques, ainsi que l'absence d'exigences de cofinancement faciliteront une absorption plus rapide des fonds que les projets budgétaires habituels de l'UE. La vitesse d'absorption représente néanmoins une estimation imparfaite de l'efficacité et de l'efficacité d'utilisation des fonds de l'UE. Comme le mentionne la Cour des comptes européenne, la précipitation en vue d'absorber des fonds de l'UE vers la fin d'un cycle budgétaire de l'UE peut conduire à des dépenses inutiles <sup>12</sup>. Cela donne à penser que la qualité et la capacité des administrations publiques joueront vraisemblablement un rôle décisif dans l'utilisation réussie des fonds NGEU et qu'elles pourraient constituer un domaine prometteur de réformes. S'il peut s'écouler un certain temps avant que les réformes visant à accroître les capacités du secteur public ne déploient leur plein potentiel, une utilisation efficace de l'instrument d'appui technique (*Technical Support Instrument*, TSI) de la Commission européenne pourrait alléger les contraintes de capacités nationales, en particulier à court terme <sup>13</sup>. Cet instrument peut aider les États membres à gérer le cycle de vie des projets d'investissements et de réformes, en renforçant leur capacité de les préparer, de les mettre en œuvre, de les contrôler et de les évaluer. De même, en établissant une infrastructure juridique claire et harmonisée, la législation de l'UE peut faciliter et accélérer la mise en œuvre.

<sup>11</sup> Pour le CFP 2014-2020, cette période de grâce a duré trois ans, alors qu'elle n'est que de deux ans pour les CFP 2007-2013 et 2021-2027.

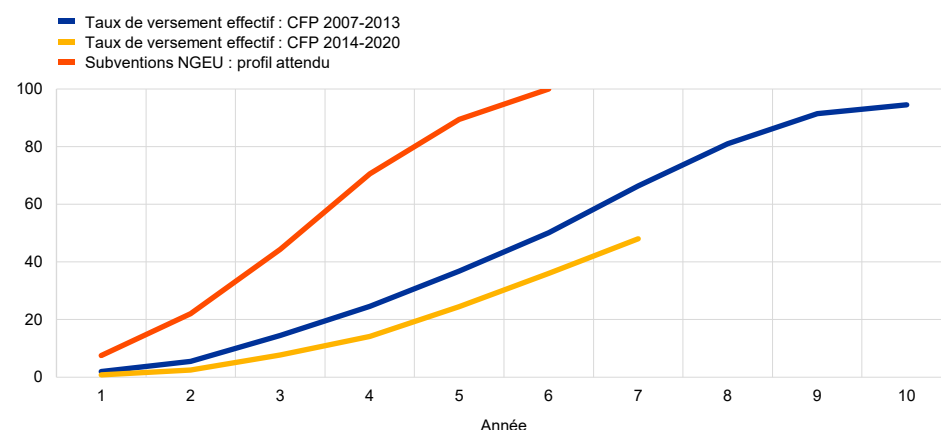
<sup>12</sup> Cf. Cour des comptes européenne, « [Les actions engagées par la Commission et les États membres dans les dernières années des programmes de la période 2007-2013 visaient bien à améliorer l'absorption, mais n'étaient pas suffisamment centrées sur les résultats](#) », *Rapport spécial*, n° 17, 2018.

<sup>13</sup> Un objectif essentiel du TSI est de soutenir les États membres dans la préparation et la mise en œuvre de leurs plans pour la reprise et la résilience, en fournissant par exemple une expertise, des ressources humaines et des formations. Cet instrument est doté d'un budget de 864 millions d'euros pour la période budgétaire actuelle de l'UE.

## Graphique B

### Taux de versement historiques des fonds structurels de l'UE et taux de versement envisagés des fonds NGEU

(en pourcentage)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE basés sur Darvas (Z.), « *Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?* », *Bruegel Blog*, 24 septembre 2020.

Notes : L'année 1 est la première année de chaque programme, à savoir 2007 pour le CFP 2007-2013, 2014 pour le CFP 2014-2020 et 2021 pour les fonds NGEU. Le CFP 2007-2013 couvre le Fonds de cohésion, le Fonds européen de développement régional et le Fonds social européen, ce dernier étant exclu du CFP 2014-2020. Le taux de versement des CFP est la part du montant global alloué à un État membre dans le budget de l'UE qui a été versée par la Commission. Les calculs liés aux CFP couvrent uniquement les pays de la zone euro (moyenne non pondérée). Le profil d'évolution du NGEU présente les versements attendus par la Commission européenne.

**Des systèmes de contrôle et d'audit nationaux adéquats pourraient également jouer un rôle essentiel pour garantir une mise en œuvre efficace du plan de relance.** Comme l'a souligné la Commission européenne dans ses recommandations aux États membres pour la préparation de leurs plans pour la reprise et la résilience, de tels systèmes de contrôle pourraient inclure des mesures de précaution en vue de prévenir la corruption, la fraude et les conflits d'intérêts <sup>14</sup>. La finalisation en temps voulu des procédures relatives aux incidences environnementales, de même que des modalités procédurales bien définies pour la collaboration entre les administrations centrales et locales en vue d'éviter les conflits de compétences, seraient également propices à une mise en œuvre harmonieuse des projets d'investissements et de réformes. S'ils bénéficient d'une attention suffisante, ces aspects seraient de nature à renforcer l'incidence macroéconomique du plan de relance.

<sup>14</sup> Cf. Commission européenne, « *Guidance to Member States recovery and reconciliation plans* », *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22 janvier.



# Articles

## 1 Politique monétaire et inégalités

Maarten Dossche, Jiří Slačálek et Guido Wolswijk

### 1 Introduction

**Depuis la crise financière mondiale, la question des inégalités économiques fait l'objet d'une attention accrue.** La hausse du chômage, l'évolution hétérogène des prix des logements et des actions et la baisse des taux d'intérêt ont affecté les ménages de manières très différentes au cours de cette période. Les inégalités de revenus et de richesse ont augmenté dans la plupart des économies avancées depuis le début des années 1980, certains pays affichant aujourd'hui des niveaux comparables à ceux du début du <sup>xx</sup><sup>e</sup> siècle. Les conséquences économiques et politiques de cette tendance suscitent des inquiétudes croissantes <sup>1</sup>.

**Plus récemment, l'interaction entre politique monétaire et inégalités a également suscité davantage d'intérêt.** En réponse à la crise financière mondiale, la politique monétaire s'est engagée dans une période prolongée d'orientation accommodante, avec le recours à des mesures non conventionnelles (telles que les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs, ou *forward guidance*, et les achats d'actifs), pour déplacer vers le bas et aplatis la courbe des rendements. Ces mesures ont tendance à exercer un impact plus important sur les prix des actifs à long terme que les variations des taux d'intérêt à court terme, ce qui a fait craindre que la politique monétaire ne bénéficie principalement aux ménages les plus aisés <sup>2</sup>. En outre, dans la mesure où il est de plus en plus admis que la transmission de la politique monétaire dépend de la distribution des revenus et de la richesse, les banques centrales accordent plus d'attention à l'hétérogénéité des ménages <sup>3</sup>. De nombreuses nouvelles recherches universitaires portant sur le rôle de

---

<sup>1</sup> Cf. Piketty (T.), *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Éditions du Seuil, 2013. Les différences de revenus et de richesse présentent généralement une corrélation avec diverses caractéristiques économiques (telles que le niveau d'instruction, l'expérience professionnelle et les compétences). Toutefois, ces caractéristiques économiques ne sont pas le seul déterminant des inégalités économiques. Les revenus et la richesse sont également corrélés avec différentes caractéristiques sociologiques (telles que l'âge, le genre, l'origine ethnique, le statut marital et la religion). De plus, les politiques publiques (en matière de fiscalité, d'éducation, de logement et d'urbanisation) et les normes sociales (comme la discrimination) interagissent avec ces caractéristiques économiques et sociologiques. Les déterminants des inégalités sont donc multiples et se situent au croisement de l'économie, de la sociologie et des politiques publiques.

<sup>2</sup> Par exemple, les inégalités ont été l'un des sujets les plus souvent abordés lors des phases d'écoute et de réflexion organisées dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, de nombreux participants soutenant que la politique monétaire devrait jouer un rôle plus important dans la lutte contre les inégalités. Cf. le rapport de synthèse de la BCE relatif à cette phase d'écoute et de réflexion : <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.fr.html>

<sup>3</sup> Cf. Yellen (J.), « *Macroeconomic Research After the Crisis* », discours prononcé à la Réserve fédérale de Boston le 14 octobre 2016.

l'hétérogénéité des ménages dans la transmission des chocs et des politiques macroéconomiques ont favorisé cette évolution <sup>4</sup>.

**Le présent article examine les données les plus récentes sur les inégalités économiques et leur interaction avec la politique monétaire, en mettant l'accent sur la zone euro.** La section 2 analyse les tendances séculaires et les fluctuations conjoncturelles de la distribution des revenus et de la richesse dans la zone euro (une distinction qui a de l'importance, dans la mesure où l'interaction entre la politique monétaire et les inégalités est sans doute de nature assez conjoncturelle). La section 3 étudie d'un point de vue théorique et empirique les canaux par lesquels la politique monétaire peut affecter la distribution des revenus et de la richesse. La section 4 examine la façon dont l'hétérogénéité des revenus et de la richesse des ménages affecte la transmission de la politique monétaire aux dépenses des ménages. Enfin, la section 5 résume ce qu'impliquent ces résultats pour la politique monétaire, et examine un certain nombre d'aspects qui nécessitent des travaux de recherches supplémentaires.

## 2 Analyse des tendances et des cycles des inégalités

### Les tendances séculaires des inégalités de revenus et de richesse

**Dans la plupart des économies avancées, les inégalités de revenus se sont inscrites en hausse depuis les années 1980.** Cette tendance est illustrée par le graphique 1, qui présente le revenu national avant impôts des 10 % de ménages les plus riches exprimé en pourcentage du revenu national avant impôts des 50 % de ménages les moins aisés. Il ressort de ce graphique que les inégalités de revenus sont nettement plus élevées aux États-Unis que dans les pays européens. De plus, c'est aussi aux États-Unis qu'a été enregistrée la plus forte hausse des inégalités entre 1980 et 2019. En revanche, les trois pays nordiques (Finlande, Norvège et Suède) affichent des niveaux relativement faibles d'inégalités des revenus. Il convient également de noter qu'un seul pays, l'Espagne, a enregistré un recul des inégalités de revenus sur la période concernée.

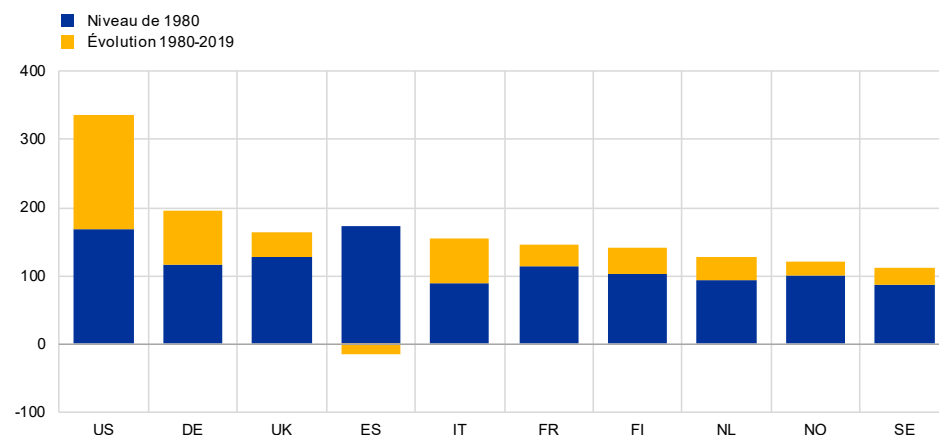
---

<sup>4</sup> Cf., par exemple, Ahn (S.), Kaplan (G.), Moll (B.), Winberry (T.) et Wolf (C.), « *When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality* », NBER Macroeconomics Annual, vol. 32, 2017, p. 1-75.

## Graphique 1

### Inégalités de revenus 1980-2019

(en pourcentages)



Source : Base de données sur les inégalités mondiales (*World Inequality Database*).

Notes : Ce graphique présente le revenu national avant impôts des 10 % de ménages les plus riches exprimé en pourcentage du revenu national avant impôts des 50 % de ménages les moins riches. Le revenu national avant impôts est défini comme la somme de l'ensemble des flux de revenus avant impôts revenant aux détenteurs de facteur travail et de capital, avant prise en compte des opérations liées au régime fiscal et de redistribution, mais après prise en compte des opérations liées aux systèmes de retraite.

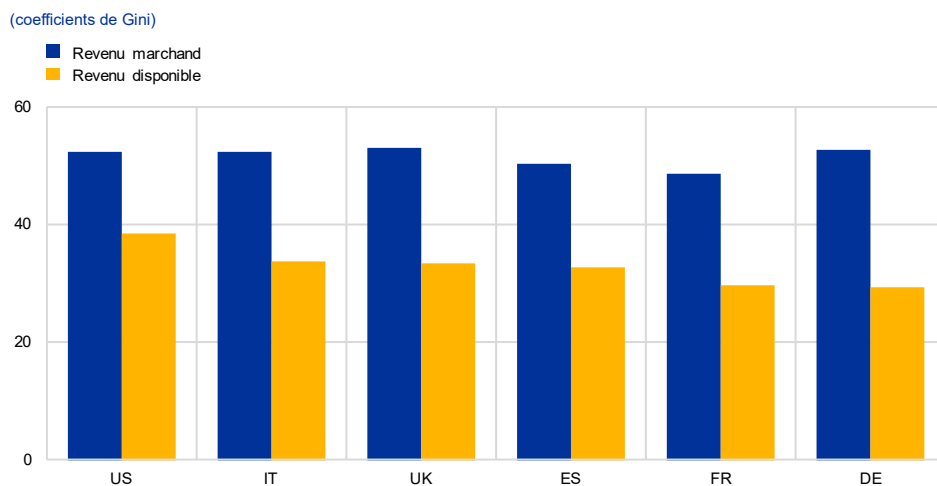
### L'impôt sur le revenu et les transferts gouvernementaux exercent un effet modérateur sur les inégalités de revenus ; la nature précise de cet effet varie selon les pays en fonction de leurs systèmes fiscaux.

Si l'on compare la distribution du revenu disponible avec celle du revenu marchand pour les quatre principaux pays de la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 2), l'effet modérateur de la fiscalité directe (par exemple, via l'impôt progressif sur le revenu) et des transferts est manifeste. Le degré d'inégalités de revenus est mesuré par le coefficient de Gini, qui représente l'écart entre la distribution du revenu entre individus/ménages et une distribution parfaitement égale. Une valeur de 0 indique une égalité parfaite et une valeur de 100 signale une inégalité extrême (où le groupe aux revenus les plus élevés reçoit l'ensemble des revenus). Nous constatons en particulier que le niveau de redistribution des revenus mis en œuvre par les gouvernements est bien plus élevé dans les pays européens (baisse moyenne de 20 points de base du coefficient de Gini) qu'aux États-Unis (baisse de 14 points de base). Toutefois, il est difficile de déterminer a priori dans quelle mesure le degré de redistribution plus élevé en Europe peut expliquer la hausse plus limitée des inégalités de revenus dans les pays européens en question (comme le montre le graphique 1). Deux études récentes concluent que la différence de croissance des inégalités de revenus entre l'Europe et les États-Unis résulte principalement du revenu marchand, c'est-à-dire des revenus *avant* redistribution <sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Cf. Blanchet (T.), Chancel (L.) et Gethin (A.), « *Why is Europe more equal than the United States?* », *WID Working Papers*, n° 2020/19, 2020 ; et Bozio (A.), Garbinti (B.), Goupille-Lebret (J.), Guillot (M.) et Piketty (T.), « *Predistribution vs. Redistribution: Evidence from the TLTRO* », *CEPR Working Paper*, n° 15415, 2020.

## Graphique 2

### Réduction des coefficients de Gini par le biais de la fiscalité directe et des transferts gouvernementaux



Source : *Standardized World Income Inequality Database*, versions 8 et 9 <sup>6</sup>.

Notes : Le graphique se fonde sur des données relatives à 2017. Le revenu marchand se définit globalement comme le revenu avant impôts et transferts ; le revenu disponible se définit comme le revenu après impôts et transferts qui est disponible pour être dépensé ou épargné.

**La consommation est nettement moins concentrée que le patrimoine net, ce qui suggère que le bien-être économique est réparti de manière plus égale que la richesse.** Les inégalités en matière de consommation sont parfois vues comme un indicateur du niveau de vie et de bien-être plus satisfaisant que les revenus et les mesures fondées sur la richesse <sup>7</sup>. Comme le montre le graphique 3, le coefficient de Gini relatif aux dépenses de consommation est généralement inférieur à celui du revenu disponible, reflétant le fait que le taux d'épargne des ménages à revenus élevés est plus important. Il apparaît que la récente hausse des inégalités de patrimoine résulte non seulement d'une hausse des taux d'épargne (bruts), mais aussi d'une augmentation des rendements pour les ménages plus riches, suggérant qu'une concentration accrue des revenus du capital peut constituer un facteur important d'inégalités de richesse <sup>8</sup>. Le coefficient de Gini pour le patrimoine net, qui se définit comme les actifs (logement, dépôts, obligations, actions, etc.) moins les passifs (crédits immobiliers, prêts personnels etc.), représente près du double de celui de la consommation.

<sup>6</sup> Cf. Solt (F.), « *The Standardized World Income Inequality Database, Versions 8-9* », 2019.

<sup>7</sup> Cf. Attanasio (O.) et Pistaferri (L.), « *Consumption Inequality* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30(2), 2016, p. 3-28. Les paniers de consommation ayant tendance à différer fortement selon les groupes socio-économiques, les auteurs du présent article déconseillent de se concentrer sur la consommation totale.

<sup>8</sup> Cf. Fagereng (A.), Guiso (L.), Malacrino (D.) et Pistaferri (L.), « *Heterogeneity and persistence in returns to wealth* », *Econometrica*, vol. 88, 2020, p. 115-170 ; et Fagereng (A.), Holm (M.B.), Moll (B.) et Natvik (G.), « *Saving Behavior Across the Wealth Distribution: The Importance of Capital Gains* », *NBER Working Papers*, n° 26588, 2019.

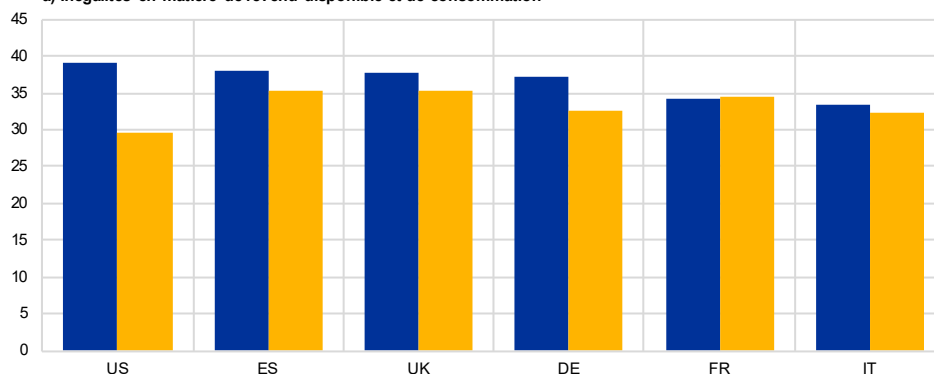
### Graphique 3

#### Coefficients de Gini pour le revenu disponible, la consommation et patrimoine net

(coefficients de Gini)

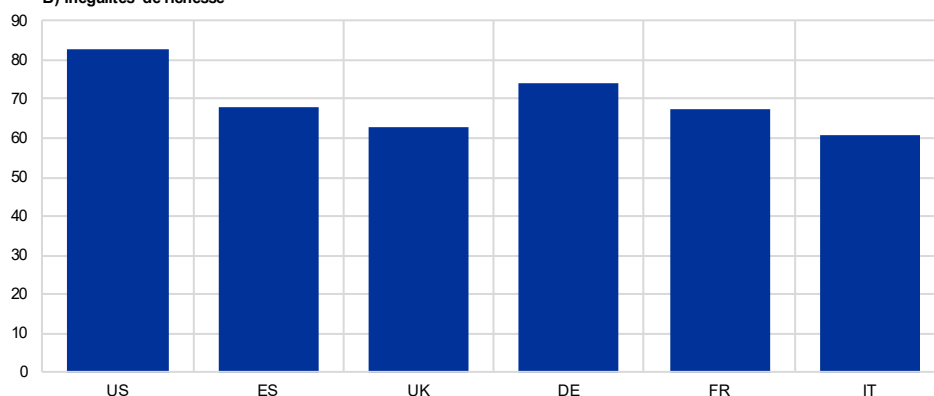
■ Revenu disponible  
■ Dépenses de consommation

##### a) Inégalités en matière de revenu disponible et de consommation



■ Patrimoine net

##### B) Inégalités de richesse



Sources pour la partie a : *Standardized World Income Inequality Database*, versions 8 et 9 (revenus nets), pour les États-Unis ; Base de données sur les inégalités mondiales (*World Inequality Database*) pour la consommation en Italie ; Eurostat (sur la base des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie, SRCV-UE) pour toutes les autres données.

Sources pour la partie b : Enquête de la BCE sur les finances et la consommation des ménages (HFCS) pour 2020 pour les pays de la zone euro ; Office national des statistiques du Royaume-Uni pour le Royaume-Uni ; Base de données sur les inégalités mondiales (*World Inequality Database*) (richesse personnelle nette) pour les États-Unis.

Note sur la partie a : Les données relatives aux pays européens se rapportent à la dernière année de référence disponible pour les statistiques SRCV-UE, c'est-à-dire entre 2013 et 2018. Note sur la partie B : Toutes les données se rapportent à 2017.

#### Les principaux facteurs à l'origine de la hausse des inégalités incluent la mondialisation, le progrès technologique et les modifications de la fiscalité.

La mondialisation et les mutations technologiques favorables aux plus qualifiés ont pesé sur les salaires et l'emploi de la main-d'œuvre peu qualifiée et bénéficié à la main-d'œuvre hautement qualifiée et aux détenteurs de capital <sup>9</sup>. Dans le même temps, la moindre progressivité du système fiscal a contribué à accroître les inégalités après impôts <sup>10</sup>. Une étude récente résume les facteurs potentiels d'inégalité rencontrés aux différents stades économiques - à savoir les politiques dans la phase de pré-production qui se concentrent sur les personnes entrant dans la vie active

<sup>9</sup> Cf. Bourguignon (F.), « *World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies* », *BIS Working Papers*, n° 654, 2017 ; et Rodrik (D.), *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, 1997.

<sup>10</sup> Cf. Chancel (L.), « *Ten facts about inequality in advanced economies* », *WID Working Papers*, n° 2019/15, 2019.

(par exemple, s'agissant de l'accès à l'éducation ou au marché du travail), les politiques relatives à la production qui affectent les salariés (par exemple s'agissant de la syndicalisation ou du revenu minimum) et les politiques post-production qui redistribuent les revenus <sup>11</sup>. Les résultats de cette étude suggèrent que l'augmentation des inégalités de revenus et de richesse résulte principalement des politiques structurelles (relatives à l'éducation, la fiscalité et la réglementation des marchés, par exemple).

**Des inégalités excessives peuvent entraîner des coûts macroéconomiques et freiner la croissance.** Ainsi, dans la mesure où elles reflètent des inégalités d'accès à l'éducation ou au financement, ces inégalités excessives peuvent freiner la croissance, l'économie ne parvenant pas à libérer pleinement son potentiel. De plus, la demande agrégée peut diminuer sous l'effet d'une baisse de la propension à consommer des ménages à revenus élevés <sup>12</sup>. De fait, des études empiriques semblent indiquer que de très hauts niveaux d'inégalités peuvent freiner la croissance économique dans les économies avancées <sup>13</sup>. Toutefois, si les politiques redistributives (comme des taux d'imposition élevés) peuvent limiter le degré d'inégalités, elles peuvent également causer des distorsions qui réduisent le bien-être total. Le degré socialement optimal d'inégalité économique est donc difficile à établir, ce qui reflète la nature complexe de l'interaction entre ses différents déterminants.

**La politique monétaire n'est vraisemblablement pas un facteur important de hausse des inégalités, mais elle ne doit pas les ignorer pour autant.** Depuis les années 1980, les économies avancées ont eu tendance à adopter des stratégies de politique monétaire assez semblables, il est donc peu probable que la politique monétaire ait contribué à l'écart observé entre les différents pays. La politique monétaire peut néanmoins devoir prendre en compte ces évolutions, notamment si elles affaiblissent de façon persistante la demande agrégée ou exercent des pressions à la baisse sur le taux d'intérêt naturel <sup>14</sup>. Cela étant, les gouvernements disposent d'instruments qui sont plus adaptés pour lutter contre des niveaux excessifs d'inégalités, tels que la fiscalité (par exemple, les impôts progressifs sur le revenu, le patrimoine et l'héritage), les transferts, la réglementation des marchés et l'accès à l'éducation et aux soins de santé.

## Les inégalités et le cycle d'activité

**La cyclicité des inégalités de revenus diffère selon les pays, tandis que les inégalités de patrimoine tendent à être procycliques.** Si les ménages à faibles revenus ont tendance à être davantage affectés par les récessions en raison de la plus grande sensibilité des revenus tirés de leur travail (cf. ci-dessous), les ménages à

<sup>11</sup> Cf. Blanchard (O.) et Rodrik (D.) (eds.), *Combating Inequality: Rethinking Government's Role*, MIT Press, 2021.

<sup>12</sup> Cf., par exemple, Mian (A.), Straub (L.) et Sufi (A.), « *Indebted Demand* », mimeo, Harvard University, 2019, qui examine la propension marginale à consommer le revenu permanent.

<sup>13</sup> Cf., par exemple, la vue d'ensemble in Ostry (J.), Berg (A.) et Tsangarides (C.), « *Redistribution, Inequality, and Growth* », *IMF Staff Discussion Notes*, n° SDN/14/02, 2014.

<sup>14</sup> Cf. Rachel (L.) et Summers (L.), « *On Secular Stagnation in the Industrialized World* », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps 2019, p. 1-54.

hauts revenus sont plus exposés au cycle d'activité car les revenus du capital (par exemple, les bénéfices) constituent un pourcentage élevé de leur revenu total. Puisque la distribution des revenus du travail et du capital varie d'un pays à l'autre, la cyclicité des inégalités de revenus peut également différer <sup>15</sup>. En revanche, les inégalités de patrimoine tendent à être essentiellement procycliques. La procyclicité des bénéfices et des prix des actions signifie que les actions ne contribuent pas à lisser la consommation au cours du cycle d'activité. Seuls les ménages les plus riches étant disposés à assumer ce risque (en échange d'une prime de risque), cette procyclicité contribue à expliquer le niveau limité de participation au marché boursier et l'importante prime sur actions <sup>16</sup>. En conséquence, les propriétés cycliques de certains prix d'actifs peuvent devenir des déterminants à long terme des inégalités de patrimoine.

**La sensibilité conjoncturelle des revenus varie selon les ménages, ce qui donne aux politiques de stabilisation macroéconomique un rôle à jouer pour éviter l'augmentation à long terme des inégalités.** Le graphique 4 présente les « coefficients bêta relatifs aux travailleurs » pour la zone euro, qui mesurent l'élasticité des revenus du travail par rapport à la variation de la croissance du PIB agrégé <sup>17</sup>. Comme le montre le graphique, les revenus du travail des ménages à faibles revenus sont plus sensibles aux variations de la croissance du PIB (cf. également l'encadré 1, qui s'intéresse plus particulièrement à la crise liée à la COVID-19). Le coût social des cycles d'activité peut se montrer élevé pour ces travailleurs, notamment s'ils sont moins à même de lisser leur consommation en réponse à la baisse de la liquidité et au durcissement des conditions du crédit qu'ils subissent. Globalement, le comportement cyclique des revenus suggère que les politiques de stabilisation macroéconomique, qu'elles soient monétaires ou budgétaires, peuvent jouer un rôle important pour freiner les hausses conjoncturelles des inégalités de revenus. Dans la mesure où les pertes d'emplois conjoncturelles se traduisent pour les travailleurs en pertes d'opportunités persistantes voire permanentes sur le marché du travail, ces politiques peuvent aussi contribuer à atténuer les inégalités de revenus et de patrimoine à long terme <sup>18</sup>.

<sup>15</sup> Cf. Clemens (M.), Eydam (U.) et Heinemann (M.), « *Inequality over the Business Cycle – The Role of Distributive Shocks* », *DIW Discussion Papers*, n° 1852, 2020.

<sup>16</sup> Cf. Guvenen (F.), « *A Parsimonious Macroeconomic Model for Asset Pricing* », *Econometrica*, vol. 77, 2009, p. 1711-1750.

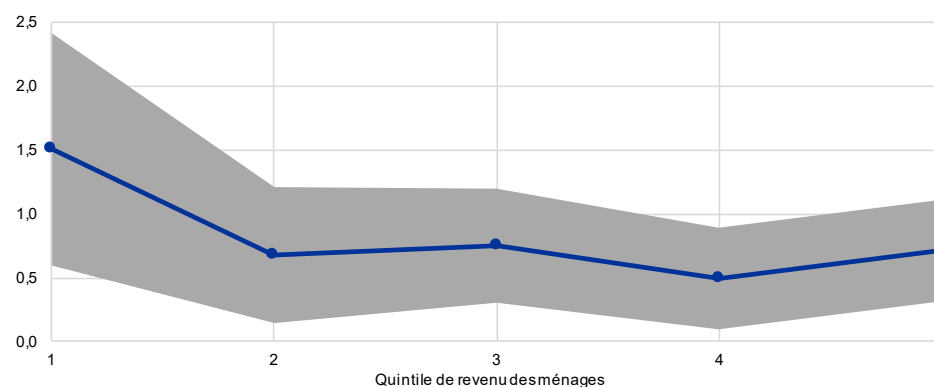
<sup>17</sup> Cf. Castañeda (A.), Díaz-Giménez (J.) et Ríos-Rull (J.-V.), « *Exploring the income distribution business cycle dynamics* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, 1998, p. 93-130 ; et Guvenen (F.), Schulhofer-Wohl (S.), Song (J.) et Yogo (M.), « *Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk* », *American Economic Review*, vol. 107 (5), 2017, p. 398-403. Cf. également l'encadré intitulé « *Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019. La tendance peut être légèrement moins prononcée au niveau de l'ensemble de la zone euro, mais cet encadré examine les variations significatives entre les principaux pays de la zone euro, susceptibles d'être liées à l'existence de différences entre les institutions du marché du travail.

<sup>18</sup> Cf. Heathcote (J.), Perri (F.) et Violante (G.), « *The Rise of US Earnings Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, Supplement 1, 2020, p. S181-S204.

#### Graphique 4

Coefficients bêta relatifs aux travailleurs sur l'ensemble de la distribution des revenus dans la zone euro

(élasticité du revenu des travailleurs individuels par rapport à la croissance du PIB)



Source : « Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019.

Notes : Le graphique se fonde sur les données moyennes pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. Il présente l'élasticité estimée des revenus du travail aux variations de la croissance du PIB agrégé sur l'ensemble de la distribution des revenus des ménages. Les individus sont répartis en quintiles de revenus en fonction des revenus du ménage pour les deux années précédentes afin d'éviter toute corrélation trompeuse entre exposition et tri. Les revenus des ménages sont établis à partir de la variable HY020 des SRCV-UE (revenu total disponible du ménage) dans les fichiers de données longitudinales ; pour l'Allemagne, on utilise le clone des données longitudinales SRCV-UE établi à partir des données du Panel socio-économique allemand (*German Socio-Economic Panel* – GSOEP). La zone ombrée indique les intervalles de confiance à 95 %.

#### Encadré 1

##### La COVID-19 et les inégalités de revenus dans la zone euro

Maarten Dossche, Aleksandra Kolndrekaj et Jiří Slačálek

Si la pandémie de COVID-19 a gravement réduit le bien-être économique de l'ensemble des ménages, ses effets ont varié en fonction de l'activité professionnelle et de la structure des dépenses des ménages. Cet encadré présente des éléments pour la zone euro sur la base des données relatives aux revenus du travail, à la consommation et à l'épargne des ménages.

Les conséquences négatives sur les revenus du travail ont été particulièrement prononcées pour les jeunes travailleurs, les femmes et les ménages à faibles revenus. La partie a) du graphique A présente, pour chaque catégorie d'âge, le pourcentage du total des salariés qui travaillent dans des secteurs directement affectés par les restrictions liées aux confinements imposées en raison du virus <sup>19</sup>. Ces mesures ont particulièrement touché les secteurs dans lesquels les règles de distanciation physique sont difficiles à respecter, tels que l'hôtellerie, les voyages, l'art et les loisirs. La partie a) présente deux résultats : premièrement, les salariés des secteurs affectés par les confinements sont plus susceptibles d'être de jeunes travailleurs, la pandémie ayant des effets particulièrement prononcés sur les salariés de moins de 25 ans ; et deuxièmement, les femmes sont nettement plus susceptibles de travailler dans des secteurs affectés par les confinements (un résultat qui se vérifie pour presque toutes les tranches d'âge). De même, comme le montre la partie b), la COVID-19 exerce un effet régressif sur l'ensemble de la distribution des revenus, le risque de chômage étant concentré sur les ménages des quintiles inférieurs. Ces résultats sont cohérents avec

<sup>19</sup> Les secteurs suivants sont classés comme soumis aux mesures de confinement : le commerce de gros et de détail et la réparation des véhicules à moteur et des motos ; le transport et le stockage ; l'hôtellerie et la restauration ; et les arts, les spectacles et les loisirs (d'après Joyce (R.) et Xu (X.), « *Sector shutdowns during the coronavirus crisis: which workers are most exposed?* », *Briefing Note BN278*, *Institute for Fiscal Studies*, 2020).



le fait que les données relatives aux autres pays indiquent que la pandémie devrait aggraver les inégalités entre ménages. Par exemple, plusieurs études menées aux États-Unis et au Royaume-Uni ont montré que le pourcentage de salariés travaillant dans des secteurs affectés par les mesures liées aux confinements est particulièrement élevé pour les personnes situées dans la partie basse de la distribution des revenus <sup>20</sup>. En conséquence, la pandémie devrait amplifier les inégalités de revenus existantes, en phase avec les résultats relatifs aux pandémies précédentes <sup>21</sup>.

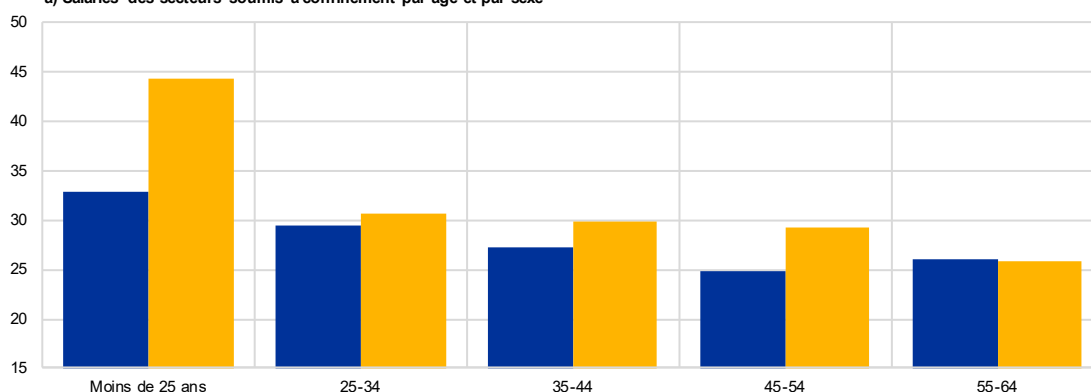
## Graphique A

### Impact de la COVID-19 ventilé par âge, genre et quintile de revenus

(en pourcentages)

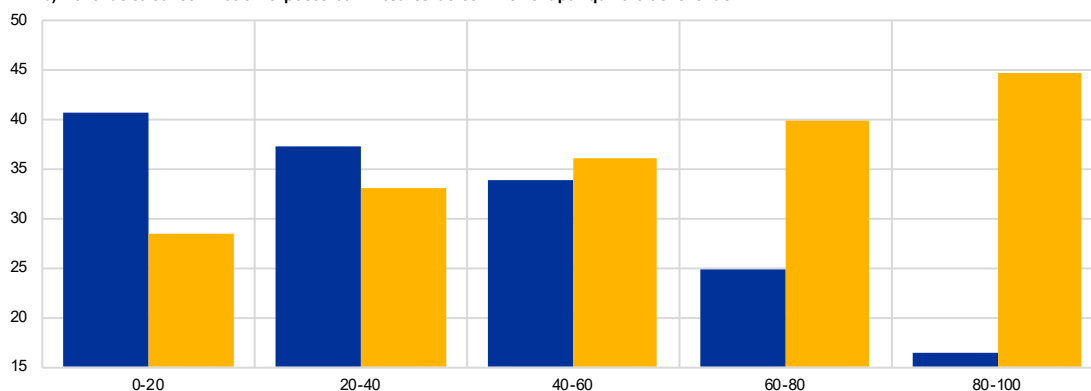
■ Hommes  
■ Femmes

a) Salariés des secteurs soumis à confinement par âge et par sexe



■ Revenus du travail  
■ Consommation

b) Revenus et consommation exposés aux mesures de confinement par quintile de revenus



Source pour la partie a : SRCV-UE (données relatives à 2017 pour l'Irlande et la Slovaquie et à 2018 pour tous les autres pays).

Sources pour la partie b : SRCV-UE (données relatives à 2017 pour l'Irlande et la Slovaquie et à 2018 pour tous les autres pays) et enquête sur le budget des ménages d'Eurostat.

Notes sur la partie a : Cette partie présente, pour chaque catégorie d'âge, le pourcentage du total des salariés (ventilés par genre) employés dans les secteurs affectés par les confinements. Les secteurs suivants sont considérés comme affectés par les confinements : le commerce de gros et de détail et la réparation des véhicules à moteur et des motos ; le transport et le stockage ; l'hôtellerie et la restauration ; et les arts, les spectacles et les loisirs (secteurs G, H, I et R, respectivement, de la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne, classification NACE).

Notes sur la partie b : Cette partie présente, pour chaque quintile de revenus, le pourcentage du revenu total et de la consommation totale exposés aux mesures de confinement. La consommation exposée inclut les dépenses de restaurant, de transport, de vacances, d'hôtels et de services culturels, ainsi que les dépenses qu'il est possible de reporter (telles que les achats de véhicules à moteur, de vêtements, de chaussures, d'ameublement).

<sup>20</sup> Cf. Béland (L.-P.), Brodeur (A.) et Wright (T.), « *COVID-19, Stay-At-Home Orders and Employment: Evidence from CPS Data* », *IZA Discussion Papers*, n° 13282, mai 2020 ; Mongey (S.), Pilossoph (L.) et Weinberg (A.), « *Which workers bear the burden of social distancing policies?* », *Covid Economics*, n° 12, 2020, p. 69-86 ; et Joyce (R.) et Xu (X.), op. cit.

<sup>21</sup> Cf. Furceri (D.), Loungani (P.), Ostry (J.) et Pizzuto (P.), « *Will Covid-19 affect inequality? Evidence from past pandemics* », *Covid Economics*, n° 12, 2020, p. 138-157.

Contrairement à la diminution des revenus du travail, la baisse de la consommation des ménages a été particulièrement prononcée dans les parties supérieures de la distribution des revenus, les ménages à hauts revenus réduisant nettement leurs dépenses en produits non essentiels, qui représentent près de 45 % des dépenses totales des ménages du quintile supérieur <sup>22</sup>.

Ces ménages ont apporté une contribution disproportionnée à la forte hausse du taux d'épargne agrégée, à la fois parce que les biens et services touchés par les mesures de confinement constituent un pourcentage plus important de leur consommation totale et que leurs revenus ont été moins affectés.

Les politiques budgétaires, conjuguées aux mesures de politique monétaire de la BCE, ont contribué à atténuer les retombées économiques de la crise de la COVID-19. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE a assuré des conditions de financement favorables pour l'ensemble de l'économie et les transferts budgétaires ciblés (par exemple, les dispositifs de maintien de l'emploi) ont atténué le choc pour les ménages les plus affectés.

---

### 3 Politique monétaire et inégalités entre les ménages

#### Comment la politique monétaire affecte-t-elle les inégalités de revenus et de richesse ?

**La littérature économique identifie trois principaux canaux par lesquels un changement d'orientation de la politique monétaire peut exercer des effets distributifs sur les revenus et la richesse des ménages.** Le premier canal est celui de la rémunération de l'épargne (et du coût de l'endettement), lié aux différences de taille et de composition des bilans des ménages. En raison de ces différences, une modification des taux d'intérêt exercera des effets contraires sur la situation économique des emprunteurs nets et des épargnants nets. Le deuxième canal est celui des prix des actifs, qui découle de l'hétérogénéité des portefeuilles des ménages et des diverses plus-values (ou moins-values) résultant des changements d'orientation de la politique monétaire. À cet égard, les mouvements des prix des actifs induits par les politiques expansionnistes sont plus susceptibles de bénéficier aux riches (et, dans certains cas, à la classe moyenne) dans la mesure où ils détiennent des actifs à long terme (comme expliqué plus en détail dans l'encadré 3). Le troisième canal est lié aux revenus des ménages et tient au fait que l'élasticité de l'emploi au cycle d'activité est hétérogène d'un individu à l'autre et dépend de caractéristiques individuelles.

---

<sup>22</sup> Les produits « non essentiels » sont ici définis comme les produits soumis aux mesures de confinement, qui incluent les dépenses de restaurant, de transport, de vacances, d'hôtels et de services culturels, ainsi que les dépenses qu'il est possible de reporter (telles que les achats de véhicules à moteur, de vêtements, de chaussures, d'ameublement).

## La politique monétaire et les inégalités : données empiriques pour la zone euro

**Face à une réduction des taux d'intérêt, les revenus nets d'intérêt réagissent différemment selon les ménages.** Cela dépend principalement de la mesure dans laquelle les actifs portant intérêts détenus par les ménages sont assortis d'échéances courtes et leurs crédits immobiliers, de taux variables <sup>23</sup>. Comme le montrent les estimations du graphique 5, les revenus nets d'intérêt des ménages les plus pauvres n'ont pas été très affectés par la baisse des taux d'intérêt car ils ont tendance à afficher de faibles niveaux d'endettement et d'actifs portant intérêts. En revanche, les revenus nets d'intérêt des ménages de la classe moyenne ont augmenté à mesure que les taux d'intérêt baissaient, essentiellement en raison de leurs niveaux élevés de dette immobilière. Enfin, les ménages riches ont enregistré une perte nette de revenus d'intérêt puisqu'ils ont tendance, en moyenne, à être moins endettés <sup>24</sup>. Par conséquent, l'impact direct de la baisse des taux d'intérêt ne semble pas accroître les inégalités de revenus.

### Graphique 5

Variations des revenus nets d'intérêt sur l'ensemble de la distribution des revenus et de la richesse

(en euros par ménage ; variation annuelle des revenus nets d'intérêt, 2007-2019)



Source : Dossche *et al.*, *op. cit.*

Notes : Les ménages « riches » sont définis comme les 20 % de ménages situés en haut de la distribution du patrimoine net (patrimoine financier et non financier) ; les ménages de la « classe moyenne » sont les 60 % de la population totale qui sont en haut de la distribution des revenus des ménages non riches ; les ménages « pauvres » sont les 20 % de la population totale qui sont en bas de la distribution des revenus des ménages non riches.

**Un assouplissement de la politique monétaire affecte les revenus des ménages par le biais de deux principaux canaux.** Le premier implique que les chômeurs trouvent un emploi – et enregistrent ainsi généralement une forte hausse de leurs revenus (canal de l'hétérogénéité des revenus) <sup>25</sup>. La probabilité de ce résultat dépend des caractéristiques démographiques des personnes concernées (âge,

<sup>23</sup> Cf. Auclert (A.), « *Monetary Policy and the Redistribution Channel* », *American Economic Review*, vol. 109(6), 2019, p. 2333-2367 ; et Tzamourani (P.), « *The Interest Rate Exposure of Euro Area Households* », *European Economic Review*, à paraître.

<sup>24</sup> Cf. Dossche (M.), Hartwig (J.) et Pierluigi (B.), « *The redistribution of interest income in the euro area, 2007-2019* », mimeo, 2020.

<sup>25</sup> De même, les salariés qui évitent le licenciement ne subissent pas de perte de revenus (qu'ils subiraient dans le cas contraire).

niveau d'instruction, statut marital, nombre d'enfants, etc.). Le deuxième canal implique des hausses des salaires des individus employés (canal de la composition du revenu).

**L'assouplissement de la politique monétaire via le programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE a nettement réduit le taux de chômage dans la partie inférieure de la distribution des revenus** <sup>26</sup>.

La partie a du graphique 6 estime la baisse du taux de chômage qui peut être attribuée à l'APP pour chacun des cinq quintiles de la distribution des revenus, en calculant ces baisses quatre trimestres après le choc de l'APP (représenté ici par un recul non anticipé de 30 points de base de l'écart de taux d'intérêt à terme, à savoir la différence entre les taux d'intérêt à long et à court terme). La baisse agrégée du taux de chômage (qui s'élève à environ 0,7 point de pourcentage au total) affecte les individus de façon très différente et bénéficie principalement aux ménages dont les revenus appartiennent aux quintiles inférieurs. Leur taux de chômage recule de plus de 2 points de pourcentage, tandis que ceux de l'ensemble des autres quintiles de revenus diminuent de moins de 0,5 point de pourcentage.

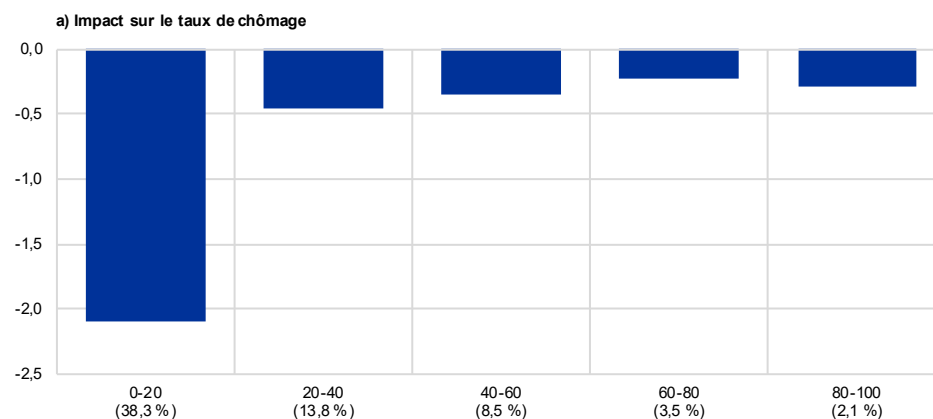
---

<sup>26</sup> Cf. Lenza (M.) et Slačálek (J.), « *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2190, BCE, octobre 2018. Pour plus de détails concernant l'APP, cf. : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.fr.html>

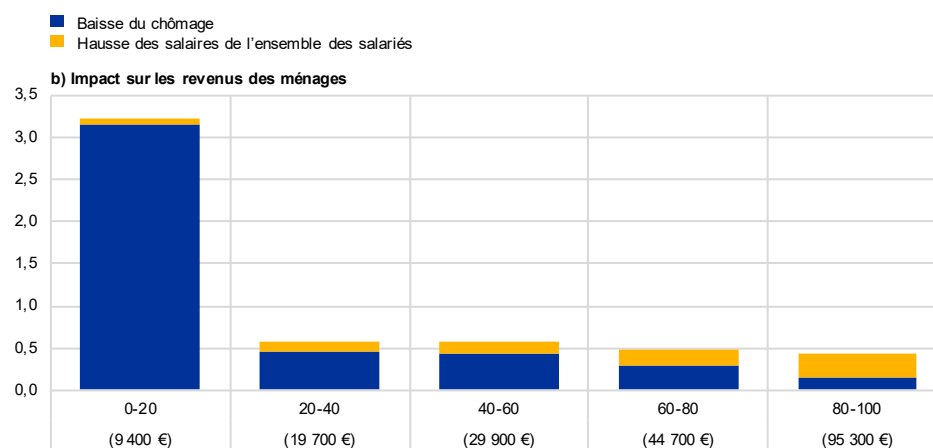
## Graphique 6

### Impact de l'assouplissement monétaire via l'APP

(en points de pourcentage)



(en pourcentages)



Source : Lenza (M.) et Slacálek (J.), *op. cit.*

Notes : La partie a présente la baisse du taux de chômage pour les différents quintiles de la distribution des revenus des ménages quatre trimestres après la matérialisation du choc de l'APP. Les chiffres entre parenthèses indiquent le taux de chômage initial pour chaque quintile. La partie b présente la variation en pourcentage du revenu moyen pour les différents quintiles, ainsi qu'une ventilation de cette variation entre marge extensive (canal de l'hétérogénéité des revenus) et marge intensive (hausse des salaires). Les chiffres entre parenthèses indiquent le niveau initial de revenu brut des ménages moyen pour chaque quintile. Pour les besoins de ce graphique, la zone euro a été modélisée en agrégeant les données relatives à l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.

**La baisse du chômage se révèle être un déterminant important des hausses de salaires sur l'ensemble de la distribution des revenus, en particulier sur les quintiles inférieurs.** La partie b du graphique 6 présente la hausse globale du revenu moyen ventilée en a) la part due à la baisse du chômage (canal de l'hétérogénéité des gains) et b) la part due à l'augmentation des salaires de l'ensemble des travailleurs (canal de la composition des revenus). Le canal de l'hétérogénéité des gains a une incidence particulièrement forte sur le quintile inférieur, où la croissance des salaires joue un très faible rôle. Toutefois, il représente également l'essentiel de l'impact total sur le revenu dans trois des quatre autres quintiles (à l'exception du quintile supérieur).

**Dans l'ensemble, l'impact de l'APP sur le marché du travail se traduit, selon les estimations, par une réduction des inégalités de revenus.** Les variations du taux de chômage influent substantiellement sur les revenus des ménages : ces derniers

augmentent considérablement en raison du fait que les ménages commencent ou continuent à percevoir un salaire (au lieu de recevoir des indemnités de chômage). Le revenu moyen du quintile inférieur augmente de plus de 3 %, contre une hausse de 0,5 % environ pour les autres quintiles.

**L'APP a également un impact sur la distribution de richesse via le canal de la composition des portefeuilles.** L'APP accroît la valeur de certains actifs détenus par les ménages (actions, obligations et logement) et cette hausse concerne environ les deux tiers de l'ensemble des ménages détenant ces actifs. Les actions étant essentiellement détenues par les ménages plus aisés, une hausse des prix des actions tend, en soi, à entraîner un accroissement des inégalités de richesse. Toutefois, cette hausse est contrebalancée par une augmentation parallèle des prix des logements. L'immobilier est réparti de façon à peu près égale entre les ménages de la zone euro, un pourcentage élevé d'entre eux (60 % environ) étant propriétaires de leur résidence principale <sup>27</sup>. En outre, l'immobilier représente 70 % à 80 % environ de la valeur totale de l'ensemble des actifs des ménages <sup>28</sup>. Lorsqu'on combine les effets sur les prix des actions et sur les prix des logements, le coefficient de Gini de la richesse nette – une mesure large des inégalités – demeure globalement inchangé.

**Ces constats corroborent les études de plus en plus nombreuses qui estiment les effets distributifs de la politique monétaire** <sup>29</sup>. Deux études récentes, par exemple, ont conclu que l'effet global des mesures non conventionnelles de politique monétaire sur les inégalités de revenus et de richesse avait été relativement faible <sup>30</sup>. La Deutsche Bundesbank, pour sa part, a conclu que ces mesures avaient probablement réduit les inégalités de revenus, mais que leur impact sur la distribution de la richesse était moins clair <sup>31</sup>. S'agissant de l'économie portugaise, le Banco de Portugal a constaté que les hausses des prix des logements tendaient à réduire les inégalités de richesse, mais que les augmentations de la valeur des sociétés indépendantes et du patrimoine financier négociable, en revanche, les accentuaient <sup>32</sup>. Dans le même temps, selon des travaux récents traitant plus particulièrement des différences entre groupes ethniques aux États-Unis, une orientation accommodante de la politique monétaire tend à réduire ces différences

<sup>27</sup> Cf. Adam (K.) et Tzamourani (P.), « *Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area* », *European Economic Review*, vol. 89, 2016, p. 172-192.

<sup>28</sup> L'impact sur les ménages varie également selon la structure et la taille de leurs actifs et de leurs passifs : si les ménages fortement endettés (dont le niveau de richesse nette est souvent faible) retirent un plus grand bénéfice que les ménages riches, les gains sont en revanche très faibles (voire nuls) pour les ménages détenant peu d'actifs.

<sup>29</sup> Cf., par exemple, Colciago (A.), Samarina (A.) et De Haan (J.), « *Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 33, 2019, p. 1199-1231.

<sup>30</sup> Cf. Casiraghi (M.), Gaiotti (E.), Rodano (L.) et Secchi (A.), « *A 'reverse Robin Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 85, 2018, p. 215-235 ; et Bunn (P.), Pugh (A.) et Yeates (C.), « *The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK Between 2008 and 2014* », *Staff Working Papers*, n° 720, Bank of England, 2018. La première de ces deux études, qui utilise des données italiennes, montre également que les mesures non conventionnelles ne nuisent pas aux épargnants, la rémunération de leurs actifs étant contrebalancée par le soutien au revenu du travail et par les plus-values.

<sup>31</sup> Cf. Deutsche Bundesbank, « *Distributional Effects of Monetary Policy* », *Monthly Report*, septembre 2016, p. 13-36.

<sup>32</sup> Cf. Banco de Portugal, « *Distribution Mechanisms of Monetary Policy in the Portuguese Economy* », *Economic Bulletin*, mai 2017, p. 93-110.

s'agissant du chômage (et donc des revenus), mais elle accentue les écarts de richesse <sup>33</sup>.

## Encadré 2

### Politique monétaire et inégalités régionales

Sebastian Hauptmeier, Frédéric Holm-Hadulla et Katerina Nikalixi

Dans de nombreuses parties du monde, les situations économiques des régions pauvres et des régions riches ont divergé au cours des dernières années. En Europe, par exemple, les disparités régionales se sont accentuées depuis le début de l'UEM, notamment en raison des effets d'hystérèse qui ont suivi la crise financière mondiale <sup>34</sup>. Une étude récente confirme qu'une dynamique divergente est apparue dans la zone euro après la crise financière : les parties supérieures de la distribution des revenus ont connu une reprise solide après la contraction enregistrée en 2009 tandis que, dans les parties inférieures de la distribution, le PIB par tête a baissé de façon continue <sup>35</sup>. En outre, un récent encadré du *Bulletin économique* montre le même type de divergence sur les marchés du travail <sup>36</sup>.

Cet accroissement des inégalités régionales a attiré l'attention, mais la contribution de la politique monétaire à cette évolution n'a pas encore été analysée. Le débat s'est concentré pour l'essentiel sur les régimes fiscaux et de redistribution ou sur les modifications sous-jacentes des structures économiques comme étant les principaux déterminants de la dynamique des inégalités régionales <sup>37</sup>. Il est cependant naturel de se demander si ces forces motrices ont été accentuées ou atténuées par les politiques menées à l'échelle macroéconomique. Et, parmi les divers domaines de politique économique, la politique monétaire offre une perspective intéressante compte tenu de son rôle important dans le pilotage des résultats macroéconomiques au cours de la dernière décennie.

Dans ce contexte, le présent encadré cherche à mettre en évidence l'impact dynamique que les variations exogènes des taux directeurs à court terme ont eu sur le PIB des villes et d'autres unités régionales de la zone euro. Pour calculer ces variations exogènes, le modèle empirique utilisé ici inclut comme variables de contrôle des variables macroéconomiques clés (telles que le PIB et l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro) qui font généralement partie de la fonction de réaction de banque centrale. Ainsi, d'après la stratégie d'identification, lorsqu'on inclut les conditions macroéconomiques comme variables de contrôle, il n'y a pas de réaction de la politique monétaire à l'activité économique au niveau régional.

Les résultats indiquent une hétérogénéité prononcée des profils régionaux dans la transmission de la politique monétaire. Par exemple, la partie a du graphique A compare la réaction dynamique de la production régionale à un choc de politique monétaire, aux 5e et 95e centiles de la distribution.

<sup>33</sup> Cf. Bartscher (A.), Kuhn (M.), Schularick (M.) et Wachtel (P.), « *Monetary Policy and Racial Inequality* », *CEPR Discussion Papers*, n° 15734, janvier 2021. La principale raison de l'effet défavorable sur les écarts de richesse est que, aux États-Unis, les ménages noirs sont moins susceptibles que les ménages blancs de détenir des actions et d'être propriétaires de leur logement.

<sup>34</sup> Cf. Hudecz (G.), Moshammer (E.) et Wieser (T.), « *Regional disparities in Europe: should we be concerned?* », *ESM Discussion Papers*, n° 13, juillet 2020.

<sup>35</sup> Cf. Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Nikalixi (K.), « *Monetary policy and regional inequality* », *Working Paper Series*, n° 2385, BCE, mars 2020.

<sup>36</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Évolutions régionales du marché du travail pendant la grande crise financière et la reprise ultérieure* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

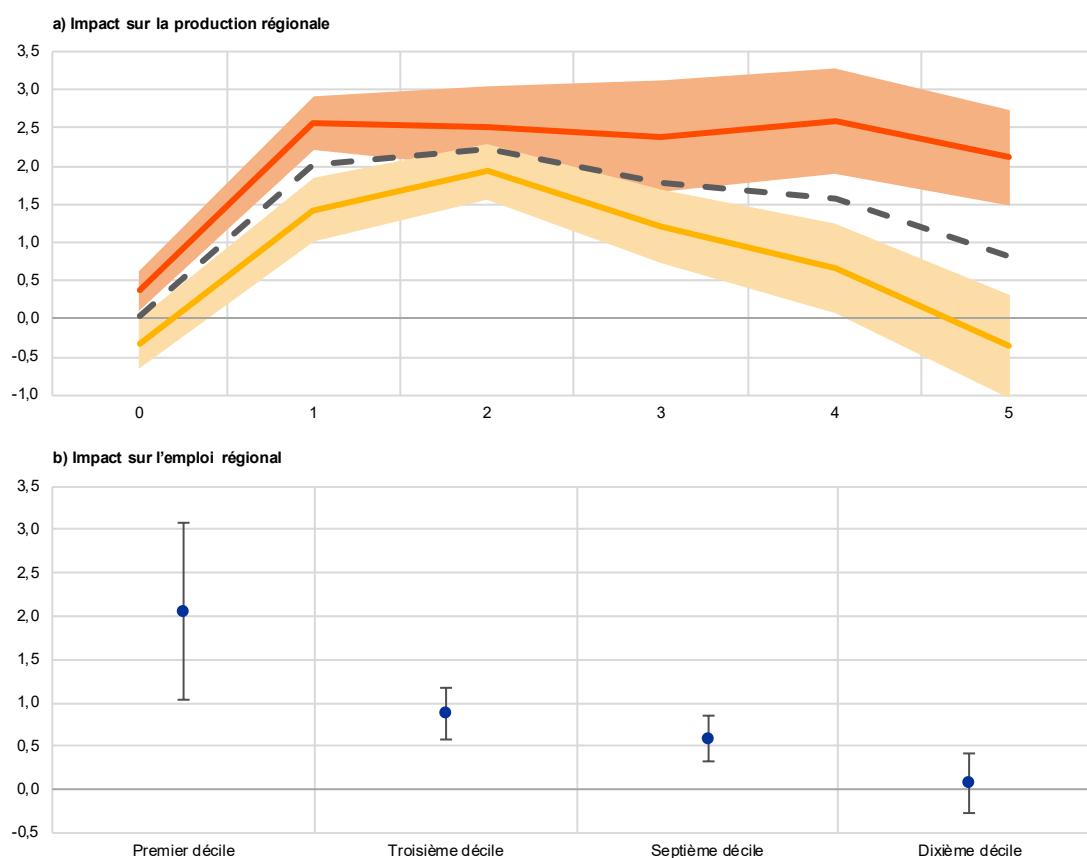
<sup>37</sup> Cf. Austin (B.), Glaeser (E.) et Summers (L.), « *Saving the Heartland: Place-Based Policies in 21st Century America* », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps 2018.

Dans les deux parties de la distribution, la production augmente après la baisse des taux, mais l'expansion est beaucoup plus forte dans la partie inférieure. En outre, l'écart se creuse au fil du temps. En effet, même si la production dans la partie supérieure de la distribution retrouve son niveau antérieur, l'impact sur la production se révèle persistant dans la partie inférieure. En conséquence, un assouplissement de la politique monétaire réduit les inégalités régionales et un durcissement les aggrave.

## Graphique A

### Impact de la politique monétaire au niveau régional

(en pourcentage)



Source : Hauptmeier *et al.*, *op. cit.*

Notes sur la partie a : Cette partie montre l'impact d'une réduction de 100 points de base des taux d'intérêt sur le PIB régional (en pourcentage). L'axe horizontal indique l'horizon des fonctions de réponse impulsionnelle (en nombre d'années). Les courbes correspondent aux estimations ponctuelles et les zones ombrées à des intervalles de confiance à 90 %. La courbe rouge retrace les estimations pour le 95e centile de la distribution conditionnelle du PIB à l'échelle régionale ; la courbe jaune retrace le 5e centile ; la courbe en pointillés correspond à la moyenne.

Notes sur la partie b : Cette partie montre l'impact d'une réduction de 100 points de base des taux d'intérêt sur l'emploi au bout de cinq ans (en pourcentage) pour les différents déciles de la distribution du PIB par tête régional. Les points correspondent à des estimations ponctuelles ; les barres, à des intervalles de confiance à 90 %. Les régions sont définies conformément à la classification NUTS 3 d'Eurostat.

Ces résultats illustrent le rôle joué par les effets distributifs de la politique monétaire (y compris le long des lignes géographiques). De plus, tandis que les discussions concernant l'impact géographique inégal de la politique monétaire de la zone euro se concentrent généralement sur les différences entre pays, la présente analyse montre que la question de l'hétérogénéité géographique est plus profonde : l'hétérogénéité inter-régionale devient plus accentuée à des niveaux géographiques plus granulaires et cette hétérogénéité modifie en profondeur les conséquences d'une orientation donnée de la politique monétaire sur différents pans de l'économie.



En ligne avec de nombreuses études de longue date <sup>38</sup>, Hauptmeier *et al.* (*op. cit.*) citent les marchés du travail comme étant un déterminant probable de ces évolutions : la réaction de l'emploi à des chocs de politique monétaire est particulièrement persistante, et ces chocs ont des effets durables particulièrement répandus sur l'ensemble de la distribution du PIB par tête régional. Comme le montre la partie b du graphique A, on observe des effets statistiquement significatifs et économiquement pertinents sur l'emploi cinq années encore après le choc de politique monétaire, jusqu'au 7e décile de la distribution du PIB par tête régional. Dans l'ensemble, ces observations viennent s'ajouter à des études de plus en plus nombreuses suggérant que la politique monétaire peut avoir des effets durables, avec des conséquences plus importantes sur le bien-être qu'un simple lissage des fluctuations temporaires de l'activité économique <sup>39</sup>.

---

## 4 Hétérogénéité et transmission de la politique monétaire aux dépenses des ménages

Alors que la section précédente traitait plus particulièrement de l'impact de la politique monétaire sur les inégalités de revenus et de richesse, la présente section examine la manière dont la distribution des revenus et de la richesse détermine la transmission de la politique monétaire aux ménages. Plus spécifiquement, elle estime la manière dont la transmission de la politique monétaire à la consommation varie entre les différents ménages, en fonction de la structure de leurs revenus et de leur richesse, de leur propension marginale à consommer et de la réaction de leurs revenus à des chocs agrégés.

### Canaux directs et indirects de transmission de la politique monétaire

Les effets de la politique monétaire sur les ménages peuvent être regroupés en deux grandes catégories : *effets directs* et *effets indirects*.

**Les effets directs sont les conséquences immédiates et d'équilibre partiel de la variation des taux d'intérêt.** Il s'agit notamment de l'impact des différentes trajectoires de taux d'intérêt sur le revenu financier net des ménages (exposition nette aux taux d'intérêt). C'est souvent le principal canal mis en évidence par les commentateurs. Il est hétérogène entre les ménages, car il dépend de la composition de leurs portefeuilles d'actifs et de passifs. Par exemple, un abaissement des taux directeurs va réduire les charges d'intérêts des ménages ayant un encours de dette (comme expliqué précédemment), notamment si leurs prêts sont assortis de taux variables. Il va également réduire le revenu financier des ménages qui ne sont pas endettés, mais détiennent des actifs à court terme (dont le rendement réel va baisser temporairement). Un second effet direct de la politique monétaire implique un changement dans l'incitation des ménages à épargner (substitution intertemporelle).

---

<sup>38</sup> Cf., par exemple, Blanchard (O.) et Summers (L.), « *Hysteresis and the European Unemployment Problem* », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 1, 1986, p. 15-78.

<sup>39</sup> Cf., par exemple, Blanchard (O.), « *Should we reject the natural rate hypothesis?* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32(1), 2018, p. 97-120 ; et Jordà (Ò.) Singh (S.R.) et Taylor (A.M.), « *The Long-Run Effects of Monetary Policy* », *NBER Working Papers*, n° 26666, 2020.

Cet effet est également hétérogène, dans la mesure où il concerne essentiellement les ménages qui possèdent un stock d'épargne liquide et sont donc capables de l'ajuster temporairement sans avoir à payer de coûts de transaction élevés.

**Les effets indirects s'exercent via les réponses d'équilibre général des prix et des salaires (et donc des revenus du travail et de l'emploi).** Lorsque les taux directeurs sont abaissés, l'augmentation directe des dépenses des ménages (et de l'investissement des entreprises) qui en résulte entraîne une hausse de la production et exerce des pressions à la hausse sur l'emploi et sur les salaires. Cet effet indirect, qui s'exerce via l'augmentation des revenus du travail (notamment dans le quintile inférieur, comme décrit dans la section précédente), entraîne des hausses supplémentaires de la demande agrégée. Cela aura également des conséquences hétérogènes dans la mesure où les différentes sources de revenus (salaires ou revenus de sociétés privées) ou les différents gisements de travailleurs au chômage (personnes faiblement ou hautement qualifiées) affichent des degrés d'élasticité différents à une variation des dépenses agrégées.

## Estimations empiriques pour la zone euro

**Dans la littérature économique, des éléments de plus en plus nombreux montrent que les ménages individuels diffèrent dans leur comportement en matière de consommation face à des chocs de revenu – c'est-à-dire dans leur propension marginale à consommer** <sup>40</sup>. Les auteurs constatent qu'il est utile de classer les ménages en fonction du montant d'actifs liquides qu'ils détiennent. Les ménages détenant peu d'actifs liquides tendent à avoir une forte propension marginale à consommer, et sont souvent décrits comme « vivant au jour le jour », car ils tendent à consommer la totalité de leurs revenus <sup>41</sup>. Ils peuvent être soit « pauvres » (s'ils ne détiennent aucun actif) soit « riches » (s'ils détiennent une richesse illiquide positive, par exemple leur propre logement, mais disposent d'un volume très limité d'actifs liquides et ont d'importants engagements de dépenses, comme un prêt hypothécaire élevé) <sup>42</sup>. À l'inverse, les ménages non contraints (ou « ne vivant pas au jour le jour ») se comportent conformément à l'hypothèse du revenu permanent : leurs profils de dépenses demeurent pratiquement inchangés face à une hausse transitoire du revenu. Sur la base de cette classification, 10 % des

<sup>40</sup> Des études ont eu tendance à analyser cette question de deux manières possibles. La première consiste à examiner les événements de la vie réelle (comme des rabais fiscaux inattendus pour les ménages), à mesurer la réaction de la consommation à des chocs de revenu à l'aide de données d'enquêtes (cf., par exemple, Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *The Consumption Response to Income Changes* », *Annual Review of Economics*, vol. 2, 2010, p. 479-506). La seconde s'appuie sur des enquêtes, dans lesquelles les personnes sont interrogées sur la manière dont leurs dépenses réagiraient à des scénarios hypothétiques ou réels (cf., par exemple, Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *Fiscal Policy and MPC Heterogeneity* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6(4), 2014, p. 107-136 ; et Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Pistaferri (L.) et Van Rooij (M.), « *Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks* », *The Economic Journal*, vol. 129, n° 622, 2019, p. 2322-2341).

<sup>41</sup> De manière générale, les ménages vivant au jour le jour détiennent soit a) un montant net positif d'actifs liquides équivalent à moins de deux semaines de revenu ou b) un montant net négatif d'actifs liquides équivalent à moins de deux semaines de revenu moins leur limite de crédit.

<sup>42</sup> Cf., par exemple, Kaplan (G.), Moll (B.) et Violante (G.), « *Monetary Policy According to HANK* », *American Economic Review*, vol. 108(3), 2018, p. 697-743 ; et Weidner (J.), Kaplan (G.) et Violante (G.), « *The Wealthy Hand-to-Mouth* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 48, printemps 2014, p. 77-153.

ménages de la zone euro sont des « pauvres vivant au jour le jour », 12 % des « riches vivant au jour le jour » et 78 % « ne vivant pas au jour le jour ».

**Afin d'estimer la taille des divers canaux de transmission à la consommation, nous avons besoin à la fois de données agrégées et de données microéconomiques concernant les portefeuilles et les revenus des ménages** <sup>43</sup>.

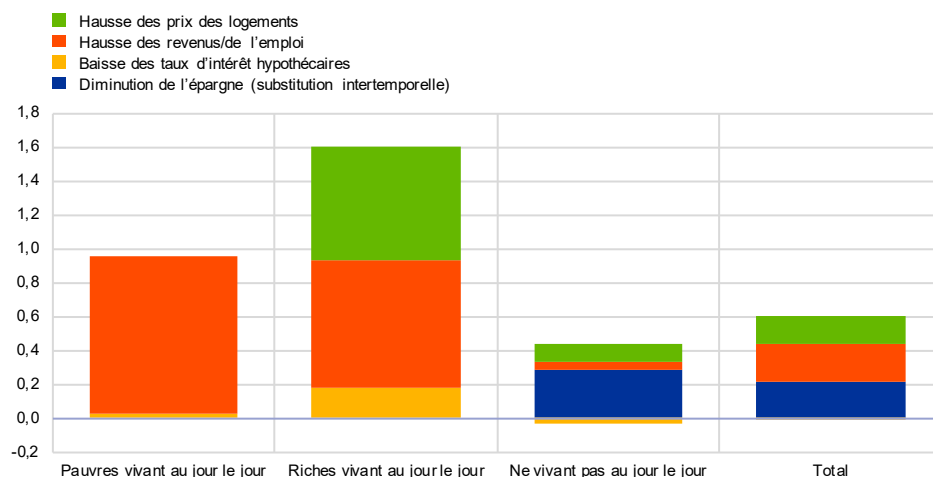
S'agissant des données agrégées, on peut utiliser des modèles vectoriels autorégressifs pour estimer la façon dont les gains agrégés et les prix d'actifs réagissent à la politique monétaire. Les données microéconomiques, elles, sont nécessaires afin de quantifier l'exposition des ménages au risque de taux d'intérêt, au risque d'inflation, au risque lié aux prix d'actifs et aux revenus du travail.

**Comme le montre le graphique 7, face à un assouplissement de la politique monétaire, les dépenses des ménages vivant au jour le jour augmentent plus fortement que celles des ménages ne vivant pas au jour le jour.** Une baisse de 100 points de base des taux d'intérêt réels accroît la consommation des ménages pauvres vivant au jour le jour de presque 1 % et celle des ménages riches vivant au jour le jour de 1,6 %, tandis que la consommation des autres ménages augmente de seulement 0,5 %.

### Graphique 7

Impact estimé sur la consommation d'une baisse de 100 points de base des taux d'intérêt réels dans la zone euro

(en pourcentage)



Source : Slačálek *et al.*, *op. cit.*

Notes : Ce graphique montre l'impact d'une baisse de 100 points de base des taux d'intérêt réels sur la consommation au bout d'un an, en ventilant cet impact en a) effet de substitution intertemporelle standard (qui réduit l'épargne), b) canal de la trésorerie résultant de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires, c) canal du revenu résultant de la hausse de l'emploi et des salaires, et d) effet de richesse lié à l'immobilier résultant de la hausse des prix des logements. L'ampleur de ces effets varie en fonction de la richesse des ménages. Dans la zone euro, 10 % des ménages sont pauvres et vivent au jour le jour, 12 % sont riches et vivent au jour le jour et 78 % ne vivent pas au jour le jour. Pour les besoins de ce graphique, la zone euro a été modélisée en agrégeant les données pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.

**Lors d'un assouplissement de la politique monétaire, la consommation des ménages vivant au jour le jour est principalement stimulée via les effets**

<sup>43</sup> Cette section résume les principaux résultats de Slačálek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.), « *Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area* », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 115, 2020, article 103879.

**indirects, tandis que la consommation des ménages ne vivant pas au jour le jour l'est essentiellement via le canal de substitution intertemporelle.**

L'impact des effets indirects est fortement concentré sur les ménages vivant au jour le jour, car ils tendent à avoir des revenus plus faibles et bénéficient de façon disproportionnée des nouveaux emplois et des revenus correspondants. L'effet de ce canal sur la consommation est amplifié car ces ménages ont une plus forte propension marginale à consommer que les autres ménages. Le canal de substitution intertemporelle joue un rôle majeur pour les ménages ne vivant pas au jour le jour qui détiennent un stock d'épargne significatif, tandis que les autres canaux de transmission (qui agissent via les variations de prix des logements et, en particulier, les variations des revenus financiers nets) jouent un rôle moins important, quantitativement parlant <sup>44</sup>.

**La prise en compte des différences entre ménages est importante pour évaluer l'impact de la politique monétaire sur la consommation agrégée.** En général, la politique monétaire n'a qu'une incidence temporaire sur l'économie, ses effets tendant à se dissiper à long terme. Par conséquent, d'autres facteurs, tels que la mondialisation ou la façon dont les différents régimes fiscaux redistribuent les revenus et la richesse (par le biais d'une imposition progressive, par exemple), tendront, à long terme, à être des facteurs d'inégalité plus importants que la politique monétaire. Toutefois, nos résultats indiquent que la politique monétaire peut effectivement soutenir efficacement la consommation des ménages en période de ralentissement économique.

### Encadré 3

#### Plus-values, bien-être et consommation

Maarten Dossche et Dimitris Georgarakos

Le récent recul des taux d'intérêt qui a résulté d'un abaissement des taux directeurs et des achats nets d'actifs a contribué aux plus-values sur les actifs à plus long terme <sup>45</sup>. Cela soulève deux questions. Premièrement, dans quelle mesure ces plus-values ont-elles contribué aux inégalités de richesse ? Et deuxièmement, dans quelle mesure ont-elles engendré des effets de richesse sur la consommation, stimulant ainsi l'activité agrégée ? La théorie économique suggère qu'il n'est peut-être pas tout à fait évident de trouver des réponses à ces questions.

Il n'est pas vrai, par exemple, que les détenteurs d'actions tirent systématiquement profit d'une baisse des taux d'intérêt via des plus-values <sup>46</sup>. En effet, il faut regarder si la durée de leurs actifs est supérieure à celle de leurs passifs. Les expositions aux taux d'intérêt non couvertes – la différence entre l'ensemble des actifs et des passifs arrivant à échéance à un moment donné –

<sup>44</sup> Les prix des logements influent sur la consommation principalement via l'assouplissement des contraintes liées aux garanties, ce qui permet aux ménages d'emprunter davantage afin de financer leur consommation. L'impact de cet effet est concentré sur les ménages contraints (cf., par exemple, Paiella (M.) et Pistaferri (L.), « *Decomposing the Wealth Effect on Consumption* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99(4), octobre 2017, p. 710-721).

<sup>45</sup> Cf. Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: Evidence from the Euro Area* », *International Journal of Central Banking*, à paraître.

<sup>46</sup> Cf. Auclert (A.), *op. cit.* ; et Moll (B.), « *Comment on Hubmer, Krusell and Smith (2020), 'Sources of U.S. Wealth Inequality: Past, Present, and Future'* », *NBER Macroeconomics Annual*, à paraître. À noter, toutefois, que les hausses des prix d'actifs dues à une augmentation des dividendes attendus accroîtront toujours le bien-être des détenteurs d'actions, indépendamment de leur projets d'arbitrage de portefeuilles (acquisitions, cessions ou sans changement).

constituent la meilleure mesure de l'exposition des bilans des ménages aux variations des taux d'intérêt. Pour les personnes dont la richesse financière est principalement investie dans des dépôts à court terme, les expositions aux taux d'intérêt non couvertes tendent à être positives, tandis que pour les personnes ayant d'importants prêts hypothécaires à taux variables, ces expositions tendent à être négatives. Une baisse des taux d'intérêt entraîne une redistribution de la richesse du premier groupe vers le second.

Point important, les passifs incluent également les projets en matière de consommation, et les actifs, le capital humain. Par conséquent, les plus-values résultant d'une baisse des taux d'intérêt n'ont pas d'effet sur les ménages dont les flux de dividendes sont égaux à leurs prévisions en matière de consommation. En revanche, grâce aux plus-values qu'elle génère, une baisse des taux d'intérêt profite aux ménages détenant des actifs à long terme à des fins de financement de la consommation à court terme (par exemple, les ménages plus âgés qui détiennent des actions ou des obligations à plus long terme). Et elle nuit aux ménages qui financent un flux de consommation à long terme (la retraite, par exemple) à l'aide d'actifs à court terme (le revenu avant retraite, par exemple), car elle fait baisser le taux auquel ils peuvent investir leurs gains. Ces conclusions sont tirées d'un modèle stylisé, et certaines hypothèses sous-jacentes peuvent ne pas toujours être valables dans la pratique (en raison de motifs de legs, par exemple). Dans l'ensemble, toutefois, la théorie économique énonce clairement que même si deux ménages différents détiennent le même montant de richesse et que celle-ci est composée exactement de la même manière, les effets sur le bien-être des plus-values enregistrées sur leurs portefeuilles sont susceptibles de varier, en fonction de leurs projets en matière de consommation et d'investissement.

De la même manière, une hausse des prix des logements sous l'effet d'une baisse des taux d'intérêt devrait engendrer un effet de richesse hétérogène sur les dépenses de consommation. On peut s'attendre à un accroissement de la consommation des ménages plus âgés, propriétaires de leur logement, lorsque les prix des logements augmentent <sup>47</sup>. Là encore, cependant, les ménages modifieront leur consommation de façons différentes, en fonction de leurs projets en matière d'investissement. Une étude récente apporte une confirmation empirique de ces conclusions intuitives <sup>48</sup>. S'appuyant sur des données d'enquêtes provenant des Pays-Bas, elle constate une hétérogénéité significative des effets de richesse, plus de 90 % des propriétaires de logements ne déclarant aucune réaction, que ce soit à un choc positif ou négatif sur la richesse immobilière. Cela correspond à un effet de richesse moyen compris entre 2 % et 5 %, conformément aux estimations économétriques mettant en relation les variations de la richesse immobilière agrégée avec la consommation réalisée agrégée <sup>49</sup>. En outre, l'étude montre également que, conformément à la théorie économique, les effets de richesse d'une hausse des prix des logements sont plus importants pour les ménages plus âgés (partie a du graphique A). Enfin, elle montre que la hausse de la consommation résultant d'un choc positif sur la richesse immobilière est plus prononcée (en termes absolus) que la baisse de la consommation résultant d'un choc négatif de même ampleur (partie b du

<sup>47</sup> Cf. Campbell (J.) et Cocco (J.), « *How do house prices affect consumption? Evidence from micro data* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, p. 591-621. Les ménages plus jeunes qui sont locataires ne vont pas nécessairement réduire leur consommation, dans la mesure où la valeur actuelle de leur capital humain (qui est un actif à long terme) augmentera probablement de la même manière que les prix des logements. En revanche, si les prix des logements augmentent en raison d'une hausse des loyers, on peut s'attendre que les ménages plus jeunes réduisent leur consommation si leurs salaires (c'est-à-dire les revenus de leur capital humain) demeurent inchangés.

<sup>48</sup> Cf. Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Pistaferri (L.) et Van Rooij (M.), « *Heterogeneous Wealth Effects* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14453, 2020.

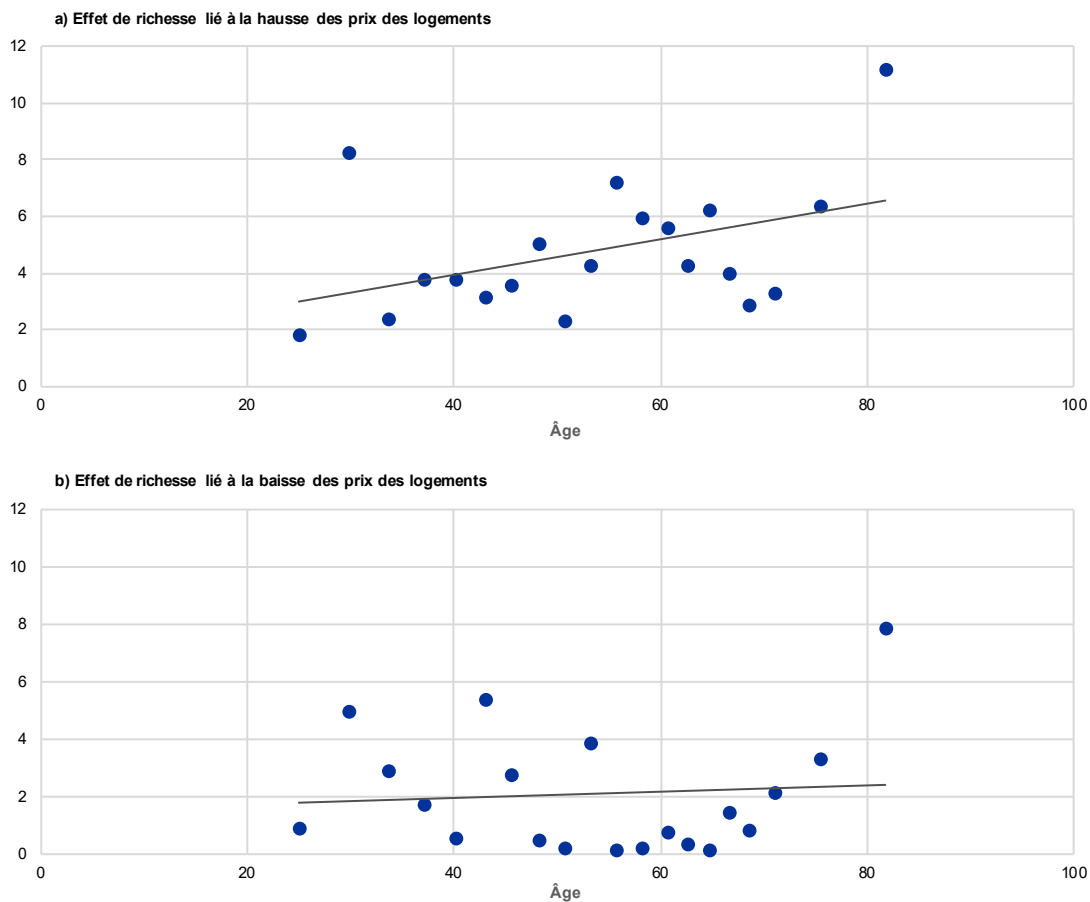
<sup>49</sup> Cf. l'article intitulé « *Patrimoine et consommation des ménages dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020.

graphique A). Cette observation corrobore l'existence d'un mécanisme de canal du collatéral en plus de l'effet de richesse pur. Les augmentations de valeur des logements de la population offrent une capacité d'emprunt et de dépense additionnelle, alors que les baisses de valeur ne contraignent pas nécessairement les ménages à réduire leurs emprunts, les exigences liées à la quotité de financement étant contraignantes uniquement au moment de l'émission du prêt.

## Graphique A

### La relation entre effets de richesse et âge

(en pourcentage)



Source : Christelis *et al.*, *op. cit.* dans la note de bas de page n° 48.

Globalement, la littérature récente suggère que les plus-values et les plus grandes inégalités de richesse dues à un recul des taux d'intérêt ne se traduisent pas automatiquement par une amélioration du bien-être ni par une augmentation de la consommation des ménages qui en bénéficient. Afin d'acquérir une compréhension approfondie de l'interaction entre politique monétaire et inégalités, il faut mener un plus grand nombre d'études sur le rôle que jouent les projets d'investissement des ménages à cet égard <sup>50</sup>.

<sup>50</sup> Comme souligné dans Moll (B.), *op. cit.*

## 5 Conclusion

**Dans de nombreuses économies avancées, les inégalités s'accroissent depuis plusieurs décennies, principalement sous l'effet de facteurs autres que la politique monétaire.** Si les inégalités de revenus et de richesse ont eu tendance à augmenter dans la plupart des économies avancées, on observe néanmoins une forte hétérogénéité entre les pays, à la fois dans l'ampleur de l'accroissement de ces inégalités et dans leurs niveaux actuels. Dans la zone euro, par exemple, les inégalités de revenus et de richesse sont généralement moins élevées qu'aux États-Unis. Bien que certains facteurs d'accroissement des inégalités (comme la mondialisation) soient communs à la plupart des pays, les politiques autres que la politique monétaire sont déterminantes pour expliquer ces différences entre pays. Après tout, depuis les années 1980, la plupart des économies avancées ont eu tendance à adopter des cadres de politique monétaires relativement similaires, avec une inflation demeurant stable et faible. En outre, dans la mesure où les pertes d'emplois cycliques laissent des séquelles permanentes sur l'employabilité des personnes, la politique monétaire a en fait contribué à prévenir un accroissement à plus long terme des inégalités de richesse et de revenus sous l'effet du cycle conjoncturel.

**En effet, l'assouplissement de la politique monétaire semblerait avoir globalement atténué les inégalités économiques au cours des dernières années.** Les effets directs d'un tel assouplissement sont hétérogènes en raison des différences entre ménages quant à la propriété des logements et, par conséquent, de la prévalence des prêts immobiliers. Surtout, l'assouplissement de la politique monétaire a clairement un effet de réduction des inégalités via ses effets indirects, ce qui se traduit par un accroissement de l'emploi, en particulier pour les ménages à plus faibles revenus. Si la BCE ne dispose ni du mandat ni des instruments nécessaires pour définir spécifiquement un objectif de distribution des revenus et de la richesse, les politiques qu'elle mène actuellement semblent généralement avoir un effet d'égalisation par le biais de leur contribution à la stabilisation macroéconomique.

**L'hétérogénéité des ménages joue un rôle primordial dans la transmission de la politique monétaire.** Comme les ménages diffèrent substantiellement du point de vue de la composition de leur richesse, de la sensibilité de leur revenu au cycle d'activité et de leur propension à consommer, la distribution des revenus et de la richesse joue un rôle essentiel dans la détermination de la transmission de la politique monétaire à l'activité économique et à l'inflation. Si les récentes améliorations apportées aux modèles et aux données ont contribué à une meilleure compréhension de cette partie du canal de transmission monétaire, plusieurs interrogations subsistent néanmoins (comme le montre l'encadré 3). En conséquence, la BCE continue, comme de nombreuses autres banques centrales, à investir dans de nouveaux modèles et sources de données macroéconomiques afin de mieux comprendre l'incidence de ses politiques sur les inégalités et la manière dont l'hétérogénéité des ménages détermine la transmission de ses politiques.



## Comprendre les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs – le rôle joué par la certitude (l'incertitude)

### 1 Introduction

Aidan Meyler et Lovisa Reiche

Il est important pour les responsables de la politique monétaire de comprendre les anticipations d'inflation des ménages

Cet article présente et analyse les données relatives aux perceptions et aux anticipations quantitatives de l'inflation des consommateurs

**Les anticipations d'inflation jouent un rôle essentiel dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.** Toutes choses égales par ailleurs, lorsque les agents économiques anticipent une hausse de l'inflation, ils perçoivent que le taux d'intérêt réel baissera. En conséquence, ils dépensent davantage et épargnent moins afin d'optimiser leur consommation et leurs investissements sur un horizon à long terme. Les anticipations d'inflation jouent également un rôle important dans le processus de fixation des salaires et des prix et sont ainsi un déterminant important de l'inflation future. Par conséquent, il est crucial pour les responsables de la politique monétaire de comprendre la nature des anticipations d'inflation des agents économiques et la manière dont elles sont formées <sup>1</sup>.

**Cet article analyse les anticipations d'inflation des consommateurs en utilisant les données disponibles issues de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs.** Il existe plusieurs façons de mesurer les anticipations d'inflation : celles-ci peuvent être extraites des instruments du marché financier, des enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels et des enquêtes auprès des entreprises ou des ménages. Cet article se concentre sur les perceptions et les anticipations des consommateurs relatives à l'inflation tirées de l'enquête harmonisée réalisée par la Commission européenne auprès des consommateurs <sup>2</sup>. Ces données sont établies depuis 1985. Toutefois, jusqu'en 2004, les données fournissent seulement des informations qualitatives sur les perceptions et les anticipations des participants aux enquêtes s'agissant du sens et de la vitesse des variations de prix. Des données quantitatives sur l'ampleur de l'inflation ont été collectées systématiquement à partir de 2004 dans le cadre de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs <sup>3</sup>. Cette analyse contribue à appréhender

<sup>1</sup> Cf., par exemple, Draghi (M.), *Déclaration introductive*, Banque centrale européenne, 22 octobre 2015 et Yellen (J.), « *Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound* », *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 49, n° 2, Fall, 2018, p. 573-579.

<sup>2</sup> Les perceptions de l'inflation par les consommateurs ont trait aux variations de prix perçues dans le passé et leurs anticipations d'inflation se rapportent aux variations de prix attendues dans le futur.

<sup>3</sup> Ces données ont été rendues publiques sous forme agrégée pour l'UE et la zone euro et incluent les ventilations par catégories économiques après une étude réalisée par Arioli (R.), Bates (C.), Dieden (H.), Duca (I.), Friz (R.), Gayer (C.), Kenny (G.), Meyler (A.) et Pavlova (I.), « *EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation* », *European Economy - Discussion Paper*, n° 038, Commission européenne, Direction générale des affaires économiques et financières, novembre 2016. Elles ont été communiquées trimestriellement depuis début 2019 par la Commission européenne dans le cadre de sa publication des indicateurs conjoncturels européens (*European Business Cycle Indicators*, EBCI). Cf. également Commission européenne, « *New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU* », *European Business Cycle Indicators (EBCI) – 1st Quarter 2019, Technical Paper*, n° 31, p. 17-22, 12 avril. Les données peuvent être téléchargées [ici](#) (dans la rubrique *Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions*)



Les perceptions et les anticipations relatives à l'inflation sont liées aux caractéristiques sociodémographiques et au climat économique

certaines des faits stylisés les plus surprenants de ces anticipations d'inflation, à savoir que : a) la perception/l'anticipation moyenne a tendance à être systématiquement supérieure à l'inflation effective, même si elle évolue en corrélation avec elle ; b) il existe une corrélation négative apparente entre les anticipations d'inflation et le climat économique ; c) il existe une hétérogénéité importante à la fois entre les pays et entre les individus s'agissant des niveaux des anticipations d'inflation.

### **Certains faits stylisés relatifs aux anticipations d'inflation des consommateurs peuvent s'expliquer par les caractéristiques sociodémographiques et le climat économique.**

Notre analyse confirme les précédentes conclusions de la littérature selon lesquelles les consommateurs auront probablement des perceptions et des anticipations relatives à l'inflation plus élevées s'ils sont plus jeunes, si ce sont des femmes, s'ils ont des niveaux d'éducation formelle plus faibles et s'ils appartiennent à des groupes de revenus plus bas <sup>4</sup>. De plus, nous confirmons que les consommateurs qui déclarent se trouver dans une meilleure situation financière et qui ont des anticipations positives quant à l'évolution de l'économie dans son ensemble sont associés à des anticipations d'inflation plus basses et que cette constatation se vérifie également lorsque l'on prend en compte les facteurs sociodémographiques <sup>5</sup>.

### **Nous proposons également des explications pour le biais dans les anticipations d'inflation quantitatives vis-à-vis de l'inflation effective et pour leur relation négative avec le climat économique.**

Le biais semble être lié au fait que les agents économiques qui sont plus incertains déclarent généralement leurs anticipations d'inflation en utilisant des chiffres ronds (par multiples de cinq). De plus, ceux qui ont une attitude négative vis-à-vis de l'économie dans son ensemble ont également tendance à être plus incertains quant aux perspectives d'inflation et à déclarer des anticipations d'inflation plus élevées. Cela explique pourquoi les anticipations d'inflation déclarées sont susceptibles d'augmenter lors des périodes d'incertitude économique.

### **Pour analyser ces questions, le présent article est structuré de la façon suivante.**

La section 2 présente une vue d'ensemble des perceptions et des anticipations agrégées des consommateurs s'agissant de l'inflation. La section 3 décrit le cadre permettant d'examiner les anticipations d'inflation à travers le prisme de l'incertitude. La section 4 examine l'impact des caractéristiques sociodémographiques spécifiques et des variables relatives au climat économique sur la probabilité que les particuliers se montrent incertains quant à l'inflation et déclarent par conséquent des anticipations avec des chiffres arrondis. La section 5 analyse comment le cadre relatif à la certitude (à l'incertitude) contribue à expliquer les anticipations d'inflation déclarées et la section 6 apporte des éléments de conclusion.

<sup>4</sup> Pour une première évaluation (des consommateurs suédois), cf. Jonung (L.), « *Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden* », *The American Economic Review*, vol. 71(5), 1981, p. 961-968 ; et pour une vue d'ensemble plus récente de la zone euro, cf. Arioli et al. (2016, *op. cit.*). Une étude de Bryan (M.) et Venkatu (G.), « *The Demographics of Inflation Opinion Surveys* », *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, octobre 2001, soutient que ces différences ne peuvent s'expliquer uniquement par des paniers de consommation différents entre ces différents groupes socioéconomiques.

<sup>5</sup> Cela a été mis en évidence pour les consommateurs italiens dans Del Giovane (P.), Fabiani (S.) et Sabbatini (R.), « *What's behind "inflation perceptions"? A survey-based analysis of Italian consumers* », *Temi di discussione (Working papers)*, n° 655, Banca d'Italia, janvier 2008 ; et au niveau européen par Ehrmann (M.), Pfajfar (D.) et Santoro (D.), « *Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations* », *International Journal of Central Banking*, février 2017, p. 225-259.

## 2 La nature des anticipations d'inflation des consommateurs

Les perceptions et les anticipations qualitatives des consommateurs s'agissant de l'inflation évoluent globalement en corrélation avec l'inflation effective, mais il existe des divergences notables.

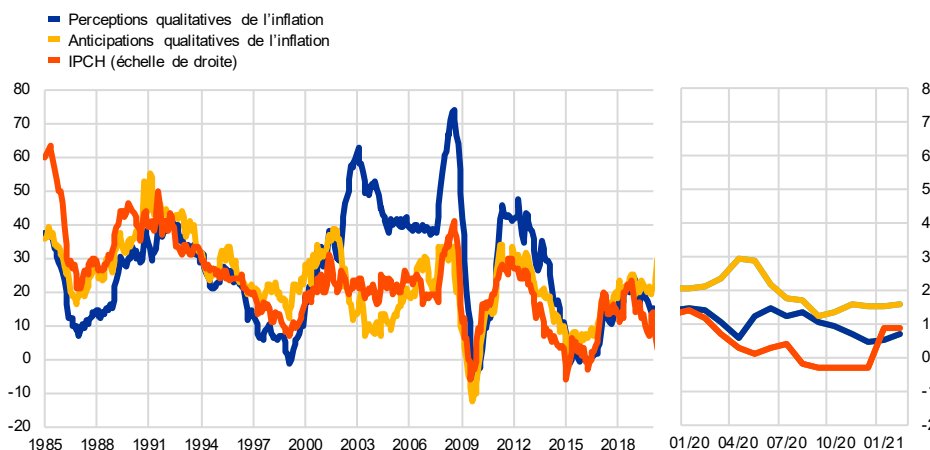
### Les perceptions et les anticipations qualitatives des consommateurs s'agissant de l'inflation ont tendance à être globalement corrélées avec l'inflation effective.

Les réponses qualitatives aux questions portant sur les perceptions et les anticipations relatives à l'inflation sont synthétisées en utilisant un solde d'opinions <sup>6</sup>. Les fluctuations globales à la hausse et à la baisse de l'inflation et leurs points de retournement correspondent relativement bien aux soldes d'opinions (cf. graphique 1). La divergence la plus notable est constatée s'agissant des perceptions de l'inflation par les consommateurs après l'introduction des billets et des pièces en euros. Plus récemment, en mars et avril 2020, quand la première vague de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et les confinements qui en ont résulté ont eu un impact sur les économies européennes, on a observé une divergence sans précédent entre les perceptions de l'inflation par les consommateurs, qui se sont inscrites en baisse, et leurs anticipations d'inflation, qui ont enregistré une hausse (cf. encadré 1). Toutefois, un inconvénient important de ces mesures qualitatives tient au fait qu'il n'existe pas de manière directe de les mettre en correspondance avec les perceptions et les anticipations quantitatives.

### Graphique 1

Variation des perceptions et des anticipations qualitatives des consommateurs s'agissant de l'inflation dans la zone euro et inflation effective mesurée par l'IPCH

(échelle de gauche : soldes d'opinions ; échelle de droite : inflation mesurée par l'IPCH en pourcentage)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et Eurostat.  
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2021.

<sup>6</sup> Pour les perceptions qualitatives de l'inflation par les consommateurs, le solde d'opinions est calculé en utilisant les réponses à la question « Comment pensez-vous que les prix à la consommation ont évolué au cours des douze derniers mois ? Ils ont : a) beaucoup augmenté ; b) modérément augmenté ; c) légèrement augmenté ; d) ils sont restés à peu près stables ou e) ils ont baissé ». Les participants à l'enquête peuvent également répondre « Ne sait pas ». Pour les anticipations d'inflation qualitatives des consommateurs, le solde d'opinions est calculé avec les réponses à la question « Par rapport aux douze prochains mois, comment pensez-vous que les prix à la consommation vont évoluer au cours des douze prochains mois ? Ils vont : a) augmenter plus rapidement ; b) augmenter au même rythme ; c) augmenter à un rythme plus lent ; d) rester à peu près stables ; e) baisser ». Les participants à l'enquête peuvent également répondre « Ne sait pas ». Pour les perceptions comme pour les anticipations, le solde d'opinions est calculé selon la formule suivante :  $a + (b/2) - (d/2) - e$ , dans laquelle a-e correspondent aux pourcentages des consommateurs ayant répondu a, b, d et e.

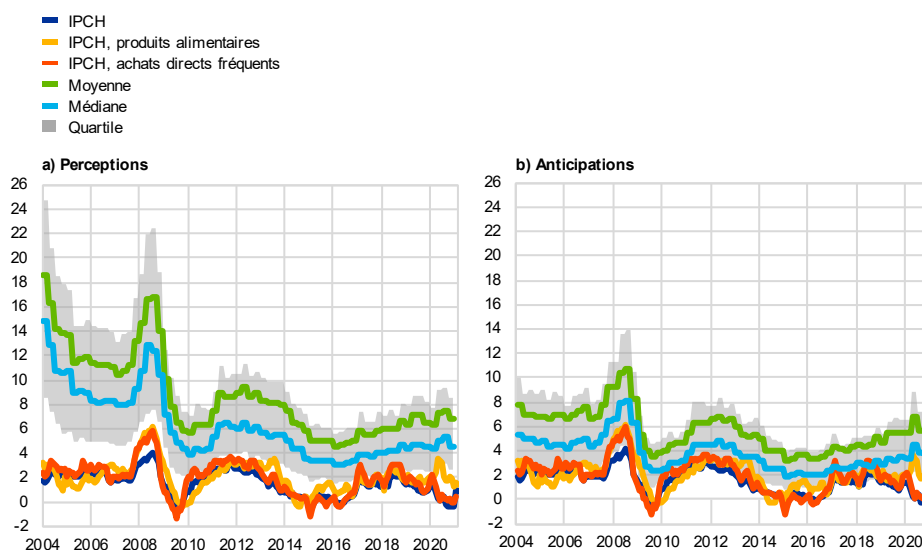
Les perceptions et les anticipations d'inflation quantifiées moyennes ont été nettement supérieures à l'inflation effective.

**Lorsqu'on leur demande de quantifier leurs perceptions et leurs anticipations relatives à l'inflation, les consommateurs ont tendance, en moyenne, à déclarer des chiffres nettement supérieurs à l'inflation effective.** Le graphique 2 présente les perceptions et les anticipations quantitatives relatives à l'inflation déclarées par les consommateurs de la zone euro dans l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs. En ce qui concerne les perceptions, la moyenne depuis 2004, qui s'établit à 8,7 %, est nettement supérieure à la hausse moyenne de l'IPCH sur la même période (1,5 %) <sup>7</sup>. Le quartile inférieur (c'est-à-dire le 25<sup>e</sup> centile) s'est établi en moyenne à 3,6 %, soit également largement au-dessus de l'inflation effective. Même si le degré de sur-quantification est plus faible pour les anticipations, il reste substantiel. La moyenne depuis 2004 est ressortie à 5,7 % (3,8 % pour la médiane). Le quartile inférieur s'est établi à 2,0 % en moyenne, ce qui indique que 75 % environ des consommateurs ont déclaré des anticipations d'inflation supérieures à 2 %.

## Graphique 2

Variations des perceptions et des anticipations quantitatives de l'inflation par les consommateurs de la zone euro et différentes mesures de l'inflation

(en pourcentages)



Sources: DG-ECFIN (Commission européenne) et Eurostat.

Notes : La zone grise représente l'intervalle interquartile (c'est-à-dire l'intervalle entre le premier et le troisième quartiles) des perceptions et des anticipations quantitatives de l'inflation par les consommateurs. Les dernières observations se rapportent à février 2021 (IPCH et IPCH pour les produits alimentaires), à janvier 2021 (IPCH pour les achats directs fréquents) et au quatrième trimestre 2020 (perceptions et anticipations).

La corrélation avec l'inflation effective a tendance à accuser un léger retard en ce qui concerne les perceptions et à être globalement instantanée pour les anticipations

**Le pic de corrélation avec l'inflation effective a tendance à accuser un léger retard en ce qui concerne les perceptions de l'inflation et à être globalement instantané pour les anticipations d'inflation.** Alors que cela devrait être le cas pour les perceptions, en ce qui concerne les anticipations, si les consommateurs étaient en mesure d'anticiper l'inflation, on s'attendrait à observer un pic de corrélation avec un peu d'avance (c'est-à-dire que le pic de corrélation des anticipations avec l'inflation

<sup>7</sup> Cela est également le cas lorsque l'on examine la médiane (qui peut atténuer l'impact des valeurs aberrantes) avec une moyenne de 6,2 %. Au cours des cinq dernières années (2016-2020), la moyenne (6,0 %), la médiane (4,1 %) et le quartile inférieur (2,3 %) des perceptions de l'inflation sont également supérieurs à l'inflation effective moyenne (1,0 %).

interviendrait quelques mois avant). Le tableau 1 montre que la corrélation instantanée des anticipations quantitatives avec différentes mesures de la hausse de l'IPCH sur la période 2004-2020 est légèrement supérieure à celle observée pour les perceptions quantitatives, tandis que l'inverse se vérifie pour les chiffres qualitatifs. Dans l'ensemble, cependant, aucune mesure unique des anticipations ou des perceptions est davantage corrélée que les autres avec l'inflation effective pour toutes les mesures de l'IPCH et les périodes de temps. Sur la période de cinq ans la plus récente (les chiffres entre crochets dans le tableau 1), la corrélation des estimations quantitatives avec l'inflation effective est relativement faible, à l'exception de la hausse des prix des produits alimentaires. Cela reflète en partie une rupture structurelle dans les données pour l'Allemagne en mai 2019 (en raison d'une modification de la méthode d'enquête – cf. note 16) ainsi que l'impact de la pandémie de coronavirus en 2020 (cf. encadré 1).

**Tableau 1**

Corrélation instantanée des perceptions et des anticipations qualitatives et quantitatives de l'inflation par les consommateurs avec diverses mesures de l'inflation

(coefficients de corrélation)

|                                         | Perceptions qualitatives | Perceptions quantitatives | Anticipations qualitatives | Anticipations quantitatives |
|-----------------------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| Hausse de l'IPCH                        | 0,85 [0,74]              | 0,68 [0,17]               | 0,78 [0,59]                | 0,82 [0,06]                 |
| IPCH, achats directs fréquents          | 0,79 [0,74]              | 0,62 [0,21]               | 0,76 [0,60]                | 0,78 [0,10]                 |
| Hausse de l'IPCH, produits alimentaires | 0,83 [0,57]              | 0,65 [0,61]               | 0,73 [0,79]                | 0,81 [0,69]                 |

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Coefficients de corrélation instantanée sur la période 2004-2020. Les chiffres entre crochets indiquent la corrélation sur la période de cinq ans 2016-2020.

### 3 Examen des anticipations d'inflation des consommateurs à travers le prisme de l'incertitude

L'arrondi est une mesure possible de l'incertitude

**L'arrondi apparent observé dans les anticipations d'inflation quantitatives des consommateurs indique une incertitude dans les anticipations d'inflation déclarées.** Une part considérable des consommateurs de la zone euro déclarent leurs anticipations (et perceptions) quantitatives à l'aide de chiffres ronds (plus particulièrement des multiples de 5 et de 10), tandis que d'autres consommateurs déclarent à un chiffre près voire à des décimales près. Le graphique 3 présente des pics notables à 0 %, 5 %, 10 %, 15 % et 20 %, une distribution plus étroite des participants déclarant à un chiffre près. Les réponses modales de ce dernier groupe se situent aux environs de 2 %-3 % et ne sont donc pas aussi biaisées que les nombres agrégés<sup>8</sup>. Selon la théorie des communications et de la linguistique,

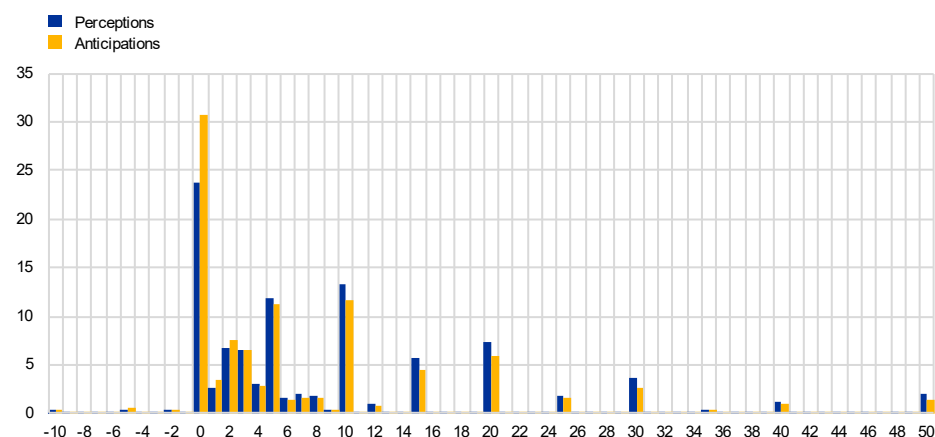
<sup>8</sup> Le profil global de certains consommateurs qui arrondissent à des multiples de 5 et d'autres qui déclarent à un chiffre près ou à des décimales près a également été observé pour les données américaines et japonaises relatives aux anticipations des consommateurs. Pour les États-Unis, cf. Binder (C.), « *Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations* », *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 90(C), 2017, p. 1-12 ; et pour le Japon, cf. Abe (N.) et Ueno (Y.), « *The Mechanism of Inflation Expectation Formation among Consumers* », *RCESR Discussion Paper Series*, N° DP16-1, Hitotsubashi University, mars 2016.

les chiffres ronds – particulièrement les multiples de cinq ou de dix, selon le contexte – sont souvent utilisés pour indiquer qu’une expression quantitative doit être interprétée comme imprécise. Nous utilisons le principe selon lequel « des chiffres ronds évoquent des interprétations arrondies » pour identifier l’existence d’un canal de l’incertitude susceptible d’influencer les anticipations d’inflation déclarées <sup>9</sup>.

### Graphique 3 Distribution des réponses (2004-2020)

#### Histogramme des réponses de – 10 % à + 50 %

(axe des ordonnées : fréquence de réponse en pourcentage)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et calculs des services de la BCE.

Note : Histogramme construit au niveau du nombre entier.

Le cadre d’incertitude est suffisamment souple pour prendre en compte différentes périodes d’inflation

**Le cadre d’incertitude est suffisamment souple pour permettre de comprendre les anticipations d’inflation moyennes sur la période 2004-2020, ainsi que sur des périodes précises où l’inflation a été, respectivement, relativement élevée et relativement faible.** Par exemple, la partie gauche du graphique 4 montre la distribution des anticipations d’inflation quantitatives en juillet 2008 (lorsque la hausse de l’IPCH global s’est établie à 4,1 %). À ce moment-là, des pics notables ont été observés pour des multiples de 10 allant jusqu’à 50 %, tandis que la part des participants déclarant une inflation de 0 % était relativement faible. Parmi ceux qui ont indiqué des valeurs à un chiffre près ou répondu de façon encore plus précise, la réponse modale s’est établie à 3 %-4 %. Un an plus tard, en juillet 2009, lorsque la hausse de l’IPCH global s’est ralentie à – 0,6 %, la distribution globale s’est déplacée de manière significative vers la gauche et un pic très élevé a été observé pour les participants déclarant 0 %, ainsi que pour certains faisant état de valeurs négatives.

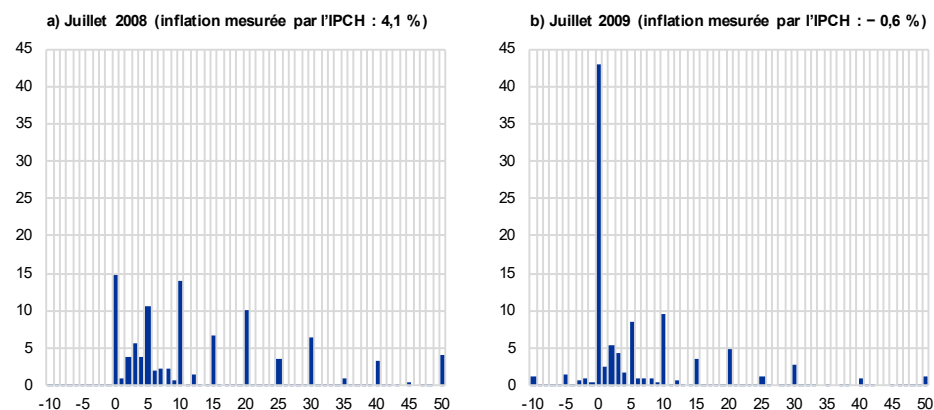
<sup>9</sup> Pour d’autres références à la littérature consacrée aux communications et à la linguistique, cf. Binder (2017, *op. cit.*) et Krifka (M.), « *Approximate Interpretations of Number Words: A Case for Strategic Communication* » in Hinrichs, E. et Nerbonne, J. (eds), *Theory and Evidence in Semantics*, Stanford : CSLI Publications, 2009. Le manque d’attention des consommateurs a également été utilisé pour expliquer certains traits stylisés des anticipations d’inflation observées pour les consommateurs (cf., par exemple, Kamdar (R.), « *The Inattentive Consumer: Sentiment and Expectations* », *Meeting Papers*, n° 647, Society for Economic Dynamics, 2019, p. 109-132. Toutefois, il est difficile de réconcilier le manque d’attention avec l’usage plus intensif de l’arrondi observé en période d’incertitude accrue (lorsque les consommateurs devraient être plus attentifs qu’à leur habitude).

## Graphique 4

### Distribution des réponses à des moments précis

#### Histogramme des réponses de - 10 % à + 50 %

(pourcentages)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et calculs des services de la BCE.

#### Le cadre d'incertitude (et en particulier le comportement consistant à arrondir) permet de calculer la part des consommateurs qui sont incertains chaque mois.

La distribution globale des anticipations quantitatives est considérée comme une combinaison de trois catégories de déclarations, en a) chiffres et décimales, qui ne sont pas des multiples de cinq ou de dix, b) multiples de cinq, qui ne sont pas des multiples de dix, et c) multiples de dix. Les participants déclarant en chiffres et décimales peuvent, en moyenne, être considérés comme plus « certains », tandis que ceux déclarant sous forme de multiples de cinq et de dix peuvent être considérés comme « incertains ». Les parts respectives de chaque groupe dans la population d'enquête globale peuvent être déduites pour chaque mois d'enquête <sup>10</sup>. En moyenne, environ un tiers des participants sont plus certains, tandis que deux tiers sont moins certains (déclarant aux multiples de 5 ou de 10 près). Ces pondérations fluctuent mais font apparaître des hausses notables de la part des participants incertains à peu près au moment de la crise financière mondiale et, plus récemment, depuis le début de la pandémie de coronavirus (cf. graphique 5).

<sup>10</sup> Étant donné qu'une partie de ceux qui déclarent sous forme de multiples de cinq pourraient être plus « certains », l'ajustement des distributions aux données permet de calculer la part des consommateurs qui sont incertains en ajoutant les pondérations relatives des groupes b) et c). En termes techniques, une combinaison de trois distributions log-normales, s'appuyant sur a) des chiffres, b) des multiples de cinq, et c) des multiples de dix, est ajustée à l'aide des méthodes du maximum de vraisemblance. Pour plus de précisions, cf. Arioli *et al.* (2016, *op. cit.*).

## Graphique 5

Hausse de l'incertitude durant les périodes de difficultés économiques

### Part des participants incertains

(pourcentages)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique représente la part d'individus déclarant sous forme de multiples de cinq et de dix lorsqu'ils sont interrogés à propos de leurs anticipations d'inflation. La dernière observation se rapporte à septembre 2020.

Les estimations de l'inflation sont fortement corrélées avec l'inflation effective, ce qui suggère que les consommateurs sont bien informés des régimes d'inflation globaux

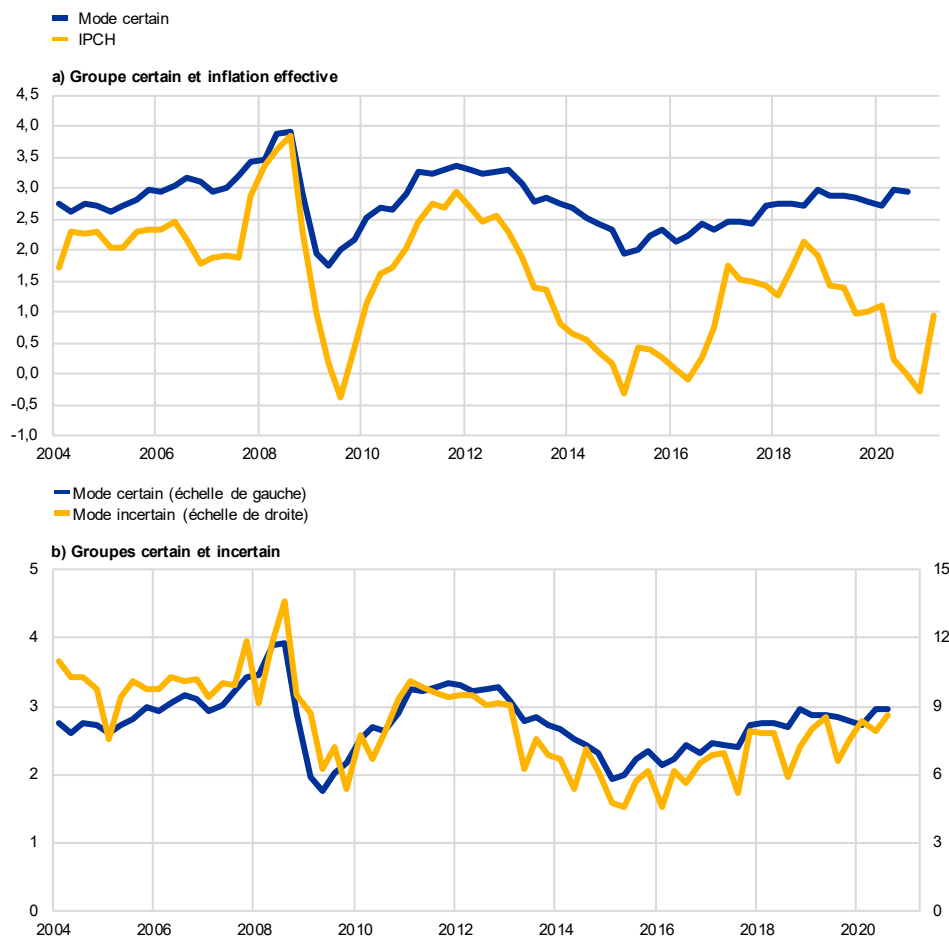
**Même si les participants qui sont incertains peuvent ne pas quantifier précisément l'inflation, ils semblent capables de rendre compte des évolutions générales de l'inflation.** La partie supérieure du graphique 6 montre que les anticipations modales de certains consommateurs ne sont pas trop éloignées de l'inflation effective et lui sont globalement corrélées. La partie inférieure montre que, même si les anticipations modales des consommateurs qui sont plus incertains sont nettement plus élevées que celles des consommateurs qui sont certains (représentées sur des axes différents), elles sont très étroitement corrélées <sup>11</sup>. Cela suggère que, même si les consommateurs moins certains peuvent avoir des difficultés à formuler précisément leurs anticipations d'inflation, ils sont en mesure de distinguer une inflation faible d'une inflation élevée, aussi bien que des consommateurs plus certains. Ainsi, même si le niveau de leurs anticipations d'inflation est biaisé par rapport à l'inflation effective, les évolutions dans le temps sont étroitement corrélées.

<sup>11</sup> Le mode représente l'effectif le plus élevé (ou la classe la plus fréquente) des distributions. Les distributions ayant tendance à présenter des queues de distribution longues à droite, leurs moyennes se situent généralement au-dessus du mode.

## Graphique 6

### Anticipations d'inflation modales pour le groupe « certain » et le groupe « incertain »

(pourcentages)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne), Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2020 (mode certain et incertain) et à février 2021 (IPCH).

## Encadré 1

### Anticipations d'inflation des consommateurs durant la pandémie de COVID-19 – application du cadre d'incertitude

Durant les premiers mois de la première vague de cas de coronavirus (COVID-19) et de confinements en Europe, les anticipations d'inflation des consommateurs ont enregistré une variation exceptionnelle, en particulier par rapport à celle des perceptions. En mars et avril 2020, les anticipations d'inflation quantitatives des consommateurs se sont inscrites en hausse, tandis que leurs perceptions quantitatives ont enregistré un léger repli et, pour la première fois, les anticipations moyennes de l'inflation future ont été plus élevées que les perceptions de l'inflation passée <sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Les estimations qualitatives ont également enregistré des évolutions sans précédent. Le solde d'opinions relatif aux perceptions de l'inflation passée par les consommateurs s'est inscrit en baisse entre février et avril 2020, tandis que le solde relatif aux anticipations de l'inflation future a augmenté. Le solde d'opinions relatif aux perceptions d'inflation est revenu de 14,2 en février à 5,9 en avril, tandis que celui se rapportant aux anticipations de l'inflation future est passé de 21,1 en février à 29,2 en avril. L'écart entre ces deux soldes d'opinions a atteint son niveau le plus bas (- 23,3) depuis le début des années 1990.



Toutefois, cette divergence a été de courte durée car en juin, l'écart entre les perceptions et les anticipations était revenu à peu près au niveau observé au cours des mois qui ont précédé le début de la pandémie.

**Il est difficile de réconcilier ces variations des perceptions et des anticipations relatives à l'inflation entre février et juin avec les évolutions de l'inflation effective.** Bien que la hausse de l'IPCH global se soit ralentie de 1,2 % en février à 0,3 % en avril (conformément aux évolutions des perceptions, mais pas à celles des anticipations), elle s'est établie à 0,3 % en juin (ce qui n'explique ni l'inversion des perceptions ni celle des anticipations). Le rythme annuel de variation de l'indice « FROOPP » des achats directs fréquents (*frequent out-of-pocket purchases*) a présenté une évolution globalement comparable, bien qu'il ait diminué légèrement plus fortement que l'inflation globale entre février et avril (de 1,8 % à 0,6 %). En juin, il est également ressorti au même taux (0,6 %) qu'en avril, et ne peut donc pas expliquer l'inversion des perceptions ou des anticipations. Le rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires est passé de 2,1 % en février à 3,6 % en avril, avant de diminuer au cours des mois suivants. Ces évolutions des prix des produits alimentaires pourraient donc potentiellement expliquer en partie les évolutions des anticipations mais pas les évolutions des perceptions.

Examiner les perceptions et les anticipations quantitatives qu'ont les consommateurs en matière d'inflation à travers le prisme de l'incertitude peut contribuer à expliquer leur évolution apparemment déconcertante. Le graphique A montre l'évolution de la part des consommateurs déclarant des perceptions et des anticipations spécifiques relatives à l'inflation en avril 2020. S'agissant des perceptions, il y a eu une augmentation notable de la part déclarant des prix inchangés (inflation nulle), ce qui est en grande partie conforme à l'inflation effective, qui est revenue à un niveau proche de zéro. S'agissant des anticipations, la part des consommateurs déclarant zéro ou des chiffres allant de 1 % à 4 % a diminué, avec des hausses notables de ceux faisant état de multiples de cinq (en particulier 10 %, 15 %, 20 %, 25 % et 30 %). Ainsi, au travers du prisme de l'incertitude et via l'utilisation de chiffres arrondis, il est possible d'expliquer la baisse simultanée des perceptions (en phase avec l'inflation effective) et l'augmentation des anticipations (choc d'incertitude) <sup>13</sup>.

---

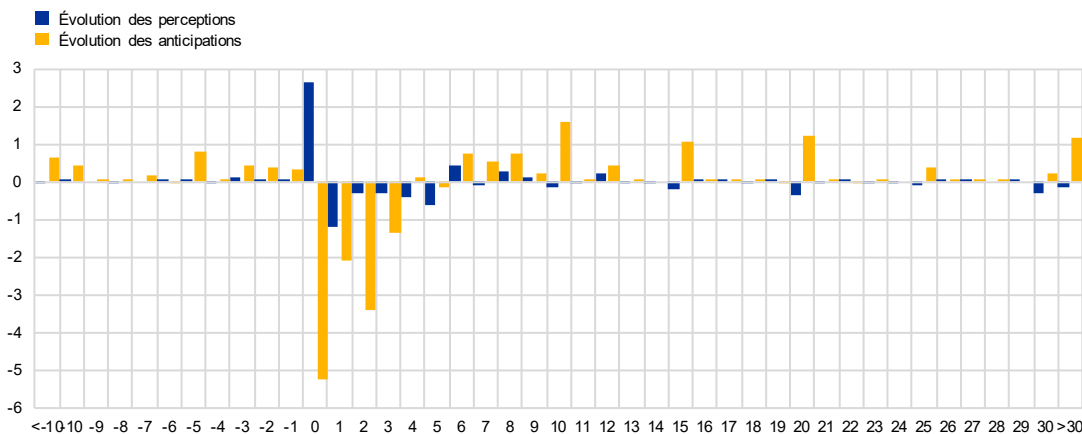
<sup>13</sup> Cette évaluation est globalement conforme à celle tirée d'une enquête spécifique réalisée par la Banca d'Italia entre avril et mai 2020, dans laquelle il est indiqué que le rôle du pessimisme est manifeste, l'inflation anticipée étant plus élevée parmi les participants qui s'attendaient à une diminution importante de leurs revenus. Pour plus de précisions, cf. « *Italian households' assessments and expectations during the current public health emergency* », *Annual Report for 2019*, Banca d'Italia, p. 69-71.

## Graphique A

### Évolutions des perceptions et des anticipations relatives à l'inflation de mars à avril 2020

#### Évolutions de l'histogramme des réponses de - 10 % à +30 %

(points de pourcentage)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et calculs des services de la BCE.

Note : Le graphique présente les évolutions de la part des participants pour chaque réponse de mars à avril 2020.

## 4 Qu'est-ce qui détermine si des individus sont certains (incertains) ?

Il est possible de montrer que les caractéristiques sociodémographiques et les caractéristiques des opinions déterminent partiellement la certitude (l'incertitude) du consommateur

### La question de savoir si un consommateur est certain de l'évolution des prix peut dépendre des caractéristiques sociodémographiques et du climat économique.

Pour analyser ces aspects, nous examinons la « probabilité qu'un consommateur soit certain » de l'inflation et nous essayons de l'expliquer en utilisant une série de variables sociodémographiques et relatives au climat économique <sup>14</sup>. Les variables sociodémographiques recouvrent des caractéristiques telles que l'âge, le niveau d'éducation formelle, le sexe et le quartile de revenus. En outre, des indicateurs du climat économique sont utilisés, qui prennent la forme d'opinions économiques exprimées sur la situation financière personnelle et la situation économique générale anticipées, d'une évaluation de l'inflation qualitative se rapportant à l'inflation au cours des 12 prochains mois et d'opinions sur l'évolution du chômage, ainsi que sur le calendrier des achats et de l'épargne. Une sélection de résultats est présentée dans le graphique 7 et le graphique 8. En moyenne, et toutes choses égales par ailleurs, un revenu plus élevé et un niveau d'éducation formelle plus élevé contribuent positivement à la probabilité estimée pour un individu d'être

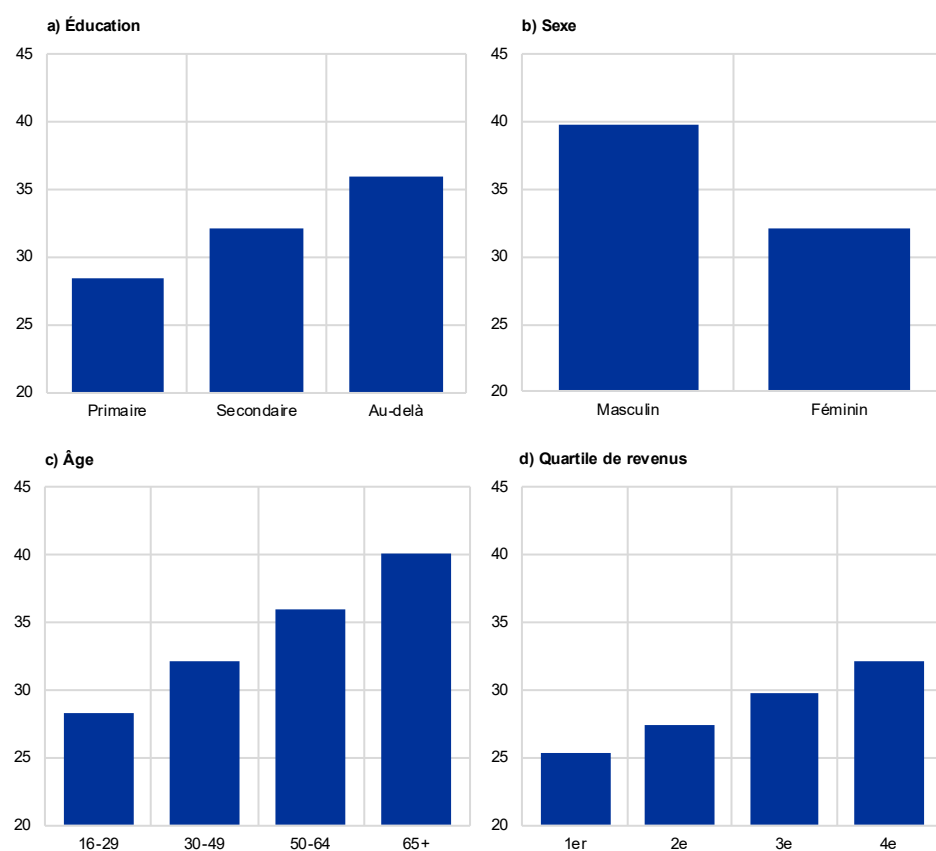
<sup>14</sup> De même que dans la section 3, la mesure de la certitude (l'incertitude) utilisée dans la présente étude est fondée sur l'arrondi des anticipations d'inflation quantitatives. Si une estimation est un multiple de 5, le participant est classé comme « incertain », tandis que tous les autres sont classés comme « certains ». Cela crée une variable binaire qui permet d'estimer la probabilité qu'un consommateur soit certain des anticipations/perceptions relatives à l'inflation, compte tenu de leurs caractéristiques. L'estimation suit ensuite une régression selon la méthode du maximum de vraisemblance en utilisant une forme fonctionnelle de type logit. Les erreurs potentielles de classement de la variable dépendante sont traitées, compte tenu du fait que des individus peuvent être certains mais néanmoins répondre sous forme de multiples de cinq, ou peuvent être incertains mais répondre à l'aide d'un nombre qui n'est pas un multiple de cinq. La méthode est identique à celle proposée dans Hausman (J.), Abrevaya (J.) et Scott-Morton (F.), « *Misclassification of the dependent variable in a discrete response setting* », *Journal of Econometrics*, vol. 87(2), 1998, p. 239-269.

certain. La certitude augmente encore avec l'âge et si les participants sont de sexe masculin. Dans le même temps, les participants ont tendance à être moins certains s'ils sont plus pessimistes au sujet de leurs finances personnelles, de la situation économique générale, en incluant le chômage, et de leur capacité à effectuer des achats et à épargner <sup>15</sup>. Ces tendances se vérifient de manière fiable sur la plupart des périodes et des pays de la zone euro dans notre échantillon.

### Graphique 7

Probabilité estimée qu'un consommateur soit certain des anticipations d'inflation – caractéristiques sociodémographiques

(pourcentages)



Sources : DG-ECFIN (Commission européenne) et calculs des services de la BCE.

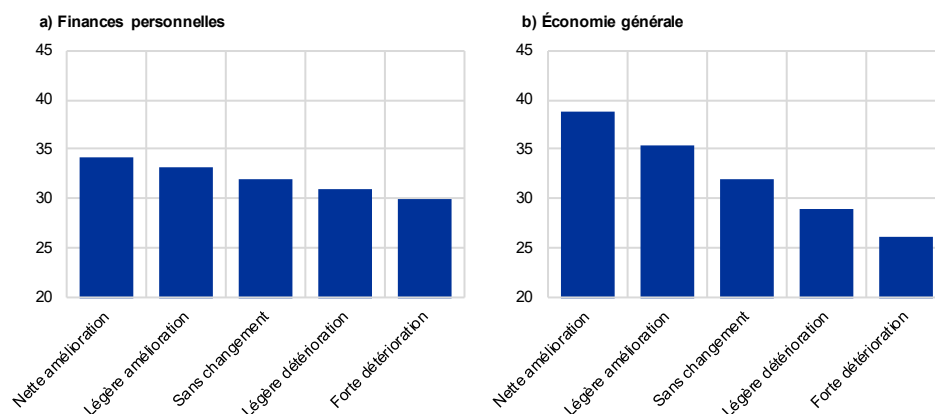
Notes : Les graphiques présentent la probabilité estimée qu'un individu soit certain de l'inflation selon les sous-catégories de chaque variable, en faisant l'hypothèse de valeurs modales pour toutes les autres variables. Tous les effets estimés sont statistiquement significatifs au seuil de confiance de 99 %.

<sup>15</sup> En outre, le niveau de l'inflation effective (mesurée par l'IPCH global) et la croissance du PIB sur les périodes et secteurs géographiques respectifs sont intégrés afin de rendre compte de différences plus structurelles dans le panel des participants. Il ressort qu'un niveau d'inflation effective plus élevé et le niveau qualitatif de l'inflation anticipée réduisent la certitude globale.

## Graphique 8

Probabilité estimée qu'un individu soit certain des anticipations d'inflation – climat économique

(pourcentages)



Source : DG-ECFIN (Commission européenne), Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les graphiques présentent la probabilité estimée qu'un individu soit certain selon les sous-catégories de chaque variable, en faisant l'hypothèse de valeurs modales pour toutes les autres variables. Tous les effets estimés sont statistiquement significatifs au seuil de confiance de 99 %.

La corrélation entre l'incertitude et les anticipations d'inflation se vérifie dans les différents pays

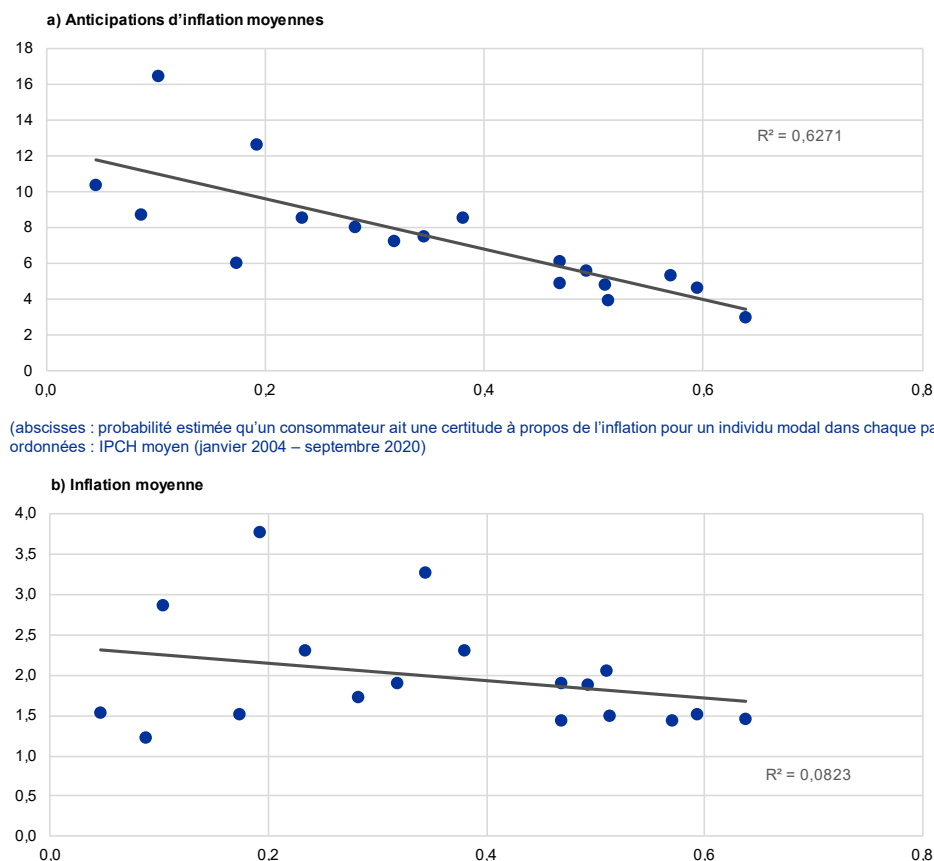
**La probabilité qu'un individu soit certain de ses anticipations d'inflation varie considérablement d'un pays de la zone euro à l'autre.** La partie supérieure du graphique 9 montre que dans les pays où les consommateurs sont estimés avoir une plus grande certitude, les anticipations d'inflation moyennes sont également plus basses sur l'ensemble des périodes. Il existe aussi une certaine corrélation entre anticipation de l'inflation moyenne et taux moyen de l'inflation effective (cf. la partie inférieure du graphique 9), mais elle est beaucoup plus faible. Cela donne à penser que le canal de la certitude joue un rôle important permettant d'expliquer les différences entre les anticipations d'inflation déclarées dans les différents pays de notre échantillon <sup>16</sup>. Toutefois, jusqu'à présent, l'analyse n'a fait que mettre en évidence des caractéristiques sociodémographiques et des indicateurs du climat économique qui font état d'une incertitude plus ou moins grande des consommateurs à propos de leurs anticipations d'inflation. La mesure dans laquelle ces facteurs contribuent aux anticipations d'inflation déclarées est examinée ci-après.

<sup>16</sup> Il convient de noter que la « certitude » (mesurée par un arrondi) peut être influencée par le mode d'enquête et sa conception dans chaque pays. Par exemple, passer d'un sondage téléphonique à une enquête en ligne pourrait avoir une incidence sur la propension des personnes à répondre avec des chiffres bien plus élevés (et souvent arrondis), ce qui semble accroître l'« incertitude ». Par exemple, en mai 2019, l'Allemagne a changé de mode d'enquête, passant d'entrevues en face à face au domicile des participants à une enquête en ligne assistée par ordinateur avec le système CAWI (*Computer Aided Web Interviewing*), ce qui a entraîné une augmentation significative de la proportion de participants déclarant des estimations arrondies. En outre, certains pays ne permettent pas aux participants de fournir des décimales lorsqu'ils répondent à l'enquête, tandis que d'autres peuvent plafonner les réponses (par exemple, à moins de 20). Cela pourrait avoir une incidence sur la certitude observée pour un pays donné.

## Graphique 9

### Relation négative entre certitude et anticipations d'inflation dans les différents pays

(abscisses : probabilité estimée qu'un consommateur soit certain de l'inflation pour un individu modal dans chaque pays ; ordonnées : anticipation d'inflation moyenne (janvier 2004 – septembre 2020))



Sources : DG-ECFIN de la Commission européenne, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La probabilité qu'un individu ait une certitude est estimée en utilisant le même individu modal, avec des hypothèses de nationalités différentes. L'anticipation d'inflation moyenne décrit la moyenne des moyennes pondérées individuellement pour chaque mois d'enquête. Les 18 points représentent l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande, où des données cohérentes sur la question quantitative ne sont disponibles que depuis mai 2016.

## 5 Ce cadre relatif à la certitude (à l'incertitude) contribue-t-il à expliquer et à favoriser une meilleure compréhension des anticipations d'inflation ?

Une grande partie de la surestimation de l'inflation par les consommateurs peut s'expliquer par leur incertitude.

### Le rôle de la certitude (de l'incertitude) dans les anticipations quantitatives de l'inflation par les consommateurs est estimé à l'aide d'un modèle.

Premièrement, on estime les effets linéaires des variables sociodémographiques et du climat économique sur les anticipations quantitatives de l'inflation <sup>17</sup>. De plus, pour tenir compte d'environnements macroéconomiques potentiellement différents, l'inflation effective (IPCH), les prévisions d'inflation du Consensus économique et la croissance du PIB par pays et par période sont intégrées. Le cadre relatif à la certitude

<sup>17</sup> Un cadre de régression linéaire simple est utilisé avec la réponse aux deux questions quantitatives comme variable dépendante, respectivement. Cela implique une hypothèse d'effets linéaires jugée justifiée puisque les individus répondent dans des catégories assez larges et parce qu'elle facilite l'interprétation des résultats.

Les caractéristiques des consommateurs nous permettent d'élaborer un modèle d'anticipations d'inflation qui correspondent aux données.

(à l'incertitude) est ensuite utilisé pour scinder l'échantillon. Cela permet de déterminer si l'effet de ces variables sociodémographiques et relatives au climat économique diffère selon le degré de certitude des consommateurs.

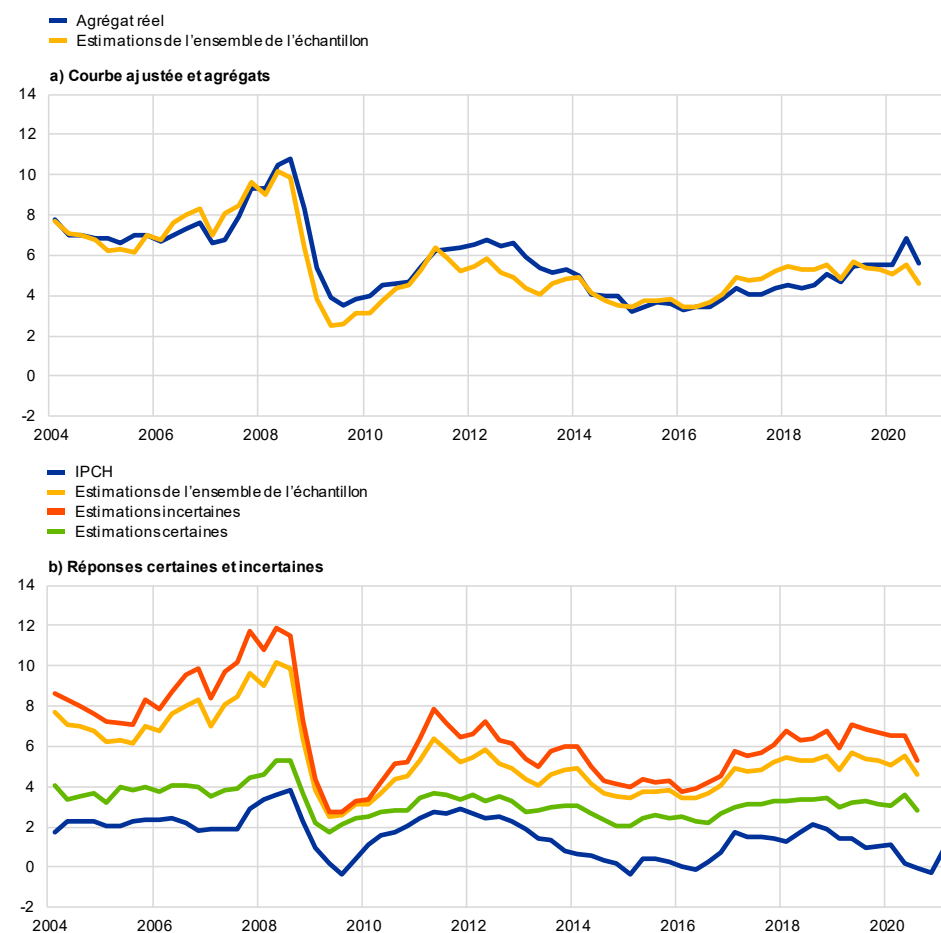
**Au niveau agrégé, ce modèle reproduit des faits stylisés relatifs à l'incidence des données sociodémographiques et du climat économique sur les anticipations d'inflation**<sup>18</sup>. Selon cette étude, les mêmes caractéristiques que celles décrites dans la section précédente comme contribuant à une plus grande incertitude (par exemple, le fait d'être plus jeune, d'appartenir à un groupe de revenus plus faible et d'avoir un moindre niveau d'éducation formelle, ou de percevoir le climat économique comme plus dégradé et de disposer d'une moindre capacité d'épargne) contribuent également à des anticipations plus élevées. Cela semble intuitif, étant donné que les chiffres ronds (c'est-à-dire 5, 10 et 15) sont généralement beaucoup plus élevés que les chiffres déclarés, avec une médiane de 2 sur la période de référence. Les valeurs ajustées ressortant du modèle correspondent étroitement aux anticipations d'inflation effectivement mesurées. L'utilisation de ce modèle pour estimer les anticipations d'inflation d'un individu « moyen » (c'est-à-dire les valeurs moyennes dans toutes les catégories) et l'établissement de moyennes entre pays pour l'ensemble de la période de l'échantillon donne une valeur proche des anticipations moyennes mesurées (cf. graphique 10, partie a).

<sup>18</sup> Cf., par exemple, Jonung (1981, *op. cit.*) ; Bryan et Venkatu (2001, *op. cit.*) ; Arioli *et al.* (2016, *op. cit.*) ; Del Giovane, Fabiani et Sabbatini (2009, *op. cit.*) ; Ehrmann, Pfajfar et Santoro (2017, *op. cit.*).

## Graphique 10

### Anticipations d'inflation estimées – ajustées par rapport aux résultats d'enquêtes

(en pourcentages)



Sources : DG-ECFIN de la Commission européenne, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les anticipations d'inflation estimées calculées pour un individu moyen (c'est-à-dire un individu présentant des caractéristiques moyennes dans chaque catégorie) dans chaque pays. Les pondérations par pays de l'IPCH sont ensuite utilisées pour agréger l'ensemble de la zone euro. La dernière observation se rapporte à février 2021 pour l'IPCH et à septembre 2020 pour les autres séries.

L'écart important entre inflation effective et inflation attendue peut s'expliquer par la mesure de l'incertitude en chiffres arrondis.

**La division de l'échantillon en groupes « certains » et « incertains » explique une grande partie du problème des anticipations d'inflation (*inflation expectation conundrum*), à savoir la surestimation de l'inflation dans les enquêtes auprès des consommateurs**<sup>19</sup>. En appliquant séparément le modèle ci-dessus à chaque groupe, on montre que les variables sociodémographiques et relatives au climat économique ont une moindre incidence sur les anticipations d'inflation du groupe « certains » (cf. tableau 2). La différence entre les anticipations d'inflation des groupes « certains » et « incertains » est représentée dans le graphique 10, partie b, et estimée séparément sur toutes les périodes. Elle suggère que la différence d'estimation de l'inflation observée entre groupes socio-économiques et participants à l'enquête dont les évaluations économiques sont

<sup>19</sup> Une étude réalisée par Abildgren (K.) et Kuchler (A.), « *Revisiting the inflation perception conundrum* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 67, 2021, décrit la question de la surestimation des perceptions et des anticipations d'inflation dans différents pays au cours de diverses périodes, et suggère plusieurs explications. Le terme d'« *inflation perception conundrum* » qui apparaît pour la première fois dans cet article est considéré pouvoir s'appliquer également ici dans le contexte des anticipations.

divergentes s'explique, au moins en partie, par les niveaux de certitude différents qui caractérisent ces groupes de participants. Ces résultats se vérifient également dans une version du modèle qui prend en compte les perceptions, compte tenu de leur lien étroit avec les anticipations <sup>20</sup>. Toutefois, il convient de noter que même les consommateurs certains de leurs anticipations surestiment l'inflation. Par conséquent, le canal de la certitude ne doit pas être considéré indépendamment d'autres raisons possibles, notamment les aspects psychologiques d'aversion pour les pertes, la saisonnalité et l'idée que les consommateurs peuvent avoir à l'esprit des paniers différents et très hétérogènes (intégrant, par exemple, les prix du logement) lors de l'estimation de l'inflation <sup>21</sup>.

**Tableau 2**

Contribution de la « certitude » au niveau des anticipations d'inflation

**Ampleur des coefficients dans le modèle**

(coefficients d'un modèle linéaire dont les anticipations d'inflation sont la variable dépendante)

|                             |                       | Ensemble des réponses | Réponses certaines | Réponses incertaines |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|
| Données sociodémographiques | Âge                   | -0,35                 | -0,08              | -0,40                |
|                             | Éducation             | -0,51                 | -0,12              | -0,62                |
|                             | Femmes                | 1,03                  | 0,19               | 1,23                 |
|                             | Revenu                | -0,22                 | -0,07              | -0,26                |
| Perception                  | Finances personnelles | 0,97                  | 0,38               | 1,16                 |
|                             | Situation économique  | 1,19                  | 0,50               | 1,47                 |
|                             | Chômage               | -1,15                 | -0,33              | -1,51                |
|                             | Achats                | -0,01*                | 0,01*              | -0,06                |
|                             | Épargne               | 0,36                  | 0,15               | 0,43                 |
|                             | Capacité à épargner   | 0,41                  | 0,16               | 0,49                 |
| Données macroéconomiques    | Hausse de l'IPCH      | 0,72                  | 0,48               | 0,76                 |
|                             | Prévision de l'IPCH   | 1,55                  | 0,58               | 1,69                 |
|                             | Croissance du PIB     | 0,13                  | 0,04               | 0,19                 |
| R <sup>2</sup>              |                       | 0,21                  | 0,16               | 0,21                 |
| Nombre d'individus          |                       | 2 522 504             | 842 807            | 1 679 697            |

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : \* L'astérisque indique une absence de signification statistique au niveau de confiance de 99 %. Tous les autres coefficients sont statistiquement significatifs au niveau de 99 %. Les coefficients montrent l'ampleur relative et la direction de l'effet d'une variation unitaire de l'une des variables individuelles sur les anticipations d'inflation, en maintenant toutes les autres variables à un niveau constant. Par exemple, en gardant tous les autres facteurs constants, le fait d'être une femme augmente les perceptions de l'inflation de 1,03 point de pourcentage lorsqu'elles sont estimées pour l'ensemble de l'échantillon, de 1,23 point pour les réponses incertaines et de 0,19 point pour les réponses certaines. Il convient de noter que, au contraire des autres questions relatives aux perceptions, une valeur faible (élevée) implique une situation négative (positive) pour la question portant sur le chômage. Pour plus de précisions sur la formulation du questionnaire, cf. le [guide de l'utilisateur](#) de la Commission européenne.

<sup>20</sup> Dans Duca-Radu (I.), Kenny (G.) et Reuter (A.), « *Can consumers' inflation expectations help stabilise the economy?* », *Research Bulletin*, n° 79, Banque centrale européenne, 12 janvier 2021, les données de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs sont utilisées pour examiner le lien entre les anticipations d'inflation et la consommation. Cette étude conclut que la relation brute entre la disposition à dépenser et les anticipations d'inflation est, en moyenne, négative et relativement instable. Selon les auteurs, cela est dû à des facteurs non observés et à des caractéristiques propres au consommateur, qui peuvent avoir une incidence sur les anticipations d'inflation déclarées. Lorsque les anticipations d'inflation sont normalisées (sur la base de la perception actuelle de l'inflation), l'étude trouve une relation plus stable et positive avec la disposition à dépenser.

<sup>21</sup> Pour un résumé de la littérature disponible, cf. Abildgren et Kuchler (2021, *op. cit.*).



## 6 Conclusion

La certitude (l'incertitude) à propos de l'inflation est un cadre important pour analyser les anticipations quantitatives de l'inflation par les consommateurs

**La certitude (l'incertitude) à propos de l'inflation est un canal qui apporte un éclairage sur certains des aspects les plus déconcertants des anticipations quantitatives de l'inflation déclarées.** Premièrement, le prisme de la certitude (de l'incertitude) aide à expliquer pourquoi nous observons des agrégats estimés élevés malgré une inflation plutôt faible. En effet, dans une situation d'incertitude, de nombreux consommateurs déclarent des nombres arrondis, surestimant ainsi souvent quantitativement l'inflation. Deuxièmement, l'arrondi étant plus fréquent dans certains groupes sociodémographiques, il permet également d'expliquer pourquoi nous observons des niveaux plus élevés de perception et d'anticipation de l'inflation pour des caractéristiques démographiques spécifiques. Toutefois, il convient de garder à l'esprit que, même si les consommateurs moins certains peuvent ne pas quantifier l'inflation future avec précision, leurs anticipations identifient une inflation relativement faible ou élevée d'une manière similaire à celles de consommateurs plus nombreux, qui ont une plus grande certitude et sont globalement en phase avec le cycle d'inflation réel.

La corrélation négative indiquée entre les perspectives économiques et les estimations de l'inflation peut être le résultat d'une incertitude accrue

**En outre, le canal de l'incertitude est également une explication possible de la corrélation négative parfois observée entre les perspectives économiques et les anticipations d'inflation.** Il offre donc une perspective autre que l'idée selon laquelle cette corrélation négative est une interprétation de l'inflation dite du côté de l'offre, dans laquelle les individus interprètent sans ambiguïté comme défavorable une hausse de l'inflation attendue <sup>22</sup>. Nous montrons que cette corrélation pourrait refléter une incertitude accrue, qui, à son tour, accroît les anticipations d'inflation déclarées.

**Toutefois, certains aspects des anticipations d'inflation des consommateurs ne peuvent pas être traités à l'aide des données examinées dans cet article.** Par exemple, comme nous n'observons pas la même personne au fil du temps, il est difficile de comprendre comment se forment les anticipations et quelle est l'ampleur de leur impact économique. À l'avenir, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), lancée à titre pilote en 2020 et dotée d'une véritable structure de panel, pourrait offrir une vision plus approfondie des anticipations des consommateurs au fil du temps, de leur formation et de la manière dont les consommateurs comprennent la politique monétaire et y réagissent <sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Candia (B.), Coibion (O.) et Gorodnichenko (Y.), « *Communication and the Beliefs of Economic Agents* », document présenté lors du symposium sur la politique économique de Jackson Hole, Banque fédérale de réserve de Kansas City, 28 août 2020.

<sup>23</sup> Pour plus d'informations, cf. *ECB Consumer Expectations Survey*.

## Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction

Alejandro Zamora-Pérez

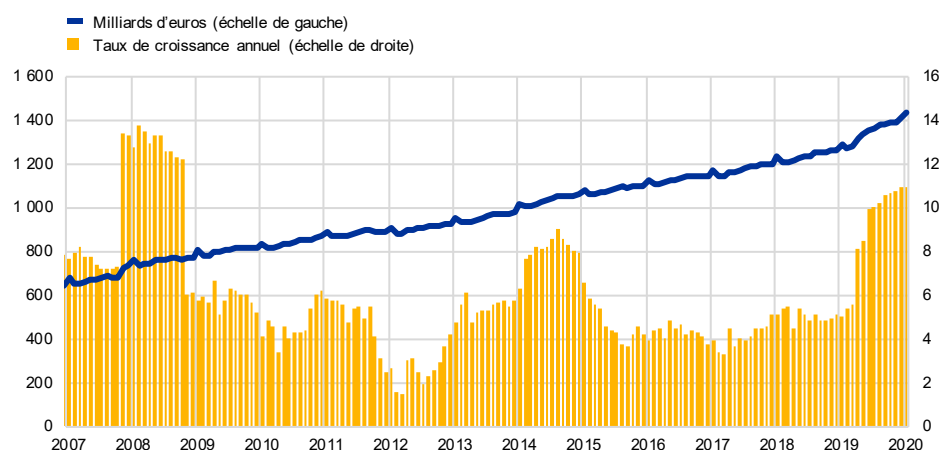
### 1 Introduction

Un phénomène appelé « paradoxe des billets <sup>1</sup> » a été observé dans la zone euro ; ces dernières années, la demande de billets en euros n'a cessé d'augmenter, tandis que l'utilisation des billets pour les opérations de paiement de détail semble avoir diminué. Les enquêtes récentes sur les paiements indiquent que la part des opérations de paiement en espèces dans la zone euro a diminué. Cette évolution, conjuguée à la numérisation en cours des paiements de détail, aurait sans doute dû entraîner une diminution de la demande d'espèces <sup>2</sup>. Toutefois, cette diminution ne s'est pas produite. En fait, le nombre de billets en euros en circulation a augmenté depuis 2007 (cf. graphique 1). Ce paradoxe apparemment contre-intuitif peut s'expliquer par la demande de billets en tant que réserve de valeur dans la zone euro (par exemple, les citoyens de la zone euro qui détiennent des économies en espèces) et par la demande de billets en euros en dehors de la zone euro. Cet article utilise les données disponibles pour expliquer ce phénomène plus en détail.

### Graphique 1

#### Circulation des billets en euros

(échelle de gauche : valeur, en milliards d'euros, données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; échelle de droite : en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : La dernière observation a été relevée en décembre 2020. La circulation des billets en euros est la somme de toutes les émissions nettes de billets (émissions moins retours) par les banques centrales de l'Eurosystème depuis l'introduction de l'euro. Cela recouvre les billets détenus par les banques, les entreprises et les citoyens dans la zone euro et à l'étranger.

<sup>1</sup> Ce phénomène a également été observé avec d'autres monnaies, en particulier celles qui font l'objet d'une forte demande extérieure ; le terme est apparu pour la première fois dans Bailey (A.), « *Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?* », Discours lors de la Conférence de 2009 sur les billets, Washington DC, 2009.

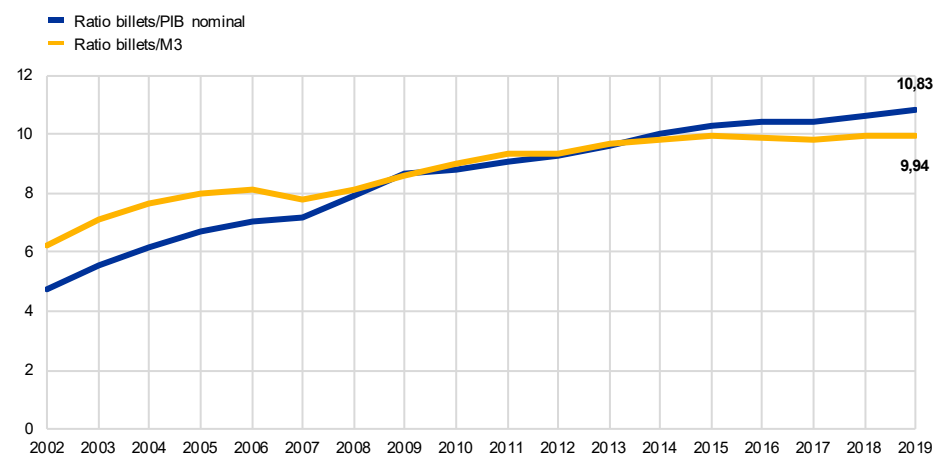
<sup>2</sup> Par souci de simplicité, il n'est fait aucune référence aux pièces (2 % de la valeur des espèces en euro) dans cet article.

**La croissance de la circulation des billets en euros a été forte depuis leur introduction, même si l'on considère le ratio des billets en euros rapportés au PIB, ou à l'agrégat monétaire large M3 <sup>3</sup>.** Cette croissance de la circulation s'est intensifiée pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19). Fin 2020, la valeur des billets en euros en circulation s'élevait à 1 435 milliards d'euros, soit une hausse de 11 % par rapport aux 1 293 milliards enregistrés en 2019 (cf. graphique 1). En raison de la pandémie de COVID-19, ce taux de croissance annuel a été exceptionnellement élevé par rapport aux années précédentes (croissance annuelle de 5 % en moyenne ces 10 dernières années). On n'a observé qu'une seule fois un taux de croissance plus élevé, au cours des mois qui ont suivi la faillite de *Lehman Brothers* en septembre 2008 <sup>4</sup>. Toutefois, la croissance de la circulation des billets en euros a été remarquablement forte depuis leur introduction, même par rapport à d'autres grandeurs macroéconomiques. Ainsi, les ratios des billets en euros rapportés au produit intérieur brut nominal (PIBN) et à M3 ont augmenté au fil des ans (cf. graphique 2), ressortant à 10,83 % et 9,94 %, respectivement, fin 2019. Cela donne à penser qu'il existe des facteurs singuliers à l'origine de la forte demande de billets en euros, autres que le développement de l'activité de l'économie domestique (PIBN) et distincts des facteurs influençant les autres actifs et passifs monétaires (M3).

## Graphique 2

Billets en euros rapportés au produit intérieur brut nominal de la zone euro et à M3

(en pourcentage, chiffres de fin d'année)



Source : BCE.

Note : La dernière observation a été relevée en décembre 2019.

**La compréhension des facteurs à l'origine de l'augmentation de la circulation des billets est importante pour les principales activités de banque centrale, telles que la gestion des espèces et de la liquidité, les stratégies en matière de paiements de détail et la politique monétaire.** Les activités de gestion des espèces et de la liquidité des banques centrales peuvent être améliorées par une bonne

<sup>3</sup> M3 ou la « monnaie au sens large » est la somme des billets et pièces en circulation, des dépôts et des autres passifs monétaires liquides.

<sup>4</sup> Cet événement, ainsi que d'autres, influençant la valeur des billets en circulation sont décrits dans l'article intitulé « [Tendances et évolutions de l'utilisation des espèces en euros au cours des dix dernières années](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018.

compréhension de la demande d'espèces. Par exemple, si les espèces sont largement utilisées comme valeur refuge en période d'éventuelles perturbations du marché, il peut être nécessaire de détenir d'importants stocks stratégiques d'urgence de billets permettant de répondre à une demande exceptionnellement élevée en période de crise <sup>5</sup>. En outre, la compréhension de la demande d'espèces peut déterminer des stratégies de paiement de détail bien informées, par exemple en permettant des projections relatives à l'utilisation future des moyens de paiement, voire en évaluant la demande potentielle pour une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) assimilable à des espèces. En outre, l'ampleur et la croissance de certaines composantes de la demande d'espèces ont des implications importantes pour l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire et pour sa mise en œuvre dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt <sup>6</sup>.

**Pour apporter un éclairage sur le paradoxe des billets, il est important d'identifier les principaux usages des billets, malgré les difficultés que cela comporte, car l'utilisation des espèces est dans la plupart des cas inobservable.**

La valeur des billets en euros en circulation peut être ventilée en trois composantes : la valeur des billets a) détenus pour les transactions domestiques, b) thésaurisés au niveau domestique et c) demandés en dehors de la zone euro (tant à des fins de transaction que comme réserve de valeur). Une estimation de la taille de ces composantes est essentielle pour la compréhension du paradoxe des billets. Toutefois, la réalisation de telles estimations est un processus très complexe, les espèces étant utilisées de manière anonyme. Les données collectées par la Banque centrale européenne (BCE) ne concernent que les flux de billets transitant par les banques centrales et les banques commerciales, de sorte que seule une faible partie du cycle des espèces est observable. Il existe également des zones grises où il est impossible de déterminer si un billet est détenu comme moyen de paiement ou comme réserve de valeur. Néanmoins, il est possible de s'informer sur les différentes utilisations des billets par des approches directes (par exemple, des enquêtes auprès des utilisateurs d'espèces) et indirectes. Ces questions sont examinées dans les sections 2 et 3 du présent article. La section 4 traite de la période de diffusion de la COVID-19 en 2020, en soulignant l'importance de l'argent liquide pendant les crises.

## 2 L'utilisation des espèces à des fins de transaction dans la zone euro

**Les estimations de la valeur des billets détenus pour des opérations de paiement dans la zone euro peuvent être établies au moyen d'approches indirectes, mais celles-ci sont soumises à des limitations.**

Les approches indirectes utilisent les données disponibles de la BCE sur les espèces en euros associées à un ensemble d'hypothèses pour élaborer des estimations de la part de la valeur des billets en circulation utilisée pour les transactions domestiques. Toutefois,

<sup>5</sup> Cf. Panetta (F.), « *Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis* », *The ECB Blog*, BCE, 28 avril 2020.

<sup>6</sup> Cf. Assenmacher (K.), Seitz (F.) et Tenhofen (J.), « *The use of large denomination banknotes in Switzerland* », *International Cash Conference 2017 War on Cash: Is there a Future for Cash?*, Deutsche Bundesbank, Constance, 2017, p. 148-199.

la fiabilité de ces méthodes dépend des hypothèses spécifiques utilisées et il convient donc de les considérer avec un niveau de prudence approprié. Les trois approches suivantes sont examinées : a) la méthode saisonnière, b) la méthode de la fréquence de retour et c) une analyse de l'émission de la série « Europe » (c'est-à-dire la deuxième série de billets en euros). Ces approches donnent un aperçu de la taille et de la nature de la demande domestique de billets de banque à des fins de transaction.

**La méthode saisonnière indique qu'en 2019, entre 13 % et 30 % de la valeur des billets en circulation étaient détenus à des fins de transaction dans la zone euro, ce qui a donné lieu à une estimation centrale de 21,5 % (280 milliards d'euros).** La part des billets en circulation utilisée à des fins de transaction dans la zone euro peut être estimée à l'aide de la méthode saisonnière <sup>7</sup>. Cette méthode exploite la forte saisonnalité mensuelle de la demande de billets pour décomposer la circulation totale entre demande domestique à des fins de transaction et autres composantes de la demande (réserve de valeur domestique et demande extérieure). Cela signifie que les estimations de cette décomposition sont obtenues en comparant la saisonnalité de la circulation totale des billets avec celle d'une variable de référence purement transactionnelle <sup>8</sup>. Étant donné que la fiabilité de cette méthode dépend fortement de la référence, deux séries ont été sélectionnées pour fournir une limite supérieure et une limite inférieure. Les résultats indiquent qu'en 2019, entre 13 % et 30 % de la valeur de la circulation des billets en euros ont été utilisés à des fins de transaction dans la zone euro (cf. graphique 3). L'estimation centrale de 21,5 % (280 milliards d'euros) est considérée comme une bonne approximation <sup>9</sup>, mais elle doit encore être interprétée avec prudence. Il convient également de noter que les deux références indiquent que la part de la circulation utilisée pour des transactions domestiques a diminué au fil des ans.

<sup>7</sup> Une description officielle de la méthode, telle qu'utilisée dans la présente section, peut être trouvée dans *ibid.*, p. 148-199. Les encaisses en numéraire des banques et la circulation des billets de 10 euros, corrigée du seuil de saturation (voir ci-après pour plus de détail), sont sélectionnées comme valeurs de référence.

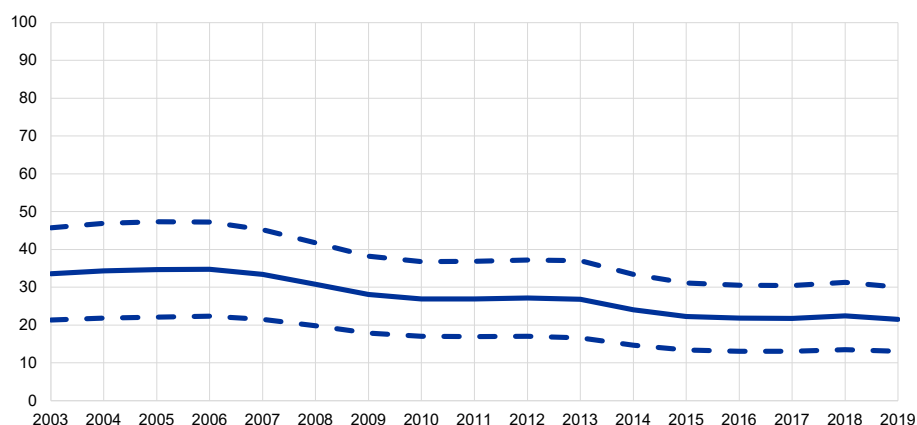
<sup>8</sup> Le caractère saisonnier des opérations domestiques de paiement en espèces ne peut être observé. Les variables de référence qui ont été utilisées pour rendre compte effectivement des opérations domestiques de paiement en espèces sont des petites coupures comme les billets de 10 euros ou les encaisses en numéraire ; cf. l'article intitulé « [Tendances et évolutions de l'utilisation des espèces en euros au cours des dix dernières années](#) », *op. cit.*, et Bartzsch (N.), Rösl (G.) et Seitz (F.), « *Currency movements within and outside a currency union: The case of Germany and the euro area* », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 53, n° 4, Elsevier, Amsterdam, 2013, p. 393-401.

<sup>9</sup> Le caractère saisonnier de la demande de billets à des fins de transaction pourrait être sous-estimé pour les séries relatives aux billets de 10 euros (les billets de 10 euros ne sont pas tous utilisés pour des paiements) et surestimé pour les séries relatives aux encaisses en numéraire des banques (les stocks de sécurité lors des périodes de pointe de la demande accroissent la saisonnalité).

### Graphique 3

Estimations de la part en valeur des billets en euros détenus à des fins de transactions domestiques selon la méthode saisonnière

(en pourcentage de la circulation totale)



Sources : Calculs de l'auteur, BCE.

Notes : La ligne continue représente l'estimation centrale et les lignes pointillées représentent la limite inférieure et la limite supérieure. La dernière observation a été relevée en décembre 2019.

**Selon la méthode de la fréquence de retour, en 2019, de 15 % à 25 % de la valeur de la circulation des billets en euros étaient détenus à des fins de transaction dans la zone euro, ce qui a donné lieu à une estimation centrale de quelque 20 % (260 milliards d'euros).** Les différentes coupures en euros sont retournées aux banques centrales de l'Eurosystème à des fréquences variables <sup>10</sup>. Les billets qui sont moins souvent retournés à la banque centrale circulent en partie dans des canaux nationaux plus éloignés des banques centrales et sont en partie thésaurisés au niveau domestique ou détenus à l'étranger. Comme pour la méthode saisonnière, il est possible d'établir une limite supérieure et une limite inférieure de la circulation active en utilisant comme référence la fréquence de retour des coupures purement transactionnelles (en formulant deux hypothèses extrêmes). Cette fourchette est plus étroite que l'intervalle estimé selon la méthode saisonnière.

**Une analyse de l'introduction de la deuxième série de billets en euros fournit de plus amples informations sur la manière dont les différentes coupures circulent.** L'introduction de la deuxième série de billets en euros et le remplacement ultérieur de la première série fournissent des informations précieuses. Les taux de saturation des différentes coupures (c'est-à-dire le nombre de billets de la deuxième série en circulation par rapport au nombre total de billets de la première et de la deuxième série) suivent un profil d'évolution spécifique qui peut être analysé en ajustant les courbes aux données <sup>11</sup>. Le graphique 4 illustre cette évolution pour la

<sup>10</sup> La fréquence de retour d'une coupure donnée est le nombre de billets retournés sur une année divisé par la moyenne de la circulation de cette année ; pour une explication détaillée, cf. l'article intitulé « [Tendances et évolutions de l'utilisation des espèces en euros au cours des dix dernières années](#) », *op. cit.*

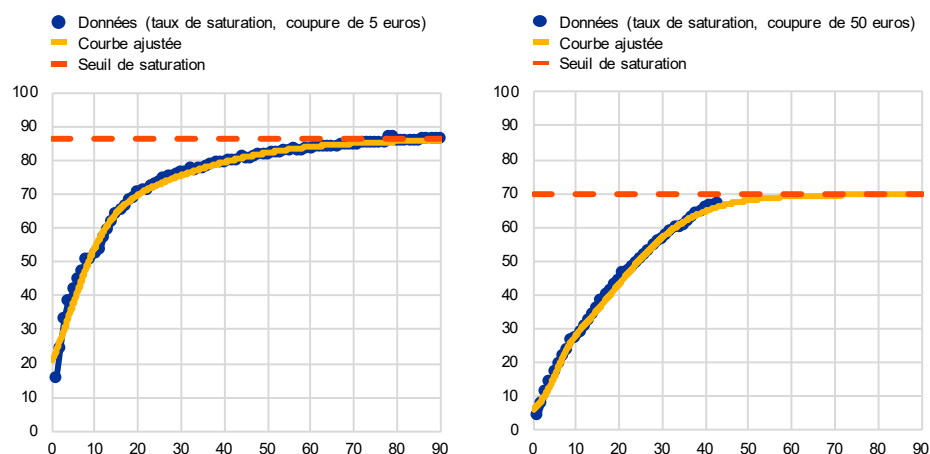
<sup>11</sup> Les modèles logistiques qui prennent pour hypothèse que la circulation peut être divisée en deux compartiments distincts sont les mieux adaptés. Cela correspond à l'hypothèse intuitive selon laquelle une partie des billets circule activement et retourne rapidement à la banque centrale, tandis que les autres sont retournés plus lentement à ses guichets parce qu'ils circulent dans des canaux éloignés ou qu'ils sont thésaurisés.

coupure de 5 euros (typiquement transactionnelle, comme celles de 10 euros et 20 euros) et la coupure de 50 euros (utilisée à des fins de transaction, mais aussi comme réserve de valeur domestique et extérieure, comme d'autres plus grosses coupures, de 100 euros et 200 euros). Une tendance intéressante se dessine : les courbes commencent à s'aplatir avant que la nouvelle série ne représente 100 % de la circulation, atteignant un taux de saturation stabilisé ou « seuil de saturation » (*carrying capacity*). Cela signifie qu'une partie des billets de la première série pourrait ne jamais retourner à l'Eurosystème parce qu'ils peuvent constituer une réserve de valeur domestique ou – ce qui est peut-être plus probable – être perdus ou détenus à l'étranger. Pour les petites coupures (généralement transactionnelles), on pourrait s'attendre à ce que la plupart des billets retournent à la banque centrale. Elles présentent un seuil de saturation plus élevé (environ 86 % et 89 %) que les grosses coupures (par exemple, le seuil de saturation prévu de la coupure de 50 euros est de 70 %). En outre, comme on peut s'y attendre, la coupure de 5 euros (principalement utilisée à des fins de transactions) présente une courbe de plus forte pente, ce qui signifie qu'elle atteint le seuil de saturation plus rapidement que la coupure de 50 euros (utilisée à des fins de transaction, mais aussi en tant que réserve de valeur tant au niveau domestique qu'à l'extérieur)<sup>12</sup>. Ces profils sont également observables pour d'autres coupures. Cela montre que plus sa valeur faciale est élevée, plus forte est la probabilité qu'une coupure soit utilisée comme réserve de valeur domestique ou à l'étranger ; de même, plus sa valeur faciale est élevée, plus la probabilité est grande qu'elle soit conservée longtemps comme réserve de valeur.

#### Graphique 4

##### Analyse des taux de saturation des coupures de 5 euros et de 50 euros

(en pourcentage, données mensuelles)



Sources : BCE et calculs de l'auteur.

Notes : Dernière observation en novembre 2020. Le taux de saturation est le nombre de billets de la deuxième série en circulation par rapport au nombre total de billets.

#### Selon une enquête récente de la BCE auprès des ménages<sup>13</sup>, la valeur totale des transactions en espèces effectuées par les citoyens en 2019 s'élevait à

<sup>12</sup> Cette analyse graphique simple peut être rendue plus précise en interprétant les dérivées première et seconde des courbes. Cela permet d'évaluer avec précision quand le retour des billets des différentes coupures s'accélère et quand il ralentit.

<sup>13</sup> Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)* », BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2020.

### **1 993 milliards d'euros et les espèces restent le moyen de paiement (de détail) le plus utilisé, même si la part des paiements en espèces a diminué.**

Les méthodes indirectes permettent de fournir des estimations précieuses de l'utilisation des espèces pour les transactions au niveau domestique, mais les méthodes directes telles que des enquêtes sur les paiements sont nécessaires pour compléter nos connaissances indirectes. Comme expliqué plus en détail dans l'encadré 1, l'enquête de la BCE citée montre qu'en 2019, les espèces étaient le moyen de paiement le plus utilisé dans la zone euro pour les paiements aux points de vente et de personne à personne, et que leur utilisation n'était pas négligeable dans les autres types de transactions. Toutefois, la part des paiements en espèces a diminué de six points de pourcentage au cours des trois dernières années. Selon l'enquête, 117 milliards d'opérations de paiement en euros, physiques et en ligne, ont été réalisées en espèces, ce qui correspond à une valeur de 1 993 milliards d'euros.

#### **Encadré 1**

#### **Utilisation des espèces pour les opérations de paiement domestiques, données tirées de l'enquête SPACE**

Chiara Litardi et Alejandro Zamora-Pérez

L'étude de la BCE analysant les comportements des consommateurs en matière de paiement dans la zone euro (*Study on Payment Attitudes by Consumers in the Euro Area, SPACE*) <sup>14</sup> montre le rôle important des espèces dans les transactions quotidiennes ; 72 % des transactions aux points de vente <sup>15</sup> (représentant 47 % en valeur) et 83 % des transactions de personne à personne (57 % en valeur) sont effectuées en espèces <sup>16</sup>. La différence importante entre le nombre de transactions et leur valeur s'explique par l'utilisation plus fréquente des espèces pour les transactions de faible montant. Pour l'ensemble des paiements aux points de vente et de personne à personne, les paiements inférieurs à 15 euros représentent la majeure partie des opérations effectuées, comme le montre le graphique A (partie gauche). 92 % des paiements inférieurs à 5 euros sont effectués en espèces, tandis que 33 % seulement des transactions supérieures à 100 euros (qui ne représentent que 3 % de l'ensemble des paiements aux points de vente et de personne à personne) sont réglés en espèces (cf. graphique A, partie droite).

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> La catégorie paiements aux points de vente est le type de paiement de personne à entreprise le plus courant et recouvre les transactions effectuées dans les lieux suivants : les supermarchés ; les petits commerces pour les achats quotidiens (boulangerie, pharmacie, etc.) ; les vendeurs de rue ou des marchés (journaux, fleuristes, etc.) ; les magasins vendant des biens durables (vêtements, jouets, électronique, etc.) ; les stations-service ; les restaurants ; les bars ; les cafés ; les hôtels ; les lieux de culture, de pratiques sportives ou de divertissement ; les distributeurs et les billetteries automatiques ; les bureaux des administrations publiques ou les bureaux de poste ; les services à l'extérieur du domicile (coiffeur, nettoyage à sec, etc.) ; et tous les autres emplacements physiques.

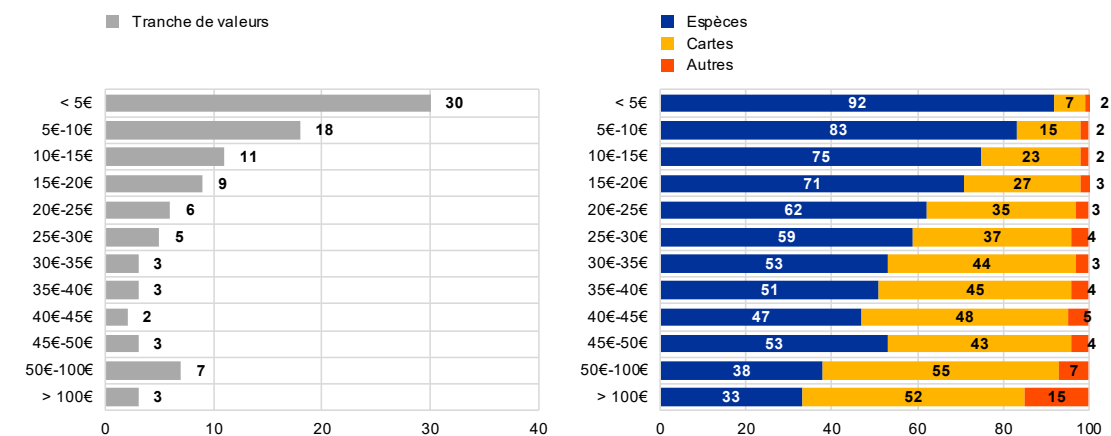
<sup>16</sup> 73 % en nombre et 48 % en valeur de l'ensemble des transactions aux points de vente et de personne à personne.



## Graphique A

### Utilisation des instruments de paiement dans les points de vente et de personne à personne, par tranches de valeurs

(abscisses : part en pourcentage de l'ensemble des transactions ; ordonnées : montant des transactions)



Sources : BCE, De Nederlandsche Bank, Dutch Payments Association et Deutsche Bundesbank.

Même si les espèces sont le moyen de paiement le plus utilisé dans les transactions aux points de vente et de personne à personne, leur utilisation par rapport à d'autres instruments de paiement a diminué au cours des trois dernières années où une enquête similaire avait été menée <sup>17</sup>.

Depuis 2016, la part des paiements en espèces a diminué de six points de pourcentage en nombre de transactions et en valeur, tant aux points de vente (78 % des transactions et 53 % de la valeur) y a trois ans) que de personne à personne (89 % des transactions et 63 % de la valeur).

Les autres paiements de personne à entreprise pour lesquels les espèces sont utilisées sont les paiements récurrents tels que le paiement de factures d'électricité, de factures téléphoniques ou de loyers, avec de grandes différences selon les pays et les types de services. Environ 6 % des citoyens de la zone euro paient leurs factures d'électricité en espèces, avec une forte variabilité entre pays (de 1 % à 38 %). L'utilisation des espèces est moindre pour les loyers (4 %) et les factures de téléphone (5 %), avec également d'importantes différences entre pays de la zone euro.

En tant que mode de transaction, l'utilisation d'espèces pour les paiements d'entreprise à personne n'est pas négligeable, bien qu'elle ait diminué depuis 2016. Selon l'enquête SPACE, 13 % des citoyens de la zone euro perçoivent encore des revenus réguliers en espèces. Environ une personne interrogée sur dix a perçu la moitié ou plus de ses revenus en espèces. S'agissant de la profession, les travailleurs indépendants perçoivent plus souvent des revenus en espèces ; en moyenne, 26 % d'entre eux ont reçu au moins une partie de leurs revenus sous cette forme.

## 3 La demande de billets non liée aux transactions

**Selon les estimations centrales de la section précédente, environ 80 % de la valeur des billets en circulation n'a pas été utilisée activement pour les**

<sup>17</sup> Cf. Esselink (H.) et Hernandez (L.), « *The use of cash by households in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 201, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2017.

**opérations de paiement domestiques en 2019, et cette part a augmenté au fil des années.** La section suivante présente les données disponibles relatives aux autres composantes de la demande d'espèces, à savoir la demande étrangère et la réserve de valeur domestique.

## La circulation des billets en euros hors de la zone euro

**Selon une récente étude approfondie <sup>18</sup> sur la demande extérieure de billets, entre 30 % et 50 % de la valeur des billets en euros étaient détenus à l'étranger en 2019 et cette part a augmenté ces dernières années.** En décembre 2019, le total cumulé (net) des billets en euros expédiés vers et en provenance de la zone euro par les canaux bancaires ne représentait que 13 % de la circulation totale en valeur des billets. Toutefois, l'étude précise qu'il existe plusieurs canaux par lesquels les billets peuvent circuler à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, tels que les transferts de fonds non enregistrés ou le tourisme. C'est pourquoi plusieurs approches indirectes ont été utilisées pour étudier plus précisément ce sujet. Selon une méthode élaborée par la BCE, en 2019, environ 30 % de la valeur totale des billets en circulation étaient détenus à l'étranger <sup>19</sup>. Cette part atteint 50 % pour la même année en utilisant la méthode saisonnière (estimations pour 2018) et la méthode fondée sur l'âge des billets (estimations pour 2019). Ces deux méthodes comparent certaines caractéristiques (comme la saisonnalité ou la durée de vie des billets) de la population de billets en euros à d'autres populations de billets de pays de référence, par ailleurs comparables <sup>20</sup>. Il est intéressant de noter que la méthode de la BCE et la méthode saisonnière <sup>21</sup> indiquent toutes deux que cette part a augmenté au fil des ans (d'environ 20 % en 2008 à environ 30 % en 2018 et de plus de 35 % en 2008 à plus de 50 % en 2018, respectivement). La grande amplitude des fourchettes résultant des différentes méthodes reflète la complexité de l'estimation de la taille de la composante de la demande étrangère de billets en euros. Comme expliqué en lien avec les approches indirectes utilisées dans la section 2, la fiabilité de ces méthodes dépend de nombreuses hypothèses, de sorte que les résultats doivent être pris avec un certain degré de prudence.

**De nombreuses raisons expliquent pourquoi, dans les économies en développement et en transition, il existe une forte demande d'espèces nationales en général et de devises fortes en particulier <sup>22</sup>.** La littérature attribue normalement l'utilisation élevée des espèces dans les pays en développement et les pays en transition à la fois à des problèmes liés à l'offre (tels que le sous-développement des infrastructures de paiement et le manque d'accès à des solutions d'épargne alternatives fiables) ainsi qu'à des facteurs liés à la demande

<sup>18</sup> Lalouette (L.), Zamora-Pérez (A.), Rusu (C.), Bartzsch (N.), Politronacci (E.), Delmas (M.), Rua (A.), Brandi (M.), et Naksi (M.), « *Foreign demand for euro banknotes* », *Occasional Paper Series*, n° 253, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2021.

<sup>19</sup> Cf. « *Estimation of euro currency in circulation outside the euro area* », BCE, avril 2017.

<sup>20</sup> Dans l'étude, les références choisies sont le dollar canadien pour la méthode saisonnière et la couronne danoise pour la méthode de l'âge des billets. Pour plus d'informations sur les deux méthodes, cf. Lalouette (L.) *et al.*, *op. cit.*, 2021.

<sup>21</sup> L'âge des billets ne fournit qu'une estimation pour 2019 en raison de l'indisponibilité des données.

<sup>22</sup> Une revue de la littérature est disponible dans Lalouette (L.) *et al.*, *op. cit.*, 2021.

(manque de confiance dans les banques, habitudes profondément ancrées ou perceptions défavorables à l'égard des paiements électroniques). S'agissant de l'utilisation du dollar en dehors des États-Unis, il a été constaté que certains des facteurs ayant une influence sur sa demande étrangère sont l'inflation élevée sur longue période dans ces pays, la taille du marché intérieur, l'incertitude économique mondiale et locale et l'utilisation antérieure du dollar. Les résultats récents d'une enquête menée régulièrement par l'Österreichische Nationalbank (OeNB) fournissent également des informations précieuses sur les déterminants de la demande de billets en euros, bien qu'elle se limite aux économies d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est. Parmi ces facteurs déterminants figurent une confiance limitée dans les systèmes financiers locaux et dans la monnaie locale, des préférences individuelles plus fortes pour les espèces ou des anticipations d'une adoption future de l'euro.

**Un modèle macroéconométrique de la demande de billets en euros et des analyses quantitatives et qualitatives des déterminants des transferts nets de billets en euros montrent que la plupart des facteurs locaux (provenant des pays demandeurs de billets) ont une incidence sur la demande étrangère <sup>23</sup>.**

Des approches différentes indiquent que l'activité économique locale des pays étrangers a une incidence sur la demande globale de billets en euros ; de plus, l'inflation locale, le chômage local et le taux de change nominal EUR/USD ont une incidence sur les transferts nets de billets en euros. Cette incidence semble attribuable principalement aux billets de banque de valeur faciale moyenne et élevée. En particulier, outre la demande d'actifs à titre de réserve de valeur et de valeur refuge, le tourisme semble être le principal facteur influençant la demande dans certaines régions (Amériques, Moyen-Orient, Asie et pays occidentaux non membres de l'UE).

### **L'utilisation des billets en euros comme réserve de valeur au niveau domestique**

**Selon les estimations, entre 27,5 % et 50 % de la valeur de la circulation des billets étaient thésaurisés dans la zone euro en 2019, ce qui signifie que les réserves en espèces par adulte (des citoyens de la zone euro ainsi que des banques et des entreprises) sont comprises entre 1 270 euros et 2 310 euros.**

En ayant recours aux estimations, 20 % environ de la circulation en valeur ont été utilisés pour les opérations de paiement domestiques et entre 30 % et 50 % étaient détenus à l'étranger, ce qui signifie qu'en 2019, entre 27,5 % et 50 % étaient utilisés à des fins de réserve de valeur dans la zone euro <sup>24</sup>. Cela signifie que le montant des réserves en espèces par adulte était compris entre 1 270 euros et 2 310 euros. Il convient de souligner que ce montant par adulte inclut les avoirs des particuliers, mais également les espèces détenues par les institutions financières monétaires (IFM) et les entreprises de la zone euro. Cette ventilation par secteurs n'a pas encore été évaluée jusqu'à présent.

---

<sup>23</sup> Ibid.

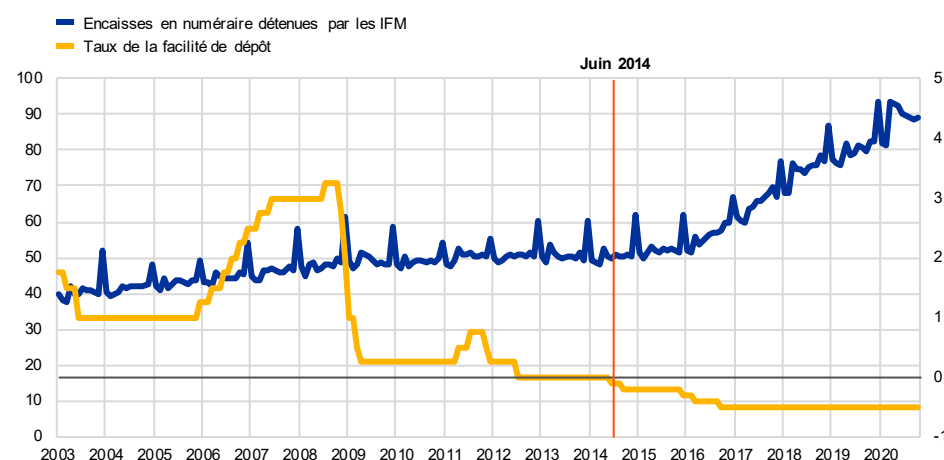
<sup>24</sup> Ces chiffres sont calculés comme une valeur résiduelle des estimations précédentes des autres composantes et l'amplitude des intervalles reflète l'incertitude entourant les calculs précédents.

**Bien que les espèces détenues par les IFM dans des conditions normales soient essentiellement détenues à des fins de transaction, l'évolution des encaisses en numéraire ces dernières années peut fournir une indication du montant des espèces utilisées à des fins de réserve de valeur.** En règle générale, les IFM détiennent des espèces dans leurs coffres principalement à des fins de transaction. Le graphique 5 montre que, après que le taux de la facilité de dépôt de la BCE est devenu négatif (plus explicitement, lorsqu'il a été abaissé de  $-0,3\%$  à  $-0,4\%$  en mars 2016), une rupture manifeste de la série peut être observée, suggérant que la thésaurisation des espèces a ainsi été rendue relativement plus intéressante. Comme les encaisses en numéraire étaient assez stables de 2009 jusqu'au moment où le taux de la facilité de dépôt est devenu négatif pour la première fois en juin 2014, il est probable que l'essentiel de la hausse de 30 milliards d'euros (60 %) depuis lors jusqu'à fin 2019 <sup>25</sup> répondait à un besoin de thésaurisation. En dépit de leur forte hausse, les encaisses en numéraire ne représentaient que quelque 7 % de la circulation totale des billets fin 2019, ce qui ne peut en aucun cas expliquer entièrement l'accroissement de leur utilisation comme réserve de valeur au niveau domestique.

### Graphique 5

#### Encaisses en numéraire détenues par les IFM et taux de la facilité de dépôt

(échelle de gauche : valeur, milliards d'euros ; échelle de droite : points de pourcentage, chiffres de fin de mois)



Source : BCE ; dernière observation : octobre 2020.

**À la différence des IFM, il n'existe pas de données disponibles sur le montant exact des espèces détenues par les commerçants et les citoyens ni d'estimations sur l'évolution de leurs avoirs en espèces au cours des dernières années.** Cela étant, il est indiscutable que la variation du taux de la facilité de dépôt citée précédemment n'a pas affecté les entreprises (qui détiennent essentiellement des espèces pour les opérations de paiement) et les particuliers vivant dans la zone euro de la même façon que les IFM, ni les particuliers ni les entreprises n'étant en mesure de déposer leurs liquidités excédentaires auprès de la BCE. Néanmoins, tant que le coût d'opportunité de la détention d'espèces a diminué en raison du contexte de bas niveau des taux d'intérêt, les particuliers et les entreprises ont pu avoir

<sup>25</sup> Compte tenu des séries corrigées des variations saisonnières (c'est-à-dire en éliminant le pic saisonnier de décembre).

tendance à épargner davantage en espèces que dans d'autres actifs liquides générant un faible taux d'intérêt. Toutefois, il est probable que, comme c'est le cas pour d'autres devises ayant enregistré une forte hausse de la demande non liée aux transactions, le contexte de bas niveau des taux d'intérêt ne permet pas d'expliquer intégralement la hausse de la demande. Il est possible que d'autres facteurs, tels qu'une incertitude accrue ou le vieillissement de la population, interviennent <sup>26</sup>.

**Les enquêtes auprès des ménages, telles que l'enquête SPACE, fournissent d'autres indications sur les réserves en espèces détenues par les citoyens mais, en raison du caractère sensible des questions, on pense que les participants minimisent leurs avoirs en espèces.** Cela signifie que les résultats de l'enquête doivent également être envisagés avec un niveau de prudence approprié. L'encadré 2 présente des éléments tirés de l'enquête SPACE sur les réserves en espèces, ainsi que d'une enquête nationale réalisée récemment en Allemagne qui étudie les raisons pour lesquelles les citoyens allemands choisissent les espèces pour leur épargne.

## Encadré 2

### Avoirs en espèces des citoyens de la zone euro : les résultats de deux enquêtes récentes

---

Chiara Litardi et Alejandro Zamora-Pérez

#### Analyse descriptive des données de l'enquête SPACE sur les réserves en espèces constituées par les citoyens de la zone euro

Les données de l'enquête SPACE montrent qu'environ un participant sur trois a conservé chez lui des réserves en espèces en 2019, avec des différences notables selon les pays. 34 % des participants déclarent détenir des réserves en espèces, tandis que 62 % déclarent qu'ils ne détiennent pas d'espèces et 4 % refusent de répondre. Dans certains pays, jusqu'à 50 % des participants déclarent conserver des encaisses en espèces chez eux.

En 2019, la plupart des participants détenant de l'argent liquide chez eux ont répondu qu'ils détenaient des montants relativement faibles ; cela suggère que la plus grande partie des avoirs en espèces des citoyens pourrait être détenue par une part réduite de la population. Parmi ceux qui ont répondu qu'ils mettaient de l'argent de côté hors du cadre d'une banque, trois personnes sur quatre (75 %) détenaient moins de 500 euros, tandis qu'une personne sur dix (10 %) détenait entre 500 et 1 000 euros. Une faible proportion des participants ont fait état de montants élevés, 6 % seulement déclarant entre 1 000 euros et 5 000 euros et 2 % conservant une somme supérieure à 10 000 euros. Certains des participants qui ont déclaré conserver des espèces à leur domicile ont refusé de révéler combien d'argent ils thésaurisent ainsi (7 %).

Dans la zone euro, il existe des disparités importantes selon les groupes sociodémographiques tels que le sexe, l'éducation et le revenu (cf. graphique A). Les hommes ont une plus forte probabilité de détenir des montants élevés que les femmes et les personnes ayant une meilleure éducation ont tendance à détenir des espèces pour des montants plus élevés que celles ayant moins d'instruction.

---

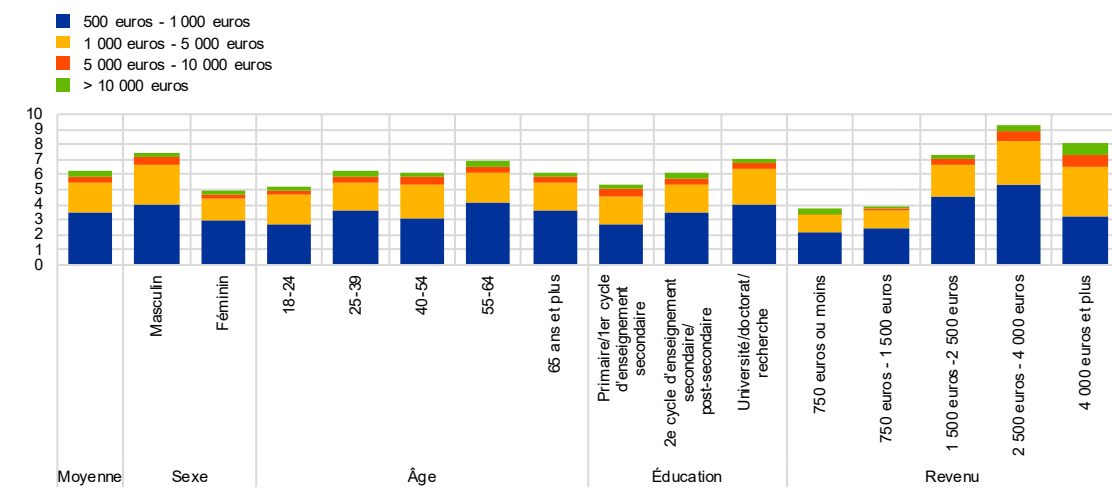
<sup>26</sup> Cf., par exemple, Jobst (C.) et Stix (H.), « *Doomed to Disappear? The Surprising Return of Cash Across Time and Across Countries* », *CEPR Discussion Papers*, n° 12327, septembre 2017, et Shirai (S.) et Sugandi (E. A.), « *What Explains the Growing Global Demand for Cash?* », *ADB Working Papers*, n° 1006, Asian Development Bank Institute, Tokyo, septembre 2019.

Toutefois, cela pourrait refléter des inégalités de revenus au sein des groupes cités précédemment, l'enquête montrant que les consommateurs dont le niveau de revenu est plus élevé conservent des encaisses plus élevées chez eux. Des recherches plus approfondies sont nécessaires pour évaluer l'influence des différentes variables sur les avoirs en espèces.

## Graphique A

### Montant des réserves en espèces (500 euros et au-delà) selon la démographie

(pourcentage de la population globale)



Sources : BCE, De Nederlandsche Bank et Dutch Payments Association, et Deutsche Bundesbank.

Notes : Les données relatives à l'âge, au sexe et à l'éducation concernent la zone euro (19 pays). Les données relatives aux groupes de revenus excluent les Pays-Bas (18 pays). Le groupe de revenus est défini comme le revenu mensuel du ménage après charges fiscales et sociales.

## Résultats d'une étude allemande

Une étude récente, fondée sur des données d'enquêtes provenant d'Allemagne <sup>27</sup>, pays qui représente une large part de la circulation des billets dans la zone euro, montre que les particuliers en Allemagne détenaient en moyenne 1 364 euros en espèces en 2018. Pour obtenir ces données, l'enquête a eu recours à un certain nombre de mesures permettant d'accroître la confiance afin de réduire le biais lié à la minimisation des réserves en espèces et de mieux comprendre d'autres aspects sensibles. Le montant moyen déclaré (1 364 euros) est proche de la limite inférieure des avoirs dans la zone euro figurant dans le corps de la présente section (1 270 euros), bien que les chiffres ne soient pas directement comparables, étant donné, entre autres aspects, que les estimations du présent article prennent également en compte les avoirs des banques et des commerces.

Les résultats de la régression montrent que l'âge, le revenu et le statut professionnel ont une influence sur la détention de réserves en espèces. Les personnes âgées ont tendance à détenir davantage d'argent liquide ailleurs que dans leur portefeuille, même si l'augmentation des avoirs par âge n'est pas linéaire (les réserves en espèces semblent être accumulées jusqu'à peu de temps avant la retraite). Le montant moyen en espèces que les particuliers épargnent augmente avec le revenu, et la majeure partie de la valeur des avoirs en espèces semble être concentrée sur les centiles supérieurs de la distribution des revenus. S'agissant des personnes en activité, les réserves les plus importantes sont détenues par les travailleurs indépendants.

<sup>27</sup> Eschelbach (M.) et Schneider (F.), « *Cash hoarding by German households – an empirical analysis of how much cash they store and why* », Deutsche Bundesbank, Francfort-sur-le-Main, juillet 2020.

L'étude ci-dessus examine aussi les raisons pour lesquelles les particuliers thésaurisent les espèces : des facteurs tels que les doutes sur la sécurité et la fiabilité des systèmes techniques ont eu une incidence, alors que les motivations fiscales n'étaient pas un facteur déterminant. L'étude comportait une série de questions indirectes relatives au civisme fiscal afin d'élaborer un ensemble d'indicateurs d'honnêteté fiscale sans avoir à poser directement la question aux participants sur ces thèmes. Bien que 12 % des participants aient déclaré que les motivations de nature fiscale peuvent expliquer pourquoi des personnes choisissent de détenir des espèces, il n'existe aucune corrélation entre les indicateurs d'honnêteté fiscale et le fait de mettre de l'argent de côté sous forme d'espèces. Plusieurs autres facteurs, tels que les préoccupations relatives à la sécurité et à la fiabilité des systèmes techniques, semblent plutôt influencer la décision de conserver de l'argent liquide chez eux. En outre, ceux qui ont fait part de leurs doutes quant aux systèmes techniques avaient tendance à détenir des montants relativement élevés.

---

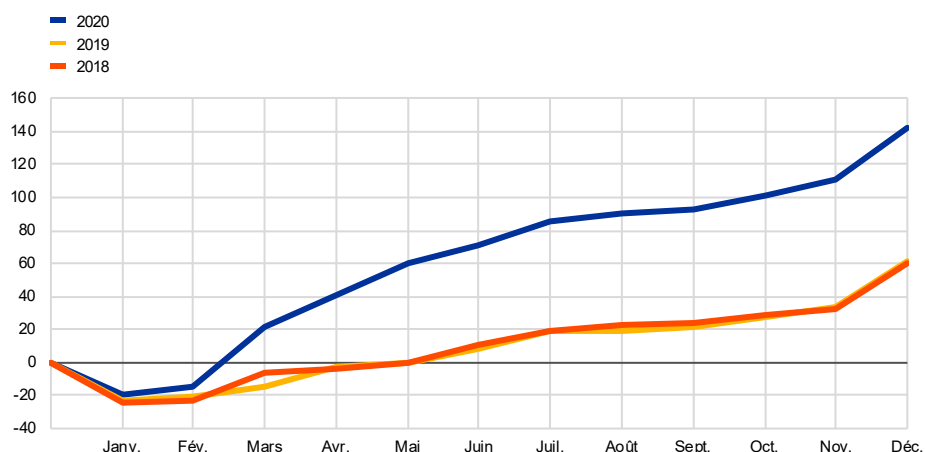
#### 4 L'accroissement des émissions de billets en période de crise : le cas de la pandémie de COVID-19

**En 2020, l'augmentation de la circulation des billets a été anormalement élevée en raison de la pandémie de COVID-19, une tendance qui a également été observée lors d'autres périodes de crise.** Durant différents types de crises, les particuliers ont tendance à être à l'origine d'une demande croissante d'espèces, et la crise de la COVID-19 n'a pas fait exception (cf. encadré 3). Le graphique 6 présente les émissions nettes de billets en euros en 2020 et les compare aux deux années (normales) qui ont précédé. Après les émissions négatives du début de l'année (lorsque, après Noël, les retours de billets sont toujours supérieurs aux émissions), les émissions nettes en 2020 ont commencé à s'écarter du taux de croissance normal lorsque la pandémie de COVID-19 s'est propagée dans toute l'Europe. Au cours des deux années précédentes, les émissions nettes de décembre s'établissaient à 61 milliards d'euros environ, alors qu'en 2020 elles sont ressorties à plus de 141 milliards (soit un écart de 80 milliards, ce qui représente une hausse de plus de 130 %).

### Graphique 6

#### Émissions nettes cumulées de billets en euros en 2020 par rapport aux années précédentes

(milliards d'euros, émissions nettes cumulées, chiffres de fin de mois)



Source : BCE ; dernière observation : décembre 2020.

### Encadré 3

#### Espèces et crises

Gerhard Rösl et Franz Seitz

Il a été observé au niveau mondial que, par le passé, un facteur important de forte augmentation des avoirs en numéraire a été la hausse de la demande d'espèces en raison des crises <sup>28</sup>. Comme le montre le graphique A, la demande d'espèces a augmenté dans les principales zones monétaires durant toutes les crises mentionnées, parfois de manière assez spectaculaire. Dans la suite de cet article, nous examinons des exemples historiques dans le monde entier qui montrent l'importance des espèces en période de crise en distinguant trois types de crise différents : a) les crises technologiques (comme la crise du bug de l'an 2000), b) les crises sur les marchés financiers (comme la grande crise financière de 2008-2009), et c) les catastrophes naturelles (comme les tremblements de terre, les ouragans ou l'actuelle pandémie de COVID-19).

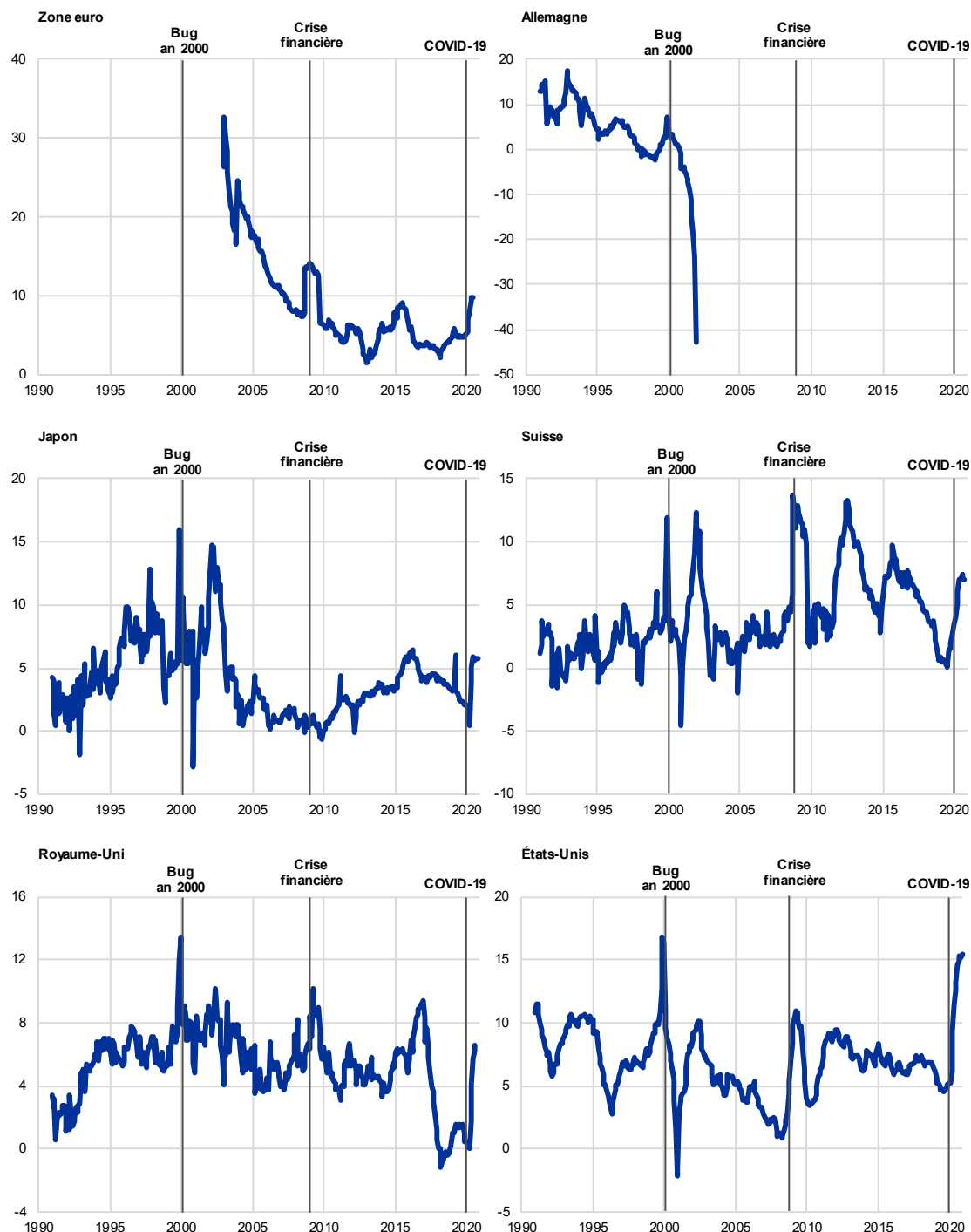
<sup>28</sup> Une analyse plus approfondie de la relation entre espèces et crises est disponible dans Rösl (G.) et Seitz (F.), « *Cash and Crises: No surprises by the virus* », *IMFS Working Papers*, n° 150, Institute for Monetary and Financial Stability, Francfort, 2021.



## Graphique A

### Taux de croissance annuels des espèces dans une sélection de pays

(monnaie locale)



Source : Banques centrales nationales concernées.

Note : Les données se rapportent aux espèces ou aux billets en circulation.

La forte hausse de la demande mondiale d'espèces durant la crise technologique lors du passage à l'an 2000 (bug de l'an 2000) a été provoquée par une incertitude accrue. À l'époque, on redoutait que la mise à jour des dates dans les programmes informatiques pour les faire passer au nouveau

millénaire n'entraîne la fermeture d'institutions importantes comme les services d'intérêt public, mais on s'interrogeait également sur le bon fonctionnement des systèmes de paiement et les retraits d'espèces aux DAB. L'envolée des espèces en circulation (cf. graphique A) à l'approche de l'an 2000 a donc été motivée par des motifs de transaction et de précaution ainsi que par la volonté de thésauriser. Par exemple, aux États-Unis, les émissions d'espèces de faible valeur faciale et de valeur faciale élevée ont augmenté de plus de 20 % en rythme annuel fin 1999, tandis que la demande d'espèces en francs suisses s'est concentrée principalement sur les grosses coupures (taux de croissance annuel : 14 %) reflétant probablement une forte hausse de la demande étrangère <sup>29</sup>. La demande domestique d'espèces lors du bug de l'an 2000 a aussi souvent été renforcée par une augmentation des encaisses en numéraire des banques, notamment aux États-Unis.

Après la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008, les turbulences financières qui en ont résulté aux États-Unis se sont rapidement intensifiées pour se muer en une crise financière mondiale qui a entraîné une augmentation manifeste de la demande d'espèces. Aux États-Unis, d'où la crise financière est partie, mais également dans la zone euro, en Suisse et au Royaume-Uni, les émissions d'espèces ont considérablement augmenté. En revanche, au Japon qui n'a pas été aussi durement touché par la crise, ni les émissions globales d'espèces ni celles d'aucune coupure de yen n'ont présenté de hausse inhabituelle. Cette fois-ci, le motif prédominant à l'origine de la demande d'espèces a clairement été la réserve de valeur, avec une hausse en particulier des billets de valeur faciale élevée (aux États-Unis, dans la zone euro, en Suisse et au Royaume-Uni). Dans les trois premières zones monétaires, cette évolution était due à la demande domestique et étrangère dans les différentes monnaies.

L'apparition de la COVID-19 a entraîné un ralentissement considérable de l'économie mondiale en 2020, entraînant une baisse brutale du chiffre d'affaires aux points de vente. Toutefois, les espèces en circulation ont augmenté de manière exceptionnelle au niveau mondial. En ce qui concerne la demande de petites et de grosses coupures de billets, des différences intéressantes sont apparues. Aux États-Unis comme dans la zone euro, les taux de croissance annuels du solde des transactions pour les petites coupures ont dépassé ceux des coupures les plus élevées mi-2020, tandis que le contraire s'est vérifié pour les émissions de billets en Suisse et au Japon.

En résumé, les périodes de crise ont dopé la demande d'espèces par le passé, quel que soit le type de crise. Cela souligne le rôle important que les espèces physiques semblent jouer dans une gestion de crise réussie.

---

**Selon une enquête de 2020 menée par la BCE sur la perception des consommateurs durant les premières phases de la pandémie, la demande d'espèces à des fins de transaction a diminué, tandis que les paiements sans contact ont augmenté.** L'enquête visant à mesurer l'impact de la pandémie sur la tendance des espèces (enquête IMPACT) fournit une indication sur les changements des habitudes de paiement lors des premières phases de la pandémie de COVID-19 <sup>30</sup>. Bien que la moitié environ des participants aient déclaré utiliser les

<sup>29</sup> Cf., par exemple Assenmacher (K.), Seitz (F.) et Tenhofen (J.), « *The demand for Swiss banknotes: some new evidence* », *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 155, n° 14, Springer, 2019.

<sup>30</sup> Toutefois, cette enquête n'est pas directement comparable à l'enquête SPACE. En outre, certains chiffres figurant dans le corps du texte proviennent de questions autorisant des réponses multiples. Cf. pour plus de détails « *Study on Payment Attitudes by Consumers in the Euro Area* », *op. cit.*

espèces et les cartes de la même manière qu'avant la crise, 40 % environ ont déclaré avoir plus souvent recours aux cartes de paiement sans contact. La même proportion (40 %) des participants a déclaré utiliser les espèces nettement moins souvent ou un peu moins souvent. Ce dernier groupe de participants a également été interrogé sur les habitudes qu'ils pensaient garder après la pandémie ; 87 % environ ont indiqué qu'ils continueraient de payer moins souvent en espèces une fois la pandémie terminée. Cette anticipation irait dans le sens d'une nouvelle baisse de la demande d'espèces pour les paiements, même si les chercheurs ont observé que les perceptions des consommateurs ou les préférences qu'ils affichent ne sont normalement pas révélatrices des habitudes de paiement <sup>31</sup>. Par conséquent, de nouvelles données d'enquêtes postérieures à la pandémie seront nécessaires pour déterminer si ces conclusions restent valables après la pandémie.

**La réduction des flux de billets à destination et en provenance des banques centrales de l'Eurosystème indique que la circulation active a diminué, ce qui va dans le sens d'une augmentation de la demande à titre de précaution peut-être en raison d'une incertitude accrue et d'une mobilité limitée <sup>32</sup>.**

Bien que, lors d'autres crises, on ait assisté à une augmentation des émissions brutes de billets en euros, durant la pandémie de COVID-19 ces émissions ont diminué par rapport aux niveaux précédents. La forte augmentation des émissions nettes (émissions brutes moins retours) s'explique par le fait que le nombre de billets retournés à la banque centrale a diminué encore plus que les émissions brutes. Cela indique que les billets circulent moins activement que l'année précédente, reflet d'une volonté de conserver des réserves en espèces à titre d'épargne de précaution, et confirmation d'une demande plus faible à des fins de paiements. Parmi les raisons à l'origine de ces habitudes pourraient figurer une incertitude accrue et une mobilité limitée (incitant les ménages à détenir des montants d'espèces plus élevés, réduisant par là même la nécessité d'aller retirer de l'argent au distributeur).

**Les données relatives aux expéditions de billets en euros indiquent que la demande étrangère n'est pas à l'origine de cette hausse dans une proportion notable, signe que cette hausse pourrait être due essentiellement à des motifs de précaution à l'intérieur même de la zone euro.** Les expéditions nettes cumulées de billets en euros à l'étranger en 2020 ont été négatives, ce qui signifie que le nombre de billets retournés depuis l'étranger a été supérieur aux émissions. Cela indique que la demande de billets trouvant son origine hors de la zone euro n'a pas contribué à la demande élevée. Les canaux informels, tels que le tourisme ou les transferts de fonds, n'ont très probablement pas contribué non plus, ces activités ayant elles aussi reculé pendant la pandémie. Cela signifie que l'essentiel de la demande provenait d'une épargne de précaution domestique (zone euro).

---

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> En mars 2020, lorsque la pandémie a commencé à toucher l'Europe, les émissions brutes ont augmenté, évolution en partie liée aux annonces de confinement et à la ruée sur les produits alimentaires de base qui leur a fait suite (associée à une hausse des dépenses). Toutefois, le taux de croissance des émissions brutes a diminué dans les mois qui ont suivi et n'est pas encore revenu à des niveaux normaux.

## 5 Conclusions

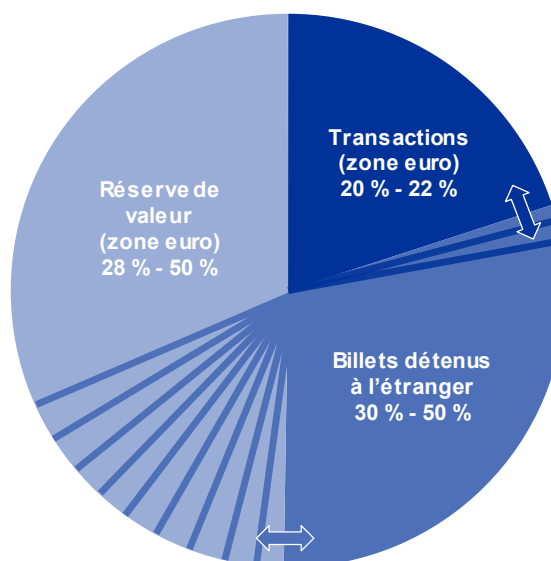
**La première étape pour comprendre le paradoxe des billets consiste à reconnaître l'importance de la demande d'espèces à des fins de réserve de valeur, ainsi que de la demande de billets en euros en dehors de la zone euro.**

Bien que les espèces restent le moyen de paiement le plus utilisé aux points de vente et pour les paiements de personne à personne, selon des enquêtes récentes de la BCE, la part des opérations en espèces par rapport aux autres modes de paiement a diminué au fil du temps. Toutefois, la demande d'espèces a globalement augmenté et la décomposition de la circulation des billets en trois composantes (demande à des fins de transactions dans la zone euro, réserve de valeur à l'intérieur de la zone euro et demande étrangère) est essentielle pour expliquer cette hausse. La part de la valeur des billets en circulation détenus pour des opérations de paiement dans la zone euro devrait être comprise entre 20 % et 22 % (les limites supérieure et inférieure indiquent que cette part pourrait être comprise entre 13 % et 30 %, mais ces limites s'appuient sur des hypothèses extrêmes et les estimations centrales sont jugées raisonnables). Cette part réduite souligne l'importance des deux autres composantes de la demande d'espèces : la demande au titre de la réserve de valeur à l'intérieur de la zone euro (28 % à 50 % de la circulation totale en valeur en 2019) et la demande étrangère de billets en euros (30 % à 50 % en 2019). L'amplitude des intervalles des estimations indique une forte incertitude liée au fait que les modalités d'utilisation effective des espèces ne sont pas directement observables. Cela signifie que ces estimations doivent être considérées avec la prudence requise. La figure 1 représente le volume estimé des différentes composantes de la demande de billets.

**Figure 1**

Estimations des composantes de la circulation des billets en euros

(pourcentages, chiffres arrondis ne comportant pas de décimales)



Source : Calculs des auteurs et Lalouette (L.) *et al.*, *op. cit.*, 2021.

Notes : Les estimations en pourcentage se rapportent à la valeur des billets en circulation. Pour la part de la demande intérieure, les estimations centrales des méthodes saisonnières et de la fréquence de retour sont utilisées. Les limites inférieures et supérieures résultant d'hypothèses extrêmes ne sont pas représentées par souci de simplicité.

**La pandémie de COVID-19 a intensifié la demande d'espèces pour des motifs de précaution (c'est-à-dire en tant que réserve de valeur) dans la zone euro, tandis que la demande à des fins de transactions semble avoir encore reculé ; les modalités d'utilisation des espèces après la pandémie restent incertaines.**

Les données d'enquêtes et la réduction des flux de billets à destination et en provenance des banques centrales de l'Eurosystème indiquent que la demande d'espèces à des fins de transaction a diminué. Comme pour d'autres crises, l'augmentation de la demande d'espèces s'explique par des motifs de précaution, même si cette demande a trouvé son origine essentiellement à l'intérieur de la zone euro. D'autres données seront nécessaires dans le futur pour déterminer les modalités d'utilisation des espèces une fois la pandémie terminée.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

|                       | PIB <sup>1)</sup>                                     |            |             |       |       |                          | IPC                                   |                                       |            |                    |       |       |                                               |
|-----------------------|-------------------------------------------------------|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|------------|--------------------|-------|-------|-----------------------------------------------|
|                       | (variations en pourcentage d'une période sur l'autre) |            |             |       |       |                          | (variations annuelles en pourcentage) |                                       |            |                    |       |       |                                               |
|                       | G20                                                   | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Pays de l'OCDE                        |                                       | États-Unis | Royaume-Uni (IPCH) | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro <sup>2)</sup> (IPCH) |
|                       | 1                                                     | 2          | 3           | 4     | 5     | 6                        | Total                                 | Hors produits alimentaires et énergie | 9          | 10                 | 11    | 12    | 13                                            |
| 2018                  | 3,6                                                   | 3,0        | 1,3         | 0,6   | 6,7   | 1,9                      | 2,6                                   | 2,1                                   | 2,4        | 2,5                | 1,0   | 2,1   | 1,8                                           |
| 2019                  | 2,8                                                   | 2,2        | 1,4         | 0,3   | 6,0   | 1,3                      | 2,1                                   | 2,2                                   | 1,8        | 1,8                | 0,5   | 2,9   | 1,2                                           |
| 2020                  | .                                                     | -3,3       | -9,9        | -4,8  | 2,3   | -6,6                     | 1,4                                   | 1,8                                   | 1,2        | 0,9                | 0,0   | 2,5   | 0,3                                           |
| 2020 T1               | -3,4                                                  | -1,3       | -2,9        | -0,6  | -9,7  | -3,8                     | 2,1                                   | 2,2                                   | 2,1        | 0,2                | 0,5   | 5,0   | 1,1                                           |
| T2                    | -6,6                                                  | -9,0       | -19,0       | -8,3  | 11,6  | -11,6                    | 0,9                                   | 1,6                                   | 0,4        | 0,2                | 0,1   | 2,7   | 0,2                                           |
| T3                    | 8,1                                                   | 7,5        | 16,1        | 5,3   | 3,0   | 12,5                     | 1,3                                   | 1,7                                   | 1,2        | 0,2                | 0,2   | 2,3   | 0,0                                           |
| T4                    | .                                                     | 1,0        | 1,0         | 3,0   | 2,6   | -0,7                     | 1,2                                   | 1,6                                   | 1,2        | 0,2                | -0,8  | 0,1   | -0,3                                          |
| 2020 Septembre        | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | 1,3                                   | 1,7                                   | 1,4        | 0,5                | 0,0   | 1,7   | -0,3                                          |
| Octobre               | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | 1,2                                   | 1,6                                   | 1,2        | 0,7                | -0,4  | 0,5   | -0,3                                          |
| Novembre              | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | 1,2                                   | 1,6                                   | 1,2        | 0,3                | -0,9  | -0,5  | -0,3                                          |
| Décembre              | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | 1,2                                   | 1,6                                   | 1,4        | 0,6                | -1,2  | 0,2   | -0,3                                          |
| 2021 Janvier          | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | .                                     | .                                     | 1,4        | 0,7                | -0,6  | -0,3  | 0,9                                           |
| Février <sup>3)</sup> | -                                                     | -          | -           | -     | -     | -                        | .                                     | .                                     | .          | .                  | .     | .     | 0,9                                           |

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

|                | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs) |            |             |       |       |                          |                                                     |          |                                     | Importations de marchandises <sup>1)</sup> |                    |                                |
|----------------|---------------------------------------------------------------------|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|-----------------------------------------------------|----------|-------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------|--------------------------------|
|                | Indice composite des directeurs d'achat                             |            |             |       |       |                          | Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup> |          |                                     | Mondiales                                  | Économies avancées | Économies de marché émergentes |
|                | Mondial <sup>2)</sup>                                               | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Secteur manufacturier                               | Services | Nouvelles commandes à l'exportation |                                            |                    |                                |
|                | 1                                                                   | 2          | 3           | 4     | 5     | 6                        | 7                                                   | 8        | 9                                   | 10                                         | 11                 | 12                             |
| 2018           | 53,4                                                                | 55,0       | 53,3        | 52,1  | 52,3  | 54,6                     | 53,1                                                | 53,8     | 50,8                                | 4,5                                        | 3,2                | 5,9                            |
| 2019           | 51,7                                                                | 52,5       | 50,2        | 50,5  | 51,8  | 51,3                     | 50,3                                                | 52,2     | 48,8                                | -0,5                                       | -0,3               | -0,8                           |
| 2020           | 47,5                                                                | 48,8       | 46,5        | 42,4  | 51,4  | 44,0                     | 48,5                                                | 46,3     | 45,3                                | -4,6                                       | -4,7               | -4,6                           |
| 2020 T1        | 46,1                                                                | 47,9       | 47,4        | 44,4  | 42,0  | 44,2                     | 46,7                                                | 45,9     | 46,0                                | -2,0                                       | -2,0               | -2,0                           |
| T2             | 37,9                                                                | 37,3       | 30,5        | 31,5  | 52,6  | 31,3                     | 40,6                                                | 36,9     | 35,0                                | -8,6                                       | -8,6               | -8,5                           |
| T3             | 52,0                                                                | 53,1       | 57,5        | 45,6  | 54,7  | 52,4                     | 52,6                                                | 51,7     | 49,0                                | 7,8                                        | 8,7                | 6,8                            |
| T4             | 54,2                                                                | 56,8       | 50,5        | 48,2  | 56,3  | 48,1                     | 54,6                                                | 54,0     | 50,8                                | 4,4                                        | 4,9                | 3,8                            |
| 2020 Septembre | 53,0                                                                | 54,3       | 56,5        | 46,6  | 54,5  | 50,4                     | 53,1                                                | 53,0     | 51,0                                | 7,8                                        | 8,7                | 6,8                            |
| Octobre        | 54,2                                                                | 56,3       | 52,1        | 48,0  | 55,7  | 50,0                     | 53,7                                                | 54,3     | 50,4                                | 7,3                                        | 8,1                | 6,4                            |
| Novembre       | 54,8                                                                | 58,6       | 49,0        | 48,1  | 57,5  | 45,3                     | 55,3                                                | 54,7     | 51,6                                | 5,7                                        | 6,7                | 4,6                            |
| Décembre       | 53,5                                                                | 55,3       | 50,5        | 48,5  | 55,8  | 49,1                     | 54,7                                                | 53,1     | 50,4                                | 4,4                                        | 4,9                | 3,8                            |
| 2021 Janvier   | 53,3                                                                | 58,7       | 41,2        | 47,1  | 52,2  | 47,8                     | 54,0                                                | 53,0     | 49,3                                | .                                          | .                  | .                              |
| Février        | 54,2                                                                | 59,5       | 49,6        | 48,2  | 51,7  | 48,8                     | 53,6                                                | 54,4     | 49,8                                | .                                          | .                  | .                              |

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

|              | Zone euro <sup>1)</sup>                           |                      |                           |                           |                           |                            | États-Unis              | Japon                   |
|--------------|---------------------------------------------------|----------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|----------------------------|-------------------------|-------------------------|
|              | Taux à court terme de l'euro (€STR) <sup>2)</sup> | 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                       |
| 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         | -0,55                                             | -0,46                | -0,50                     | -0,43                     | -0,37                     | -0,31                      | 0,64                    | -0,07                   |
| 2020 Août    | -0,55                                             | -0,47                | -0,52                     | -0,48                     | -0,43                     | -0,36                      | 0,25                    | -0,05                   |
| Septembre    | -0,55                                             | -0,47                | -0,52                     | -0,49                     | -0,46                     | -0,41                      | 0,24                    | -0,09                   |
| Octobre      | -0,55                                             | -0,47                | -0,54                     | -0,51                     | -0,49                     | -0,47                      | 0,22                    | -0,10                   |
| Novembre     | -0,56                                             | -0,47                | -0,54                     | -0,52                     | -0,51                     | -0,48                      | 0,22                    | -0,10                   |
| Décembre     | -0,56                                             | -0,47                | -0,56                     | -0,54                     | -0,52                     | -0,50                      | 0,23                    | -0,10                   |
| 2021 Janvier | -0,56                                             | -0,48                | -0,56                     | -0,55                     | -0,53                     | -0,50                      | 0,22                    | -0,08                   |
| Février      | -0,56                                             | -0,48                | -0,55                     | -0,54                     | -0,52                     | -0,50                      | 0,19                    | -0,09                   |

Sources : 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<sup>er</sup> 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 <sup>1), 2)</sup> |       |       |       |        | Zone euro <sup>1), 2)</sup> | États-Unis  | Royaume-Uni | Zone euro <sup>1), 2)</sup> |       |       |        |
|              | 3 mois                      | 1 an  | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 10 ans-1 an                 | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 1 an                        | 2 ans | 5 ans | 10 ans |
|              | 1                           | 2     | 3     | 4     | 5      | 6                           | 7           | 8           | 9                           | 10    | 11    | 12     |
| 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         | -0,75                       | -0,76 | -0,77 | -0,72 | -0,57  | 0,19                        | 0,80        | 0,32        | -0,77                       | -0,77 | -0,60 | -0,24  |
| 2020 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   |
| Septembre    | -0,62                       | -0,64 | -0,69 | -0,71 | -0,50  | 0,15                        | 0,56        | 0,20        | -0,69                       | -0,78 | -0,58 | -0,04  |
| Octobre      | -0,71                       | -0,75 | -0,80 | -0,81 | -0,60  | 0,15                        | 0,75        | 0,27        | -0,81                       | -0,88 | -0,68 | -0,17  |
| Novembre     | -0,72                       | -0,72 | -0,75 | -0,75 | -0,55  | 0,17                        | 0,73        | 0,32        | -0,75                       | -0,81 | -0,62 | -0,13  |
| Décembre     | -0,75                       | -0,76 | -0,77 | -0,72 | -0,57  | 0,19                        | 0,80        | 0,32        | -0,77                       | -0,77 | -0,60 | -0,24  |
| 2021 Janvier | -0,62                       | -0,70 | -0,75 | -0,74 | -0,51  | 0,19                        | 0,99        | 0,46        | -0,78                       | -0,82 | -0,58 | -0,04  |
| Février      | -0,61                       | -0,65 | -0,67 | -0,55 | -0,25  | 0,41                        | 1,33        | 0,78        | -0,69                       | -0,66 | -0,26 | 0,32   |

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 |                            |                       |                |         |           |             |                     |                    |       |                       |            |
|            | Indice large                | 50     | Produits de base    | Services aux consommateurs | Biens de consommation | Pétrole et gaz | Finance | Industrie | Technologie | Services collectifs | Télécommunications | Santé | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|            | 1                           | 2      | 3                   | 4                          | 5                     | 6              | 7       | 8         | 9           | 10                  | 11                 | 12    | 13                    | 14         |
| 2018       | 375,5                       | 3386,6 | 766,3               | 264,9                      | 172,6                 | 115,8          | 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                      | 183,7                 | 111,9          | 155,8   | 650,9     | 528,2       | 322,0               | 294,2              | 772,7 | 2915,5                | 21697,2    |
| 2020       | 360,0                       | 3274,3 | 758,9               | 226,8                      | 163,2                 | 83,1           | 128,6   | 631,4     | 630,2       | 347,1               | 257,6              | 831,9 | 3217,3                | 22703,5    |
| 2020 Août  | 361,8                       | 3297,7 | 785,5               | 207,6                      | 161,9                 | 78,9           | 123,8   | 641,3     | 677,3       | 355,8               | 253,6              | 841,5 | 3391,7                | 22874,2    |
| Sept.      | 359,2                       | 3260,7 | 800,6               | 215,7                      | 162,0                 | 75,4           | 119,0   | 638,1     | 669,1       | 347,2               | 245,9              | 822,8 | 3365,5                | 23306,9    |
| Oct.       | 355,1                       | 3180,4 | 784,7               | 220,4                      | 162,0                 | 69,8           | 112,9   | 641,0     | 660,8       | 350,5               | 240,0              | 809,1 | 3418,7                | 23451,4    |
| Nov.       | 377,7                       | 3391,8 | 824,1               | 238,4                      | 167,0                 | 80,5           | 130,3   | 692,7     | 653,1       | 364,4               | 249,2              | 820,1 | 3549,0                | 25384,9    |
| Déc.       | 394,0                       | 3530,9 | 852,2               | 249,1                      | 170,2                 | 88,6           | 140,6   | 718,0     | 697,6       | 373,2               | 252,2              | 814,8 | 3695,3                | 26773,0    |
| 2021 Janv. | 403,1                       | 3592,2 | 877,5               | 251,5                      | 170,7                 | 91,6           | 140,8   | 734,6     | 743,4       | 391,6               | 254,3              | 835,5 | 3793,7                | 28189,1    |
| Fév.       | 410,0                       | 3667,1 | 873,5               | 258,5                      | 168,5                 | 90,7           | 146,1   | 751,4     | 785,6       | 372,8               | 253,9              | 851,8 | 3883,4                | 29458,8    |

Source : Refinitiv.



## 2 Évolutions financières

### 2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) <sup>1), 2)</sup>

(en pourcentage annuel; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

|      |                        | 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                        |                     |          |      |                   |                                        |
|------|------------------------|--------|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------|--------|-------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------|----------|------|-------------------|----------------------------------------|
|      |                        | À vue  | Remboursables avec préavis ≤ 3 mois | D'une durée : |         |                                     |                                  | Par période de fixation initiale du taux |        | TAE <sup>3)</sup> |                                                                  | Par période de fixation initiale du taux |                     |          |      | TAE <sup>3)</sup> | Indicateur composite du coût d'emprunt |
|      |                        |        |                                     | ≤ 2 ans       | > 2 ans |                                     |                                  | Taux variable et période ≤ 1 an          | > 1 an |                   |                                                                  | > 1 an et ≤ 5 ans                        | > 5 ans et ≤ 10 ans | > 10 ans |      |                   |                                        |
|      |                        |        |                                     |               |         |                                     |                                  |                                          |        |                   |                                                                  |                                          |                     |          | 1    |                   |                                        |
| 2020 | Février                | 0,02   | 0,36                                | 0,33          | 0,70    | 5,62                                | 16,60                            | 5,48                                     | 5,58   | 6,13              | 2,20                                                             | 1,43                                     | 1,54                | 1,38     | 1,36 | 1,71              | 1,41                                   |
|      | Mars                   | 0,02   | 0,36                                | 0,31          | 0,64    | 5,60                                | 16,19                            | 5,47                                     | 5,45   | 5,88              | 2,06                                                             | 1,39                                     | 1,54                | 1,35     | 1,35 | 1,65              | 1,39                                   |
|      | Avril                  | 0,02   | 0,36                                | 0,23          | 0,73    | 5,38                                | 16,06                            | 3,60                                     | 5,50   | 5,54              | 1,99                                                             | 1,30                                     | 1,54                | 1,35     | 1,43 | 1,67              | 1,43                                   |
|      | Mai                    | 0,02   | 0,36                                | 0,24          | 0,70    | 5,26                                | 16,06                            | 4,12                                     | 5,30   | 5,64              | 1,83                                                             | 1,47                                     | 1,58                | 1,40     | 1,41 | 1,70              | 1,42                                   |
|      | Juin                   | 0,02   | 0,35                                | 0,23          | 0,71    | 5,28                                | 16,02                            | 4,41                                     | 5,14   | 5,57              | 1,87                                                             | 1,44                                     | 1,64                | 1,38     | 1,39 | 1,68              | 1,42                                   |
|      | Juillet                | 0,02   | 0,35                                | 0,22          | 0,74    | 5,16                                | 15,92                            | 4,73                                     | 5,27   | 5,70              | 2,00                                                             | 1,43                                     | 1,59                | 1,34     | 1,38 | 1,67              | 1,40                                   |
|      | Août                   | 0,02   | 0,35                                | 0,19          | 0,71    | 5,20                                | 15,88                            | 5,33                                     | 5,35   | 5,88              | 1,91                                                             | 1,42                                     | 1,61                | 1,31     | 1,40 | 1,67              | 1,40                                   |
|      | Septembre              | 0,02   | 0,35                                | 0,19          | 0,70    | 5,23                                | 15,86                            | 5,07                                     | 5,25   | 5,75              | 1,94                                                             | 1,39                                     | 1,61                | 1,31     | 1,37 | 1,66              | 1,38                                   |
|      | Octobre                | 0,02   | 0,35                                | 0,20          | 0,69    | 5,18                                | 15,83                            | 5,14                                     | 5,26   | 5,80              | 2,03                                                             | 1,37                                     | 1,56                | 1,27     | 1,36 | 1,64              | 1,36                                   |
|      | Novembre               | 0,02   | 0,35                                | 0,20          | 0,71    | 5,11                                | 15,78                            | 5,01                                     | 5,25   | 5,90              | 2,04                                                             | 1,37                                     | 1,54                | 1,29     | 1,35 | 1,63              | 1,35                                   |
|      | Décembre               | 0,01   | 0,35                                | 0,17          | 0,72    | 4,99                                | 15,78                            | 4,93                                     | 5,08   | 5,71              | 1,93                                                             | 1,35                                     | 1,52                | 1,27     | 1,33 | 1,62              | 1,32                                   |
| 2021 | Janvier <sup>(p)</sup> | 0,01   | 0,35                                | 0,21          | 0,68    | 5,01                                | 15,80                            | 4,85                                     | 5,32   | 5,87              | 1,91                                                             | 1,35                                     | 1,50                | 1,29     | 1,35 | 1,60              | 1,33                                   |

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 (TAE<sup>3)</sup>).

### 2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) <sup>1), 2)</sup>

(en pourcentage annuel; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

|          |                        | Dépôts |               |         | Crédits<br>renou-<br>velables<br>et<br>décou-<br>verts | Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux |                          |        |                                              |                          |        |                                              |                          |        | Indicateur<br>com-<br>posite<br>du coût<br>d'em-<br>prunt |
|----------|------------------------|--------|---------------|---------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|-----------------------------------------------------------|
|          |                        | À vue  | D'une durée : |         |                                                        | ≤ 250 000 euros                                                      |                          |        | > 250 000 euros<br>et ≤ 1 million            |                          |        | > 1 million d'euros                          |                          |        |                                                           |
|          |                        |        | ≤ 2 ans       | > 2 ans |                                                        | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois                         | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an |                                                           |
|          |                        | 1      | 2             | 3       | 4                                                      | 5                                                                    | 6                        | 7      | 8                                            | 9                        | 10     | 11                                           | 12                       | 13     | 14                                                        |
| 2020     | Février                | 0,00   | -0,12         | 0,32    | 2,05                                                   | 1,99                                                                 | 2,30                     | 2,11   | 1,58                                         | 1,54                     | 1,41   | 1,11                                         | 1,21                     | 1,25   | 1,52                                                      |
|          | Mars                   | 0,00   | -0,08         | 0,25    | 1,98                                                   | 1,90                                                                 | 2,18                     | 1,97   | 1,57                                         | 1,51                     | 1,47   | 1,14                                         | 1,10                     | 1,18   | 1,46                                                      |
|          | Avril                  | 0,00   | -0,06         | 0,31    | 1,97                                                   | 2,00                                                                 | 1,16                     | 1,70   | 1,61                                         | 0,92                     | 1,48   | 1,22                                         | 1,12                     | 1,26   | 1,47                                                      |
|          | Mai                    | 0,00   | -0,10         | 0,39    | 1,89                                                   | 1,87                                                                 | 1,21                     | 1,62   | 1,54                                         | 0,86                     | 1,56   | 1,23                                         | 1,07                     | 1,31   | 1,46                                                      |
|          | Juin                   | 0,00   | -0,12         | 0,32    | 1,94                                                   | 1,89                                                                 | 1,50                     | 1,79   | 1,55                                         | 1,13                     | 1,50   | 1,23                                         | 1,17                     | 1,42   | 1,49                                                      |
|          | Juillet                | 0,00   | -0,18         | 0,27    | 1,86                                                   | 1,98                                                                 | 1,86                     | 1,87   | 1,60                                         | 1,31                     | 1,51   | 1,24                                         | 1,17                     | 1,38   | 1,52                                                      |
|          | Août                   | 0,00   | -0,20         | 0,39    | 1,83                                                   | 1,88                                                                 | 1,90                     | 1,94   | 1,57                                         | 1,40                     | 1,49   | 1,29                                         | 1,31                     | 1,20   | 1,51                                                      |
|          | Septembre              | 0,00   | -0,20         | 0,26    | 1,88                                                   | 1,95                                                                 | 2,11                     | 1,94   | 1,55                                         | 1,43                     | 1,49   | 1,22                                         | 1,32                     | 1,31   | 1,52                                                      |
|          | Octobre                | 0,00   | -0,21         | 0,26    | 1,82                                                   | 1,95                                                                 | 2,21                     | 1,96   | 1,56                                         | 1,46                     | 1,50   | 1,22                                         | 1,42                     | 1,40   | 1,53                                                      |
|          | Novembre               | -0,01  | -0,20         | 0,42    | 1,83                                                   | 2,00                                                                 | 2,01                     | 1,98   | 1,58                                         | 1,41                     | 1,47   | 1,22                                         | 1,29                     | 1,30   | 1,51                                                      |
| Décembre | -0,01                  | -0,18  | 0,25          | 1,83    | 2,04                                                   | 1,94                                                                 | 1,94                     | 1,62   | 1,43                                         | 1,44                     | 1,34   | 1,23                                         | 1,27                     | 1,51   |                                                           |
| 2021     | Janvier <sup>(p)</sup> | -0,01  | -0,14         | 0,45    | 1,84                                                   | 2,16                                                                 | 2,00                     | 1,92   | 1,62                                         | 1,44                     | 1,41   | 1,18                                         | 1,19                     | 1,29   | 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 sociétés *holdings* des groupes non financiers ont été reclassées du secteur des sociétés non financières vers le secteur des sociétés financières.

## 2 Évolutions financières

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

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

|             |           | Encours |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       | Émissions brutes <sup>1)</sup>            |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
|-------------|-----------|---------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------|
|             |           | Total   | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                              |                                   | Administrations<br>publiques        |                                 | Total | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                      |                                                          | Administrations<br>publiques      |                                     |                                 |                                                  |
|             |           |         |                                           | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale |       |                                           | Autres<br>admini-<br>strations<br>pu-<br>bliques | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale | Autres<br>admini-<br>strations<br>pu-<br>bliques |
|             |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
|             |           | 1       | 2                                         | 3                                                        | 4                                 | 5                                   | 6                               | 7     | 8                                         | 9                                                | 10                                                       | 11                                | 12                                  | 13                              | 14                                               |
| Court terme |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
| 2018        |           | 1217    | 504                                       | 170                                                      | .                                 | 72                                  | 424                             | 47    | 389                                       | 171                                              | 66                                                       | .                                 | 41                                  | 76                              | 35                                               |
| 2019        |           | 1283    | 550                                       | 181                                                      | .                                 | 85                                  | 406                             | 61    | 415                                       | 177                                              | 80                                                       | .                                 | 47                                  | 73                              | 38                                               |
| 2020        |           | 1522    | 452                                       | 154                                                      | .                                 | 97                                  | 700                             | 118   | 447                                       | 170                                              | 69                                                       | .                                 | 45                                  | 114                             | 49                                               |
| 2020        | Août      | 1668    | 505                                       | 156                                                      | .                                 | 121                                 | 744                             | 142   | 384                                       | 153                                              | 56                                                       | .                                 | 29                                  | 112                             | 34                                               |
|             | Septembre | 1690    | 511                                       | 165                                                      | .                                 | 113                                 | 754                             | 146   | 453                                       | 181                                              | 63                                                       | .                                 | 43                                  | 126                             | 40                                               |
|             | Octobre   | 1659    | 504                                       | 158                                                      | .                                 | 114                                 | 742                             | 141   | 392                                       | 181                                              | 42                                                       | .                                 | 36                                  | 93                              | 40                                               |
|             | Novembre  | 1626    | 493                                       | 153                                                      | .                                 | 116                                 | 731                             | 132   | 393                                       | 193                                              | 39                                                       | .                                 | 37                                  | 83                              | 41                                               |
|             | Décembre  | 1522    | 452                                       | 154                                                      | .                                 | 97                                  | 700                             | 118   | 324                                       | 153                                              | 59                                                       | .                                 | 30                                  | 51                              | 31                                               |
| 2021        | Janvier   | 1575    | 494                                       | 147                                                      | .                                 | 99                                  | 704                             | 131   | 465                                       | 219                                              | 44                                                       | .                                 | 37                                  | 121                             | 43                                               |
| Long terme  |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                                  |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                                  |
| 2018        |           | 15744   | 3687                                      | 3162                                                     | .                                 | 1247                                | 7022                            | 627   | 228                                       | 64                                               | 68                                                       | .                                 | 15                                  | 75                              | 6                                                |
| 2019        |           | 16312   | 3817                                      | 3398                                                     | .                                 | 1321                                | 7151                            | 626   | 247                                       | 69                                               | 74                                                       | .                                 | 20                                  | 78                              | 7                                                |
| 2020        |           | 17242   | 3891                                      | 3195                                                     | .                                 | 1449                                | 7982                            | 725   | 295                                       | 67                                               | 70                                                       | .                                 | 27                                  | 114                             | 16                                               |
| 2020        | Août      | 17191   | 3928                                      | 3172                                                     | .                                 | 1442                                | 7969                            | 680   | 161                                       | 21                                               | 45                                                       | .                                 | 3                                   | 85                              | 8                                                |
|             | Septembre | 17286   | 3946                                      | 3179                                                     | .                                 | 1460                                | 8006                            | 694   | 315                                       | 65                                               | 80                                                       | .                                 | 27                                  | 124                             | 19                                               |
|             | Octobre   | 17287   | 3937                                      | 3204                                                     | .                                 | 1456                                | 7978                            | 713   | 275                                       | 47                                               | 78                                                       | .                                 | 27                                  | 91                              | 32                                               |
|             | Novembre  | 17267   | 3915                                      | 3187                                                     | .                                 | 1456                                | 7987                            | 722   | 218                                       | 42                                               | 62                                                       | .                                 | 18                                  | 79                              | 17                                               |
|             | Décembre  | 17242   | 3891                                      | 3195                                                     | .                                 | 1449                                | 7982                            | 725   | 199                                       | 38                                               | 102                                                      | .                                 | 17                                  | 36                              | 7                                                |
| 2021        | Janvier   | 17354   | 3892                                      | 3201                                                     | .                                 | 1457                                | 8069                            | 736   | 308                                       | 81                                               | 55                                                       | .                                 | 21                                  | 133                             | 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<br>(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 |
|                    |           |                   |                                 |                                         |                      |                           |                         |                |        |                                         |                          |                                  |
|                    |           | 1                 | 2                               | 3                                       | 4                    | 5                         | 6                       | 7              | 8      | 9                                       | 10                       | 11                               |
| Encours            |           |                   |                                 |                                         |                      |                           |                         |                |        |                                         |                          |                                  |
| 2018               |           | 16961,3           | 4191,4                          | 3332,0                                  | .                    | 1318,6                    | 7445,8                  | 673,5          | 7023,4 | 465,0                                   | 1099,2                   | 5459,2                           |
| 2019               |           | 17594,9           | 4366,8                          | 3578,5                                  | .                    | 1405,9                    | 7557,2                  | 686,5          | 8587,9 | 538,4                                   | 1410,6                   | 6638,9                           |
| 2020               |           | 18763,9           | 4343,3                          | 3348,5                                  | .                    | 1546,3                    | 8682,6                  | 843,1          | 8442,0 | 460,7                                   | 1351,3                   | 6630,0                           |
| 2020               | Août      | 18859,7           | 4432,8                          | 3328,3                                  | .                    | 1563,5                    | 8713,2                  | 821,9          | 7723,5 | 395,0                                   | 1191,2                   | 6137,3                           |
|                    | Septembre | 18976,2           | 4457,8                          | 3344,5                                  | .                    | 1573,5                    | 8760,5                  | 839,9          | 7537,2 | 364,9                                   | 1127,7                   | 6044,6                           |
|                    | Octobre   | 18945,6           | 4440,2                          | 3361,7                                  | .                    | 1569,6                    | 8720,1                  | 854,1          | 7230,6 | 348,2                                   | 1102,7                   | 5779,7                           |
|                    | Novembre  | 18892,5           | 4407,9                          | 3340,3                                  | .                    | 1572,3                    | 8717,8                  | 854,2          | 8232,3 | 448,2                                   | 1312,8                   | 6471,2                           |
|                    | Décembre  | 18763,9           | 4343,3                          | 3348,5                                  | .                    | 1546,3                    | 8682,6                  | 843,1          | 8442,0 | 460,7                                   | 1351,3                   | 6630,0                           |
| 2021               | Janvier   | 18928,9           | 4385,3                          | 3347,8                                  | .                    | 1555,8                    | 8773,2                  | 866,7          | 8327,8 | 437,5                                   | 1344,7                   | 6545,6                           |
| Taux de croissance |           |                   |                                 |                                         |                      |                           |                         |                |        |                                         |                          |                                  |
| 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               |           | 7,4               | 1,2                             | 2,6                                     | .                    | 12,3                      | 10,9                    | 24,3           | 1,3    | 0,0                                     | 3,0                      | 1,1                              |
| 2020               | Août      | 7,7               | 2,8                             | 4,6                                     | .                    | 12,1                      | 10,2                    | 18,2           | 0,3    | -0,1                                    | 0,5                      | 0,3                              |
|                    | Septembre | 7,9               | 2,7                             | 4,3                                     | .                    | 11,7                      | 10,6                    | 21,2           | 0,6    | -0,1                                    | 0,5                      | 0,7                              |
|                    | Octobre   | 8,2               | 2,5                             | 4,4                                     | .                    | 11,9                      | 11,0                    | 24,2           | 1,0    | 0,1                                     | 2,2                      | 0,8                              |
|                    | Novembre  | 7,4               | 1,7                             | 2,5                                     | .                    | 11,7                      | 10,7                    | 24,4           | 1,2    | 0,0                                     | 2,1                      | 1,1                              |
|                    | Décembre  | 7,4               | 1,2                             | 2,6                                     | .                    | 12,3                      | 10,9                    | 24,3           | 1,3    | 0,0                                     | 3,0                      | 1,1                              |
| 2021               | Janvier   | 7,4               | 0,2                             | 2,9                                     | .                    | 11,5                      | 11,3                    | 25,4           | 1,4    | 0,0                                     | 4,3                      | 1,0                              |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

|                                                                  | TCE-19       |                                  |                                  |                                             |                                   |                                  | TCE-42       |                                  |
|------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|--------------|----------------------------------|
|                                                                  | 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                                |
| 2018                                                             | 100,0        | 95,7                             | 94,0                             | 90,5                                        | 80,6                              | 95,8                             | 117,3        | 95,1                             |
| 2019                                                             | 98,2         | 93,3                             | 92,9                             | 88,7                                        | 78,9                              | 93,1                             | 115,5        | 92,4                             |
| 2020                                                             | 99,7         | 93,7                             | 94,1                             | .                                           | .                                 | .                                | 119,4        | 94,0                             |
| 2020 T1                                                          | 97,5         | 91,8                             | 92,4                             | 88,0                                        | 78,2                              | 92,9                             | 115,2        | 91,2                             |
| T2                                                               | 98,8         | 93,1                             | 93,2                             | 88,6                                        | 81,6                              | 93,8                             | 118,1        | 93,3                             |
| T3                                                               | 101,2        | 94,9                             | 95,3                             | 90,0                                        | 78,7                              | 94,5                             | 121,7        | 95,6                             |
| T4                                                               | 101,3        | 94,9                             | 95,3                             | .                                           | .                                 | .                                | 122,3        | 95,7                             |
| 2020 Septembre                                                   | 101,6        | 95,0                             | 95,6                             | —                                           | —                                 | —                                | 122,5        | 95,8                             |
| Octobre                                                          | 101,4        | 94,8                             | 95,3                             | —                                           | —                                 | —                                | 122,4        | 95,7                             |
| Novembre                                                         | 100,7        | 94,4                             | 94,7                             | —                                           | —                                 | —                                | 121,6        | 95,2                             |
| Décembre                                                         | 101,9        | 95,4                             | 95,9                             | —                                           | —                                 | —                                | 123,0        | 96,1                             |
| 2021 Janvier                                                     | 101,4        | 95,7                             | 95,2                             | —                                           | —                                 | —                                | 122,4        | 96,3                             |
| Février                                                          | 100,8        | 95,3                             | 94,5                             | —                                           | —                                 | —                                | 121,5        | 95,8                             |
| <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>    |              |                                  |                                  |                                             |                                   |                                  |              |                                  |
| 2021 Février                                                     | -0,7         | -0,4                             | -0,7                             | —                                           | —                                 | —                                | -0,7         | -0,5                             |
| <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> |              |                                  |                                  |                                             |                                   |                                  |              |                                  |
| 2021 Février                                                     | 4,6          | 5,0                              | 3,4                              | —                                           | —                                 | —                                | 7,0          | 6,6                              |

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                    |
| 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                 |
| 2020                                                             | 7,875                 | 7,538       | 26,455           | 7,454            | 351,249         | 121,846      | 4,443          | 0,890          | 4,8383      | 10,485            | 1,071        | 1,142                 |
| 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                 |
| T3                                                               | 8,086                 | 7,527       | 26,479           | 7,445            | 353,600         | 124,049      | 4,441          | 0,905          | 4,8454      | 10,364            | 1,075        | 1,169                 |
| T4                                                               | 7,901                 | 7,559       | 26,667           | 7,443            | 360,472         | 124,607      | 4,505          | 0,903          | 4,8718      | 10,268            | 1,078        | 1,193                 |
| 2020 Septembre                                                   | 8,033                 | 7,542       | 26,741           | 7,442            | 360,605         | 124,501      | 4,473          | 0,909          | 4,8602      | 10,428            | 1,079        | 1,179                 |
| Octobre                                                          | 7,923                 | 7,575       | 27,213           | 7,442            | 362,529         | 123,889      | 4,541          | 0,907          | 4,8747      | 10,397            | 1,074        | 1,178                 |
| Novembre                                                         | 7,815                 | 7,562       | 26,466           | 7,446            | 359,842         | 123,610      | 4,495          | 0,896          | 4,8704      | 10,231            | 1,079        | 1,184                 |
| Décembre                                                         | 7,960                 | 7,542       | 26,311           | 7,441            | 359,016         | 126,278      | 4,479          | 0,906          | 4,8703      | 10,174            | 1,081        | 1,217                 |
| 2021 Janvier                                                     | 7,873                 | 7,565       | 26,141           | 7,439            | 359,194         | 126,308      | 4,533          | 0,893          | 4,8732      | 10,095            | 1,079        | 1,217                 |
| Février                                                          | 7,814                 | 7,573       | 25,876           | 7,437            | 358,151         | 127,493      | 4,497          | 0,873          | 4,8750      | 10,089            | 1,086        | 1,210                 |
| <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>    |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2021 Février                                                     | -0,8                  | 0,1         | -1,0             | 0,0              | -0,3            | 0,9          | -0,8           | -2,2           | 0,0         | -0,1              | 0,6          | -0,6                  |
| <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2021 Février                                                     | 2,4                   | 1,6         | 3,3              | -0,5             | 6,2             | 6,2          | 5,1            | 3,8            | 1,9         | -4,5              | 2,0          | 10,9                  |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

|                                                |           | Total <sup>1)</sup> |             |        | Investissements directs |             | Investissements de portefeuille |             | Dérivés financiers nets | Autres investissements |             | Avoirs de réserve | Pour mémoire : dette extérieure brute |
|------------------------------------------------|-----------|---------------------|-------------|--------|-------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------------------|------------------------|-------------|-------------------|---------------------------------------|
|                                                |           | Avoirs              | Engagements | Net    | Avoirs                  | Engagements | Avoirs                          | Engagements |                         | Avoirs                 | Engagements |                   |                                       |
|                                                |           | 1                   | 2           | 3      | 4                       | 5           | 6                               | 7           | 8                       | 9                      | 10          | 11                | 12                                    |
| Encours (position extérieure)                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2019                                           | T4        | 27 829,5            | 27 882,0    | -52,5  | 11 517,1                | 9 375,3     | 9 891,3                         | 12 093,9    | -85,5                   | 5 693,1                | 6 412,8     | 813,6             | 14 759,7                              |
| 2020                                           | T1        | 27 462,6            | 27 541,7    | -79,1  | 11 265,3                | 9 318,6     | 8 883,9                         | 11 121,5    | -99,0                   | 6 546,2                | 7 101,6     | 866,3             | 15 525,9                              |
|                                                | T2        | 28 140,0            | 28 240,0    | -100,0 | 11 316,2                | 9 503,7     | 9 854,1                         | 11 939,3    | -70,7                   | 6 135,5                | 6 797,0     | 905,0             | 15 283,6                              |
|                                                | T3        | 28 088,2            | 28 098,3    | -10,1  | 11 165,5                | 9 335,2     | 9 972,6                         | 12 062,8    | -97,6                   | 6 138,1                | 6 700,3     | 909,6             | 15 138,5                              |
| encours en pourcentage du PIB                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2020                                           | T3        | 246,0               | 246,1       | -0,1   | 97,8                    | 81,8        | 87,3                            | 105,6       | -0,9                    | 53,8                   | 58,7        | 8,0               | 132,6                                 |
| Flux                                           |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2020                                           | T1        | 608,6               | 594,5       | 14,1   | -33,0                   | -59,8       | -129,0                          | 59,6        | 12,3                    | 754,8                  | 594,7       | 3,4               | —                                     |
|                                                | T2        | 153,0               | 111,7       | 41,4   | 81,7                    | 173,6       | 383,2                           | 201,2       | 38,0                    | -353,1                 | -263,1      | 3,2               | —                                     |
|                                                | T3        | 195,6               | 101,1       | 94,5   | 39,3                    | -15,8       | 86,8                            | 113,7       | -31,0                   | 97,1                   | 3,2         | 3,4               | —                                     |
|                                                | T4        | 135,0               | -11,0       | 146,0  | -41,9                   | 68,3        | 302,7                           | -210,8      | -9,6                    | -118,3                 | 131,5       | 2,1               | —                                     |
| 2020                                           | Juillet   | 205,6               | 206,3       | -0,7   | 64,1                    | 39,9        | 9,5                             | 59,0        | 5,1                     | 127,4                  | 107,5       | -0,6              | —                                     |
|                                                | Août      | 48,9                | -2,5        | 51,4   | 16,4                    | -7,5        | 57,8                            | 33,4        | -14,4                   | -12,2                  | -28,5       | 1,3               | —                                     |
|                                                | Septembre | -58,9               | -102,8      | 43,8   | -41,3                   | -48,3       | 19,5                            | 21,3        | -21,6                   | -18,2                  | -75,8       | 2,6               | —                                     |
|                                                | Octobre   | 166,5               | 134,1       | 32,4   | 13,2                    | -4,7        | 65,8                            | -18,5       | -0,2                    | 84,8                   | 157,3       | 2,9               | —                                     |
|                                                | Novembre  | 219,9               | 188,7       | 31,2   | 34,8                    | 100,6       | 85,8                            | -87,9       | 12,6                    | 89,3                   | 176,0       | -2,6              | —                                     |
|                                                | Décembre  | -251,4              | -333,9      | 82,4   | -89,9                   | -27,6       | 151,1                           | -104,5      | -22,0                   | -292,4                 | -201,8      | 1,7               | —                                     |
| flux cumulés sur 12 mois                       |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2020                                           | Décembre  | 1 092,2             | 796,2       | 296,0  | 46,1                    | 166,3       | 643,8                           | 163,6       | 9,7                     | 380,5                  | 466,2       | 12,1              | —                                     |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2020                                           | Décembre  | 9,7                 | 7,0         | 2,6    | 0,4                     | 1,5         | 5,7                             | 1,4         | 0,1                     | 3,4                    | 4,1         | 0,1               | —                                     |

Source : BCE.

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

## 3 Activité économique

### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

|                                                                                              | PIB      |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
|                                                                                              | Total    | Demande intérieure |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       | Solde extérieur <sup>1)</sup>   |                                 |         |
|                                                                                              |          | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation brute de capital fixe |                       |                                               | Variation<br>des stocks<br><sup>2)</sup> | Total | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |         |
|                                                                                              |          |                    |                             |                               | Total des<br>bâtiments          | Total des<br>machines | Droits de<br>propriété<br>intellec-<br>tuelle |                                          |       |                                 |                                 |         |
|                                                                                              | 1        | 2                  | 3                           | 4                             | 5                               | 6                     | 7                                             | 8                                        | 9     | 10                              | 11                              | 12      |
| Prix courants (montants en milliards d'euros)                                                |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2018                                                                                         | 11 588,3 | 11 120,3           | 6 222,7                     | 2 369,0                       | 2 431,4                         | 1 178,2               | 746,0                                         | 500,7                                    | 97,2  | 468,0                           | 5 575,9                         | 5 107,9 |
| 2019                                                                                         | 11 937,2 | 11 489,4           | 6 376,3                     | 2 454,4                       | 2 622,6                         | 1 257,9               | 771,1                                         | 586,9                                    | 36,1  | 447,7                           | 5 758,9                         | 5 311,2 |
| 2020                                                                                         | 11 317,6 | 10 865,7           | 5 894,3                     | 2 552,8                       | 2 433,4                         | 1 205,6               | 678,7                                         | 542,0                                    | -14,8 | 452,0                           | 5 150,9                         | 4 698,9 |
| 2020 T1                                                                                      | 2 912,3  | 2 818,1            | 1 537,3                     | 626,8                         | 645,4                           | 309,7                 | 174,8                                         | 159,3                                    | 8,5   | 94,2                            | 1 389,7                         | 1 295,5 |
| T2                                                                                           | 2 599,7  | 2 519,4            | 1 343,3                     | 629,7                         | 540,9                           | 272,6                 | 142,1                                         | 124,5                                    | 5,5   | 80,3                            | 1 108,2                         | 1 027,9 |
| T3                                                                                           | 2 898,3  | 2 760,8            | 1 527,4                     | 645,3                         | 615,7                           | 309,3                 | 179,1                                         | 125,5                                    | -27,6 | 137,5                           | 1 296,9                         | 1 159,4 |
| T4                                                                                           | 2 897,0  | 2 759,8            | 1 484,5                     | 651,7                         | 625,8                           | 311,4                 | 180,4                                         | 132,3                                    | -2,2  | 137,2                           | 1 350,1                         | 1 212,9 |
| en pourcentage du PIB                                                                        |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2020                                                                                         | 100,0    | 96,0               | 52,1                        | 22,6                          | 21,5                            | 10,7                  | 6,0                                           | 4,8                                      | -0,1  | 4,0                             | —                               | —       |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)                                             |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| variations trimestrielles en pourcentage                                                     |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2020 T1                                                                                      | -3,8     | -3,4               | -4,5                        | -0,3                          | -5,9                            | -2,8                  | -9,5                                          | -7,5                                     | —     | —                               | -3,7                            | -2,9    |
| T2                                                                                           | -11,6    | -11,0              | -12,6                       | -2,2                          | -16,1                           | -12,3                 | -18,9                                         | -20,8                                    | —     | —                               | -18,8                           | -18,2   |
| T3                                                                                           | 12,5     | 10,2               | 14,1                        | 4,6                           | 13,9                            | 13,8                  | 26,0                                          | 0,7                                      | —     | —                               | 16,7                            | 11,8    |
| T4                                                                                           | -0,7     | -0,6               | -3,0                        | 0,4                           | 1,6                             | 0,2                   | 0,8                                           | 6,0                                      | —     | —                               | 3,5                             | 4,1     |
| variations annuelles en pourcentage                                                          |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2018                                                                                         | 1,9      | 1,9                | 1,5                         | 1,2                           | 3,2                             | 3,8                   | 3,7                                           | 1,2                                      | —     | —                               | 3,6                             | 3,7     |
| 2019                                                                                         | 1,3      | 1,9                | 1,3                         | 1,8                           | 5,7                             | 3,4                   | 2,1                                           | 16,4                                     | —     | —                               | 2,5                             | 3,9     |
| 2020                                                                                         | -6,6     | -6,4               | -8,0                        | 1,2                           | -8,3                            | -5,7                  | -12,8                                         | -8,2                                     | —     | —                               | -9,4                            | -9,2    |
| 2020 T1                                                                                      | -3,3     | -1,7               | -3,9                        | 1,1                           | 0,8                             | -2,8                  | -10,2                                         | 26,9                                     | —     | —                               | -3,1                            | 0,3     |
| T2                                                                                           | -14,6    | -14,0              | -16,1                       | -1,5                          | -20,8                           | -14,5                 | -27,3                                         | -25,4                                    | —     | —                               | -21,4                           | -20,6   |
| T3                                                                                           | -4,2     | -4,1               | -4,6                        | 2,4                           | -4,6                            | -3,5                  | -8,4                                          | -1,7                                     | —     | —                               | -9,0                            | -9,2    |
| T4                                                                                           | -4,9     | -5,8               | -7,6                        | 2,5                           | -8,7                            | -2,8                  | -6,9                                          | -21,8                                    | —     | —                               | -5,6                            | -7,6    |
| contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2020 T1                                                                                      | -3,8     | -3,3               | -2,4                        | -0,1                          | -1,3                            | -0,3                  | -0,6                                          | -0,4                                     | 0,5   | -0,5                            | —                               | —       |
| T2                                                                                           | -11,6    | -10,7              | -6,7                        | -0,5                          | -3,6                            | -1,3                  | -1,1                                          | -1,1                                     | 0,0   | -0,9                            | —                               | —       |
| T3                                                                                           | 12,5     | 10,0               | 7,4                         | 1,1                           | 2,9                             | 1,4                   | 1,4                                           | 0,0                                      | -1,4  | 2,5                             | —                               | —       |
| T4                                                                                           | -0,7     | -0,6               | -1,6                        | 0,1                           | 0,3                             | 0,0                   | 0,0                                           | 0,3                                      | 0,6   | -0,1                            | —                               | —       |
| contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage      |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2018                                                                                         | 1,9      | 1,8                | 0,8                         | 0,2                           | 0,6                             | 0,4                   | 0,2                                           | 0,0                                      | 0,1   | 0,1                             | —                               | —       |
| 2019                                                                                         | 1,3      | 1,8                | 0,7                         | 0,4                           | 1,2                             | 0,4                   | 0,1                                           | 0,7                                      | -0,5  | -0,5                            | —                               | —       |
| 2020                                                                                         | -6,6     | -6,1               | -4,3                        | 0,2                           | -1,8                            | -0,6                  | -0,8                                          | -0,4                                     | -0,3  | -0,5                            | —                               | —       |
| 2020 T1                                                                                      | -3,3     | -1,7               | -2,1                        | 0,2                           | 0,2                             | -0,3                  | -0,7                                          | 1,1                                      | 0,0   | -1,6                            | —                               | —       |
| T2                                                                                           | -14,6    | -13,6              | -8,6                        | -0,3                          | -4,7                            | -1,5                  | -1,8                                          | -1,4                                     | 0,0   | -1,0                            | —                               | —       |
| T3                                                                                           | -4,2     | -3,9               | -2,5                        | 0,5                           | -1,0                            | -0,4                  | -0,5                                          | -0,1                                     | -1,0  | -0,3                            | —                               | —       |
| T4                                                                                           | -4,9     | -5,6               | -4,1                        | 0,5                           | -2,0                            | -0,3                  | -0,4                                          | -1,2                                     | -0,1  | 0,7                             | —                               | —       |

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)                                                             |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2018                                                                                                      | 10 384,2                                | 174,6                              | 2 052,2                                               | 528,1        | 1 964,0                                          | 500,5                        | 476,9                                | 1 167,2                | 1 207,0                                                           | 1 957,5                                                        | 356,2                                            | 1 204,0                                  |
| 2019                                                                                                      | 10 695,4                                | 178,8                              | 2 064,2                                               | 570,0        | 2 028,0                                          | 530,7                        | 481,5                                | 1 204,8                | 1 252,7                                                           | 2 019,8                                                        | 364,9                                            | 1 241,8                                  |
| 2020                                                                                                      | 10 186,0                                | 176,8                              | 1 930,7                                               | 558,2        | 1 779,9                                          | 536,1                        | 473,2                                | 1 214,9                | 1 157,0                                                           | 2 045,2                                                        | 314,0                                            | 1 131,6                                  |
| 2020 T1                                                                                                   | 2 620,1                                 | 44,6                               | 498,6                                                 | 141,4        | 479,0                                            | 133,2                        | 120,9                                | 302,2                  | 306,1                                                             | 507,6                                                          | 86,4                                             | 292,2                                    |
| T2                                                                                                        | 2 341,0                                 | 44,7                               | 427,4                                                 | 125,8        | 379,1                                            | 127,6                        | 115,7                                | 296,3                  | 262,2                                                             | 492,8                                                          | 69,5                                             | 258,7                                    |
| T3                                                                                                        | 2 605,5                                 | 43,8                               | 493,3                                                 | 144,4        | 469,1                                            | 137,0                        | 118,7                                | 305,3                  | 291,9                                                             | 520,0                                                          | 82,0                                             | 292,7                                    |
| T4                                                                                                        | 2 605,5                                 | 43,9                               | 512,1                                                 | 145,9        | 451,3                                            | 136,6                        | 117,6                                | 306,6                  | 297,1                                                             | 519,6                                                          | 74,8                                             | 291,4                                    |
| en pourcentage de la valeur ajoutée                                                                       |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2020                                                                                                      | 100,0                                   | 1,7                                | 19,0                                                  | 5,5          | 17,5                                             | 5,3                          | 4,6                                  | 11,9                   | 11,4                                                              | 20,1                                                           | 3,1                                              | –                                        |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)                                                          |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| variations trimestrielles en pourcentage                                                                  |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2020 T1                                                                                                   | -3,4                                    | -2,1                               | -3,8                                                  | -3,4         | -6,2                                             | -1,3                         | -1,0                                 | -1,1                   | -3,4                                                              | -2,1                                                           | -6,8                                             | -6,9                                     |
| T2                                                                                                        | -11,8                                   | 0,1                                | -14,9                                                 | -12,3        | -21,3                                            | -4,3                         | -2,1                                 | -2,5                   | -15,0                                                             | -6,4                                                           | -23,6                                            | -9,5                                     |
| T3                                                                                                        | 12,2                                    | 0,6                                | 15,9                                                  | 14,2         | 23,4                                             | 7,2                          | 2,9                                  | 2,5                    | 11,6                                                              | 9,1                                                            | 22,5                                             | 14,4                                     |
| T4                                                                                                        | -0,7                                    | 0,6                                | 2,9                                                   | 0,0          | -4,2                                             | -0,5                         | -0,5                                 | -0,1                   | 0,8                                                               | -1,1                                                           | -11,8                                            | 0,0                                      |
| variations annuelles en pourcentage                                                                       |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2018                                                                                                      | 1,9                                     | -0,2                               | 1,6                                                   | 2,4          | 1,8                                              | 6,4                          | 0,9                                  | 1,3                    | 3,7                                                               | 1,0                                                            | 0,9                                              | 1,6                                      |
| 2019                                                                                                      | 1,3                                     | 1,0                                | -0,9                                                  | 3,0          | 2,0                                              | 4,7                          | 1,3                                  | 1,5                    | 1,7                                                               | 1,0                                                            | 1,3                                              | 1,5                                      |
| 2020                                                                                                      | -6,5                                    | -1,0                               | -7,6                                                  | -5,8         | -13,2                                            | 0,4                          | -1,2                                 | -0,9                   | -9,0                                                              | -2,4                                                           | -17,7                                            | -7,2                                     |
| 2020 T1                                                                                                   | -2,9                                    | -1,6                               | -4,9                                                  | -3,1         | -5,8                                             | 2,1                          | -0,5                                 | 0,4                    | -2,8                                                              | -1,4                                                           | -6,4                                             | -6,3                                     |
| T2                                                                                                        | -14,6                                   | -1,3                               | -18,9                                                 | -14,8        | -25,9                                            | -4,6                         | -3,2                                 | -2,4                   | -17,7                                                             | -7,8                                                           | -28,7                                            | -15,2                                    |
| T3                                                                                                        | -4,3                                    | -0,6                               | -5,8                                                  | -3,2         | -8,9                                             | 2,2                          | -0,5                                 | -0,4                   | -8,3                                                              | 0,4                                                            | -12,6                                            | -3,7                                     |
| T4                                                                                                        | -5,1                                    | -0,9                               | -2,4                                                  | -3,2         | -12,8                                            | 0,8                          | -0,8                                 | -1,1                   | -7,6                                                              | -1,1                                                           | -23,2                                            | -3,7                                     |
| contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2020 T1                                                                                                   | -3,4                                    | 0,0                                | -0,7                                                  | -0,2         | -1,2                                             | -0,1                         | 0,0                                  | -0,1                   | -0,4                                                              | -0,4                                                           | -0,2                                             | –                                        |
| T2                                                                                                        | -11,8                                   | 0,0                                | -2,9                                                  | -0,7         | -3,9                                             | -0,2                         | -0,1                                 | -0,3                   | -1,8                                                              | -1,2                                                           | -0,8                                             | –                                        |
| T3                                                                                                        | 12,2                                    | 0,0                                | 2,9                                                   | 0,8          | 3,8                                              | 0,4                          | 0,1                                  | 0,3                    | 1,3                                                               | 1,9                                                            | 0,6                                              | –                                        |
| T4                                                                                                        | -0,7                                    | 0,0                                | 0,6                                                   | 0,0          | -0,8                                             | 0,0                          | 0,0                                  | 0,0                    | 0,1                                                               | -0,2                                                           | -0,4                                             | –                                        |
| contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage      |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2018                                                                                                      | 1,9                                     | 0,0                                | 0,3                                                   | 0,1          | 0,3                                              | 0,3                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,4                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2019                                                                                                      | 1,3                                     | 0,0                                | -0,2                                                  | 0,2          | 0,4                                              | 0,2                          | 0,1                                  | 0,2                    | 0,2                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2020                                                                                                      | -6,5                                    | 0,0                                | -1,5                                                  | -0,3         | -2,5                                             | 0,0                          | -0,1                                 | -0,1                   | -1,0                                                              | -0,5                                                           | -0,6                                             | –                                        |
| 2020 T1                                                                                                   | -2,9                                    | 0,0                                | -0,9                                                  | -0,2         | -1,1                                             | 0,1                          | 0,0                                  | 0,0                    | -0,3                                                              | -0,3                                                           | -0,2                                             | –                                        |
| T2                                                                                                        | -14,6                                   | 0,0                                | -3,7                                                  | -0,8         | -4,9                                             | -0,2                         | -0,1                                 | -0,3                   | -2,1                                                              | -1,5                                                           | -1,0                                             | –                                        |
| T3                                                                                                        | -4,3                                    | 0,0                                | -1,1                                                  | -0,2         | -1,7                                             | 0,1                          | 0,0                                  | 0,0                    | -1,0                                                              | 0,1                                                            | -0,4                                             | –                                        |
| T4                                                                                                        | -5,1                                    | 0,0                                | -0,5                                                  | -0,2         | -2,4                                             | 0,0                          | 0,0                                  | -0,1                   | -0,9                                                              | -0,2                                                           | -0,8                                             | –                                        |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

|                                                              | Total | Par statut |                                        | Par activité économique                            |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
|--------------------------------------------------------------|-------|------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
|                                                              |       | Salariés   | Tra-<br>vailleurs<br>indé-<br>pendants | Agricul-<br>ture,<br>sylvicul-<br>ture<br>et pêche | Industrie<br>manu-<br>factu-<br>rière,<br>énergie<br>et<br>services<br>publics | Cons-<br>truction | Commerce,<br>transport,<br>hébergement<br>et restaura-<br>tion | Information<br>et commu-<br>nication | Activités<br>finan-<br>cières<br>et d'assu-<br>rance | Activités<br>immobi-<br>lières | Activités<br>spéciali-<br>sées<br>de<br>services<br>aux entre-<br>prises et<br>de soutien | Adminis-<br>tration<br>publique,<br>enseigne-<br>ment,<br>santé<br>et action<br>sociale | Arts,<br>spec-<br>tacles et<br>autres<br>activités<br>de<br>services |
|                                                              | 1     | 2          | 3                                      | 4                                                  | 5                                                                              | 6                 | 7                                                              | 8                                    | 9                                                    | 10                             | 11                                                                                        | 12                                                                                      | 13                                                                   |
| <b>Personnes employées</b>                                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| <i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i> |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| 2018                                                         | 100,0 | 85,8       | 14,2                                   | 3,1                                                | 14,6                                                                           | 6,0               | 25,0                                                           | 2,9                                  | 2,4                                                  | 1,0                            | 14,0                                                                                      | 24,2                                                                                    | 6,8                                                                  |
| 2019                                                         | 100,0 | 86,0       | 14,0                                   | 3,0                                                | 14,5                                                                           | 6,0               | 25,0                                                           | 2,9                                  | 2,4                                                  | 1,0                            | 14,0                                                                                      | 24,3                                                                                    | 6,7                                                                  |
| 2020                                                         | 100,0 | 86,1       | 13,9                                   | 3,0                                                | 14,5                                                                           | 6,2               | 24,5                                                           | 3,0                                  | 2,4                                                  | 1,0                            | 13,9                                                                                      | 24,9                                                                                    | 6,6                                                                  |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| 2018                                                         | 1,6   | 1,8        | 0,1                                    | -0,4                                               | 1,5                                                                            | 2,7               | 1,5                                                            | 3,9                                  | -1,1                                                 | 2,0                            | 2,8                                                                                       | 1,3                                                                                     | 0,1                                                                  |
| 2019                                                         | 1,2   | 1,4        | 0,0                                    | -2,0                                               | 0,8                                                                            | 2,0               | 1,3                                                            | 3,6                                  | -0,4                                                 | 1,5                            | 1,3                                                                                       | 1,5                                                                                     | 0,6                                                                  |
| 2020                                                         | -1,6  | -1,6       | -2,0                                   | -3,2                                               | -1,9                                                                           | 0,4               | -3,6                                                           | 1,3                                  | -0,7                                                 | -0,2                           | -2,4                                                                                      | 0,7                                                                                     | -3,4                                                                 |
| 2020 T1                                                      | 0,4   | 0,7        | -1,5                                   | -3,4                                               | -0,4                                                                           | 1,1               | 0,3                                                            | 2,5                                  | -0,2                                                 | -0,2                           | 0,7                                                                                       | 1,2                                                                                     | -0,3                                                                 |
| T2                                                           | -2,9  | -3,0       | -2,7                                   | -4,0                                               | -2,2                                                                           | -0,9              | -5,7                                                           | 0,7                                  | -1,1                                                 | -1,5                           | -4,5                                                                                      | 0,1                                                                                     | -5,9                                                                 |
| T3                                                           | -2,1  | -2,0       | -2,3                                   | -3,1                                               | -2,7                                                                           | 0,8               | -4,2                                                           | 0,9                                  | -1,0                                                 | 0,2                            | -3,5                                                                                      | 0,6                                                                                     | -3,7                                                                 |
| T4                                                           | -1,9  | -2,0       | -1,6                                   | -2,3                                               | -2,4                                                                           | 0,5               | -4,8                                                           | 1,2                                  | -0,6                                                 | 0,6                            | -2,3                                                                                      | 0,8                                                                                     | -3,7                                                                 |
| <b>Heures travaillées</b>                                    |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| <i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| 2018                                                         | 100,0 | 81,1       | 18,9                                   | 4,3                                                | 15,0                                                                           | 6,8               | 25,8                                                           | 3,0                                  | 2,5                                                  | 1,0                            | 13,8                                                                                      | 21,7                                                                                    | 6,1                                                                  |
| 2019                                                         | 100,0 | 81,3       | 18,7                                   | 4,1                                                | 14,9                                                                           | 6,8               | 25,8                                                           | 3,1                                  | 2,4                                                  | 1,0                            | 13,9                                                                                      | 21,8                                                                                    | 6,1                                                                  |
| 2020                                                         | 100,0 | 81,9       | 18,1                                   | 4,3                                                | 14,9                                                                           | 6,9               | 24,2                                                           | 3,3                                  | 2,5                                                  | 1,1                            | 13,9                                                                                      | 23,2                                                                                    | 5,7                                                                  |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| 2018                                                         | 1,7   | 2,1        | 0,0                                    | 0,1                                                | 1,4                                                                            | 3,3               | 1,5                                                            | 4,1                                  | -0,9                                                 | 2,7                            | 3,2                                                                                       | 1,4                                                                                     | 0,5                                                                  |
| 2019                                                         | 0,9   | 1,2        | -0,4                                   | -2,6                                               | 0,2                                                                            | 1,8               | 0,9                                                            | 3,7                                  | -0,2                                                 | 1,4                            | 1,1                                                                                       | 1,3                                                                                     | 0,4                                                                  |
| 2020                                                         | -7,7  | -7,0       | -10,6                                  | -3,5                                               | -7,5                                                                           | -6,0              | -13,6                                                          | -1,7                                 | -3,2                                                 | -6,6                           | -7,7                                                                                      | -2,0                                                                                    | -13,3                                                                |
| 2020 T1                                                      | -3,9  | -3,1       | -7,3                                   | -3,8                                               | -4,5                                                                           | -4,3              | -5,7                                                           | 0,9                                  | -2,8                                                 | -4,9                           | -2,7                                                                                      | -1,7                                                                                    | -7,6                                                                 |
| T2                                                           | -16,8 | -15,6      | -22,2                                  | -6,8                                               | -16,3                                                                          | -17,5             | -27,1                                                          | -5,7                                 | -6,5                                                 | -16,8                          | -16,9                                                                                     | -6,4                                                                                    | -27,9                                                                |
| T3                                                           | -4,9  | -4,7       | -5,7                                   | -1,9                                               | -5,8                                                                           | -0,9              | -9,1                                                           | -2,0                                 | -2,6                                                 | -3,2                           | -6,6                                                                                      | -0,2                                                                                    | -6,3                                                                 |
| T4                                                           | -6,5  | -6,1       | -8,2                                   | -2,4                                               | -5,7                                                                           | -2,8              | -13,5                                                          | -0,9                                 | -2,2                                                 | -2,6                           | -5,8                                                                                      | -0,9                                                                                    | -12,1                                                                |
| <b>Heures travaillées par personne employée</b>              |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i>                   |       |            |                                        |                                                    |                                                                                |                   |                                                                |                                      |                                                      |                                |                                                                                           |                                                                                         |                                                                      |
| 2018                                                         | 0,1   | 0,3        | -0,1                                   | 0,6                                                | -0,1                                                                           | 0,6               | -0,1                                                           | 0,2                                  | 0,2                                                  | 0,7                            | 0,4                                                                                       | 0,1                                                                                     | 0,3                                                                  |
| 2019                                                         | -0,3  | -0,2       | -0,4                                   | -0,6                                               | -0,6                                                                           | -0,2              | -0,4                                                           | 0,1                                  | 0,2                                                  | -0,1                           | -0,2                                                                                      | -0,2                                                                                    | -0,1                                                                 |
| 2020                                                         | -6,2  | -5,5       | -8,8                                   | -0,3                                               | -5,8                                                                           | -6,3              | -10,3                                                          | -3,0                                 | -2,5                                                 | -6,4                           | -5,4                                                                                      | -2,7                                                                                    | -10,2                                                                |
| 2020 T1                                                      | -4,3  | -3,8       | -5,9                                   | -0,4                                               | -4,2                                                                           | -5,4              | -6,0                                                           | -1,6                                 | -2,6                                                 | -4,7                           | -3,4                                                                                      | -2,8                                                                                    | -7,3                                                                 |
| T2                                                           | -14,3 | -13,0      | -20,1                                  | -2,9                                               | -14,4                                                                          | -16,8             | -22,7                                                          | -6,4                                 | -5,5                                                 | -15,6                          | -13,0                                                                                     | -6,5                                                                                    | -23,3                                                                |
| T3                                                           | -2,8  | -2,7       | -3,4                                   | 1,2                                                | -3,2                                                                           | -1,6              | -5,1                                                           | -2,9                                 | -1,6                                                 | -3,4                           | -3,3                                                                                      | -0,8                                                                                    | -2,7                                                                 |
| T4                                                           | -4,6  | -4,2       | -6,7                                   | 0,0                                                | -3,4                                                                           | -3,3              | -9,2                                                           | -2,2                                 | -1,6                                                 | -3,2                           | -3,5                                                                                      | -1,7                                                                                    | -8,8                                                                 |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

|                    |           | Popu-<br>lation<br>active,<br>millions | Sous-<br>emploi,<br>% de la<br>population<br>active | Chômage <sup>1)</sup> |                                      |                                                                                 |          |                                      |          |                                      |          |                                      |          | Taux de<br>vacance<br>d'em-<br>ploi <sup>3)</sup> |                             |
|--------------------|-----------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|---------------------------------------------------|-----------------------------|
|                    |           |                                        |                                                     | Total                 |                                      | Chômage<br>de longue<br>durée,<br>% de la<br>population<br>active <sup>2)</sup> | Par âge  |                                      |          |                                      | Par sexe |                                      |          |                                                   | % du<br>total des<br>postes |
|                    |           |                                        |                                                     |                       |                                      |                                                                                 | Adultes  |                                      | Jeunes   |                                      | Hommes   |                                      | Femmes   |                                                   |                             |
|                    |           |                                        |                                                     | Millions              | % de la<br>popu-<br>lation<br>active |                                                                                 | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active              |                             |
|                    |           | 1                                      | 2                                                   | 3                     | 4                                    | 5                                                                               | 6        | 7                                    | 8        | 9                                    | 10       | 11                                   | 12       | 13                                                | 14                          |
| % du total en 2019 |           | 100,0                                  |                                                     |                       |                                      | 82,0                                                                            |          |                                      |          | 18,3                                 |          | 51,3                                 |          | 48,7                                              |                             |
| 2018               |           | 162,486                                | 3,7                                                 | 13,203                | 8,1                                  | 3,8                                                                             | 10,814   | 7,3                                  | 2,390    | 16,8                                 | 6,803    | 7,8                                  | 6,400    | 8,5                                               | 2,1                         |
| 2019               |           | 163,200                                | 3,5                                                 | 12,233                | 7,5                                  | 3,3                                                                             | 9,999    | 6,7                                  | 2,234    | 15,6                                 | 6,269    | 7,2                                  | 5,963    | 7,9                                               | 2,3                         |
| 2020               |           | .                                      | .                                                   | 12,706                | 7,8                                  | .                                                                               | .        | 6,9                                  | .        | 17,1                                 | 6,514    | 7,5                                  | 6,192    | 8,2                                               | 1,8                         |
| 2020               | T1        | 162,385                                | 3,4                                                 | 11,852                | 7,3                                  | 3,1                                                                             | 9,617    | 6,5                                  | 2,235    | 15,8                                 | 6,028    | 6,9                                  | 5,824    | 7,7                                               | 1,9                         |
|                    | T2        | 159,969                                | 3,5                                                 | 11,886                | 7,4                                  | 2,5                                                                             | 9,589    | 6,6                                  | 2,297    | 16,8                                 | 6,258    | 7,3                                  | 5,629    | 7,6                                               | 1,6                         |
|                    | T3        | 162,001                                | 3,6                                                 | 13,373                | 8,3                                  | 3,1                                                                             | 10,769   | 7,3                                  | 2,604    | 18,5                                 | 6,832    | 7,9                                  | 6,540    | 8,7                                               | 1,7                         |
|                    | T4        | .                                      | .                                                   | 13,712                | 8,2                                  | .                                                                               | .        | 7,4                                  | .        | 17,3                                 | 6,937    | 7,7                                  | 6,775    | 8,8                                               | 1,9                         |
| 2020               | Août      | —                                      | —                                                   | 14,219                | 8,7                                  | —                                                                               | 11,553   | 7,7                                  | 2,666    | 18,9                                 | 7,201    | 8,2                                  | 7,018    | 9,2                                               | —                           |
|                    | Septembre | —                                      | —                                                   | 14,167                | 8,6                                  | —                                                                               | 11,621   | 7,7                                  | 2,545    | 18,0                                 | 7,117    | 8,1                                  | 7,050    | 9,2                                               | —                           |
|                    | Octobre   | —                                      | —                                                   | 13,745                | 8,4                                  | —                                                                               | 11,312   | 7,5                                  | 2,433    | 17,4                                 | 6,911    | 7,9                                  | 6,834    | 9,0                                               | —                           |
|                    | Novembre  | —                                      | —                                                   | 13,332                | 8,1                                  | —                                                                               | 10,952   | 7,3                                  | 2,379    | 17,2                                 | 6,719    | 7,7                                  | 6,613    | 8,7                                               | —                           |
|                    | Décembre  | —                                      | —                                                   | 13,274                | 8,1                                  | —                                                                               | 10,903   | 7,3                                  | 2,371    | 17,2                                 | 6,723    | 7,7                                  | 6,550    | 8,6                                               | —                           |
| 2021               | Janvier   | —                                      | —                                                   | 13,282                | 8,1                                  | —                                                                               | 10,926   | 7,3                                  | 2,356    | 17,1                                 | 6,733    | 7,7                                  | 6,549    | 8,6                                               | —                           |

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 des moyennes simples des données mensuelles. En raison de problèmes techniques dus à l'introduction du nouveau système allemand d'enquêtes intégrées auprès des ménages, qui comprend l'enquête sur les forces de travail, les chiffres pour la zone euro incluent des données sur l'Allemagne, débutant au premier trimestre 2020, qui ne sont pas des estimations directes issues des données individuelles de l'enquête sur les forces de travail, mais qui ont été établies à l'aide d'un échantillon plus large comprenant des données tirées d'autres enquêtes intégrées auprès des ménages.

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. Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières et recouvrent l'industrie, la construction et les services (à l'exclusion des ménages en tant qu'employeurs et des organisations et organismes extraterritoriaux).

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

|                                                    |           | Production industrielle      |       |                                       |                                   |                            |                               | Construc-<br>tion | Indicateur<br>BCE relatif<br>aux entrées<br>de<br>commandes<br>dans<br>l'industrie | Ventes au détail |                                                           |                                      |            | Nouvelles<br>immatricu-<br>lations de<br>voitures<br>particulières |
|----------------------------------------------------|-----------|------------------------------|-------|---------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------|--------------------------------------------------------------------|
|                                                    |           | Total (hors<br>construction) |       | Principaux secteurs industriels       |                                   |                            |                               |                   |                                                                                    | Total            | Produits<br>alimen-<br>taires,<br>bois-<br>sons,<br>tabac | Produits<br>non<br>alimen-<br>taires | Carburants |                                                                    |
|                                                    |           |                              |       | Industrie<br>manu-<br>factu-<br>rière | Biens<br>inter-<br>mé-<br>diaires | Biens<br>d'équi-<br>pement | Biens de<br>consom-<br>mation |                   |                                                                                    |                  |                                                           |                                      |            |                                                                    |
|                                                    |           | 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                |           |                              |       |                                       |                                   |                            |                               |                   |                                                                                    |                  |                                                           |                                      |            |                                                                    |
| 2018                                               |           | 0,7                          | 0,9   | 0,6                                   | 1,1                               | 1,4                        | -1,5                          | 1,8               | 2,8                                                                                | 1,6              | 1,4                                                       | 2,0                                  | 0,6        | 0,9                                                                |
| 2019                                               |           | -1,3                         | -1,3  | -2,4                                  | -1,8                              | 1,4                        | -2,1                          | 2,1               | -4,3                                                                               | 2,4              | 0,9                                                       | 3,8                                  | 0,7        | 1,8                                                                |
| 2020                                               |           | -8,7                         | -9,1  | -7,5                                  | -13,3                             | -4,7                       | -5,4                          | -5,9              | -10,7                                                                              | -1,1             | 3,6                                                       | -2,7                                 | -14,5      | -25,0                                                              |
| 2020                                               | T1        | -6,0                         | -6,1  | -5,4                                  | -10,2                             | -0,6                       | -5,4                          | -3,7              | -6,5                                                                               | -1,3             | 4,8                                                       | -4,5                                 | -10,0      | -27,4                                                              |
|                                                    | T2        | -20,1                        | -21,2 | -19,5                                 | -28,0                             | -13,2                      | -10,4                         | -15,4             | -26,4                                                                              | -6,7             | 2,9                                                       | -10,8                                | -29,2      | -50,8                                                              |
|                                                    | T3        | -6,9                         | -7,2  | -5,7                                  | -11,6                             | -2,2                       | -4,1                          | -2,2              | -7,7                                                                               | 2,4              | 2,5                                                       | 3,2                                  | -5,0       | -6,9                                                               |
|                                                    | T4        | -1,8                         | -1,9  | 1,3                                   | -3,8                              | -2,7                       | -2,1                          | -2,0              | -2,1                                                                               | 1,1              | 4,4                                                       | 0,6                                  | -14,0      | -9,2                                                               |
| 2020                                               | Août      | -6,8                         | -7,3  | -5,0                                  | -12,6                             | -2,9                       | -3,2                          | 0,4               | -7,0                                                                               | 4,5              | 3,8                                                       | 6,3                                  | -3,8       | -15,7                                                              |
|                                                    | Septembre | -6,6                         | -7,1  | -3,4                                  | -13,1                             | -1,9                       | -2,5                          | -2,5              | -5,8                                                                               | 2,5              | 2,7                                                       | 3,5                                  | -5,3       | -1,8                                                               |
|                                                    | Octobre   | -3,7                         | -4,3  | -1,0                                  | -8,1                              | -2,2                       | 0,5                           | -1,9              | -3,1                                                                               | 4,4              | 5,0                                                       | 5,6                                  | -9,2       | -4,8                                                               |
|                                                    | Novembre  | -0,6                         | -0,3  | 1,3                                   | 0,1                               | -2,6                       | -4,9                          | -0,6              | -1,9                                                                               | -1,9             | 2,4                                                       | -2,6                                 | -18,4      | -14,9                                                              |
|                                                    | Décembre  | -0,8                         | -1,0  | 4,1                                   | -3,1                              | -3,2                       | -1,9                          | -2,3              | -1,3                                                                               | 0,9              | 5,6                                                       | -0,6                                 | -14,7      | -8,0                                                               |
| 2021                                               | Janvier   | .                            | .     | .                                     | .                                 | .                          | .                             | .                 | .                                                                                  | -6,4             | 5,9                                                       | -13,6                                | -18,3      | -18,8                                                              |
| variations mensuelles en pourcentage (données cvs) |           |                              |       |                                       |                                   |                            |                               |                   |                                                                                    |                  |                                                           |                                      |            |                                                                    |
| 2020                                               | Août      | 0,8                          | 0,3   | 3,4                                   | -1,3                              | -0,8                       | 3,4                           | 4,0               | 4,0                                                                                | 3,9              | 2,1                                                       | 5,6                                  | 1,8        | -0,6                                                               |
|                                                    | Septembre | -0,1                         | 0,0   | 0,7                                   | 0,9                               | 1,4                        | -0,7                          | -2,9              | 1,1                                                                                | -1,5             | -1,4                                                      | -1,7                                 | -1,6       | 0,9                                                                |
|                                                    | Octobre   | 2,5                          | 2,3   | 2,3                                   | 2,9                               | 0,4                        | 2,3                           | 0,3               | 2,5                                                                                | 1,6              | 2,3                                                       | 1,7                                  | -3,6       | 3,0                                                                |
|                                                    | Novembre  | 2,6                          | 3,4   | 1,8                                   | 6,8                               | -1,2                       | -4,0                          | 2,3               | 0,8                                                                                | -5,4             | -2,2                                                      | -7,3                                 | -11,4      | -7,2                                                               |
|                                                    | Décembre  | -1,6                         | -1,7  | 1,0                                   | -3,1                              | -0,2                       | 1,4                           | -3,7              | -0,1                                                                               | 1,8              | 2,3                                                       | 1,0                                  | 4,7        | 10,4                                                               |
| 2021                                               | Janvier   | .                            | .     | .                                     | .                                 | .                          | .                             | .                 | .                                                                                  | -5,9             | 1,1                                                       | -12,0                                | -1,1       | -22,5                                                              |

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



## 3 Activité économique

### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

|                | Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs<br>(soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire) |                                          |                                                       |                                           |                                                            |                                               |                                                      |                                                       | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion) |                                          |                                       |                                     |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
|                | Indicateur du climat économique<br>(moyenne à long terme = 100)                                                                                         | Secteur manufacturier                    |                                                       | Indicateur de confiance des consommateurs | Indicateur de confiance dans le secteur de la construction | Indicateur de confiance du commerce de détail | Secteur des services                                 |                                                       | Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière    | Production dans le secteur manufacturier | Activité dans le secteur des services | Indice composite pour la production |
|                |                                                                                                                                                         | Indicateur de confiance dans l'industrie | Taux d'utilisation des capacités de production (en %) |                                           |                                                            |                                               | Indicateur de confiance dans le secteur des services | Taux d'utilisation des capacités de production (en %) |                                                                  |                                          |                                       |                                     |
|                | 1                                                                                                                                                       | 2                                        | 3                                                     | 4                                         | 5                                                          | 6                                             | 7                                                    | 8                                                     | 9                                                                | 10                                       | 11                                    | 12                                  |
| 1999-2015      | 99,3                                                                                                                                                    | -5,2                                     | 80,6                                                  | -11,6                                     | -15,4                                                      | -8,6                                          | 7,3                                                  | —                                                     | 51,2                                                             | 52,5                                     | 53,0                                  | 52,8                                |
| 2018           | 111,8                                                                                                                                                   | 6,7                                      | 83,7                                                  | -4,8                                      | 7,2                                                        | 1,3                                           | 15,2                                                 | 90,4                                                  | 54,9                                                             | 54,7                                     | 54,5                                  | 54,6                                |
| 2019           | 103,6                                                                                                                                                   | -5,2                                     | 82,0                                                  | -6,9                                      | 6,7                                                        | -0,5                                          | 10,8                                                 | 90,5                                                  | 47,4                                                             | 47,8                                     | 52,7                                  | 51,3                                |
| 2020           | 88,2                                                                                                                                                    | -14,4                                    | 74,0                                                  | -14,3                                     | -7,4                                                       | -12,9                                         | -16,5                                                | 86,3                                                  | 48,6                                                             | 48,0                                     | 42,5                                  | 44,0                                |
| 2020 T1        | 100,8                                                                                                                                                   | -8,2                                     | 74,6                                                  | -8,6                                      | 3,6                                                        | -3,0                                          | 6,7                                                  | 88,0                                                  | 47,2                                                             | 45,1                                     | 43,9                                  | 44,2                                |
| T2             | 72,0                                                                                                                                                    | -27,3                                    | 70,2                                                  | -18,5                                     | -14,5                                                      | -26,4                                         | -39,2                                                | 85,6                                                  | 40,1                                                             | 34,2                                     | 30,3                                  | 31,3                                |
| T3             | 88,5                                                                                                                                                    | -13,6                                    | 74,2                                                  | -14,4                                     | -10,6                                                      | -11,3                                         | -18,0                                                | 85,9                                                  | 52,4                                                             | 56,0                                     | 51,1                                  | 52,4                                |
| T4             | 91,4                                                                                                                                                    | -8,8                                     | 76,9                                                  | -15,6                                     | -8,3                                                       | -10,9                                         | -15,4                                                | 85,6                                                  | 54,6                                                             | 56,7                                     | 45,0                                  | 48,1                                |
| 2020 Septembre | 92,3                                                                                                                                                    | -11,5                                    | —                                                     | -13,6                                     | -9,1                                                       | -8,5                                          | -11,0                                                | —                                                     | 53,7                                                             | 57,1                                     | 48,0                                  | 50,4                                |
| Octobre        | 92,5                                                                                                                                                    | -9,3                                     | 76,3                                                  | -15,5                                     | -8,0                                                       | -6,9                                          | -12,0                                                | 86,2                                                  | 54,8                                                             | 58,4                                     | 46,9                                  | 50,0                                |
| Novembre       | 89,3                                                                                                                                                    | -10,2                                    | —                                                     | -17,6                                     | -9,0                                                       | -12,7                                         | -17,0                                                | —                                                     | 53,8                                                             | 55,3                                     | 41,7                                  | 45,3                                |
| Décembre       | 92,4                                                                                                                                                    | -6,8                                     | —                                                     | -13,8                                     | -8,0                                                       | -13,2                                         | -17,1                                                | —                                                     | 55,2                                                             | 56,3                                     | 46,4                                  | 49,1                                |
| 2021 Janvier   | 91,5                                                                                                                                                    | -6,1                                     | 77,5                                                  | -15,5                                     | -7,7                                                       | -18,5                                         | -17,7                                                | 85,1                                                  | 54,8                                                             | 54,6                                     | 45,4                                  | 47,8                                |
| Février        | 93,4                                                                                                                                                    | -3,3                                     | —                                                     | -14,8                                     | -7,5                                                       | -19,1                                         | -17,1                                                | —                                                     | 57,9                                                             | 57,6                                     | 45,7                                  | 48,8                                |

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

### 3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

|         | Ménages                                                         |                |                                     |                          |                                     |                            |                       | Sociétés non financières                  |                      |                              |                          |                                     |             |
|---------|-----------------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------------|-------------------------------------------|----------------------|------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|-------------|
|         | Taux d'épargne (brut)                                           | Ratio de dette | Revenu disponible brut réel         | Investissement financier | Investissement non financier (brut) | Valeur nette <sup>2)</sup> | Patrimoine immobilier | Participation aux bénéfices <sup>3)</sup> | Taux d'épargne (net) | Ratio de dette <sup>4)</sup> | Investissement financier | Investissement non financier (brut) | Financement |
|         | En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) <sup>1)</sup> |                | 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    | 12,2                                                            | 93,7           | 1,7                                 | 2,3                      | 5,4                                 | 4,3                        | 4,1                   | 35,0                                      | 6,9                  | 77,3                         | 4,1                      | 9,6                                 | 2,7         |
| 2018    | 12,4                                                            | 93,4           | 1,8                                 | 2,0                      | 6,4                                 | 2,6                        | 4,7                   | 35,4                                      | 5,8                  | 77,9                         | 1,9                      | 7,0                                 | 1,4         |
| 2019    | 12,9                                                            | 93,8           | 1,8                                 | 2,6                      | 4,9                                 | 5,8                        | 3,9                   | 34,6                                      | 5,7                  | 77,7                         | 2,4                      | 3,4                                 | 1,9         |
| 2019 T4 | 12,9                                                            | 93,8           | 1,0                                 | 2,6                      | 2,5                                 | 5,8                        | 3,9                   | 34,6                                      | 5,7                  | 77,7                         | 2,4                      | -8,1                                | 1,9         |
| 2020 T1 | 13,8                                                            | 93,6           | 0,8                                 | 2,6                      | -0,9                                | 2,9                        | 4,2                   | 33,7                                      | 4,6                  | 78,9                         | 2,5                      | 1,4                                 | 2,1         |
| T2      | 16,5                                                            | 95,0           | -3,5                                | 3,3                      | -14,8                               | 4,0                        | 4,4                   | 31,2                                      | 4,1                  | 83,6                         | 2,8                      | -28,8                               | 1,9         |
| T3      | 17,6                                                            | 95,7           | 1,1                                 | 3,5                      | -2,2                                | 3,8                        | 4,6                   | 30,5                                      | 3,4                  | 83,8                         | 3,3                      | -14,2                               | 2,1         |

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 <sup>1)</sup> |        |       |
|------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------|-------|--------|--------|----------|-------|-------------------|-------|---------------------|---------------------------------|--------|-------|
|                                                |                          | 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    |
| 2020                                           | T1                       | 1058,4                            | 1007,7 | 50,7  | 586,9  | 497,5  | 242,1    | 251,8 | 200,1             | 192,5 | 29,4                | 65,9                            | 10,8   | 10,8  |
|                                                | T2                       | 860,0                             | 817,9  | 42,1  | 467,0  | 413,2  | 190,7    | 182,9 | 176,0             | 152,2 | 26,4                | 69,6                            | 10,6   | 15,6  |
|                                                | T3                       | 948,7                             | 881,0  | 67,7  | 548,3  | 455,0  | 193,0    | 184,8 | 179,0             | 179,2 | 28,4                | 62,0                            | 11,1   | 10,2  |
|                                                | T4                       | 1000,4                            | 912,8  | 87,6  | 586,8  | 480,8  | 214,9    | 185,0 | 170,1             | 173,4 | 28,6                | 73,7                            | 22,8   | 18,3  |
| 2020                                           | Juillet                  | 310,6                             | 293,5  | 17,1  | 178,7  | 149,5  | 63,3     | 60,8  | 59,0              | 62,0  | 9,6                 | 21,1                            | 3,4    | 3,8   |
|                                                | Août                     | 314,3                             | 290,9  | 23,4  | 182,5  | 151,2  | 62,4     | 60,8  | 60,0              | 59,2  | 9,4                 | 19,8                            | 4,2    | 2,6   |
|                                                | Septembre                | 323,7                             | 296,6  | 27,1  | 187,0  | 154,3  | 67,4     | 63,2  | 59,9              | 58,0  | 9,4                 | 21,2                            | 3,5    | 3,8   |
|                                                | Octobre                  | 330,8                             | 305,0  | 25,8  | 191,6  | 157,3  | 71,8     | 63,0  | 57,5              | 62,5  | 10,0                | 22,2                            | 4,3    | 3,5   |
|                                                | Novembre                 | 336,0                             | 310,8  | 25,1  | 195,5  | 162,0  | 72,0     | 61,9  | 58,7              | 58,1  | 9,7                 | 28,8                            | 4,1    | 3,3   |
|                                                | Décembre                 | 333,7                             | 297,0  | 36,7  | 199,7  | 161,5  | 71,2     | 60,1  | 53,9              | 52,7  | 8,9                 | 22,7                            | 14,4   | 11,5  |
|                                                | flux cumulés sur 12 mois |                                   |        |       |        |        |          |       |                   |       |                     |                                 |        |       |
| 2020                                           | Décembre                 | 3867,5                            | 3619,4 | 248,0 | 2188,9 | 1846,4 | 840,7    | 804,5 | 725,1             | 697,2 | 112,8               | 271,3                           | 55,4   | 54,8  |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |                          |                                   |        |       |        |        |          |       |                   |       |                     |                                 |        |       |
| 2020                                           | Décembre                 | 34,2                              | 32,0   | 2,2   | 19,4   | 16,3   | 7,4      | 7,1   | 6,4               | 6,2   | 1,0                 | 2,4                             | 0,5    | 0,5   |

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

### 3.9 Échanges de biens de la zone euro <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

|                                                                                               |           | Total (données brutes) |              | Exportations (FAB) |                      |                    |                                      |                       | Importations (CAF) |                      |                    |                       |                       |         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------------------------|--------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|---------|
|                                                                                               |           | Exportations           | Importations | Total              |                      |                    | Pour mémoire : produits manufacturés | Total                 |                    |                      |                    | Pour mémoire :        |                       |         |
|                                                                                               |           |                        |              |                    | Biens intermédiaires | Biens d'équipement |                                      | Biens de consommation |                    | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation | Produits manufacturés | Pétrole |
|                                                                                               |           | 1                      | 2            | 3                  | 4                    | 5                  | 6                                    | 7                     | 8                  | 9                    | 10                 | 11                    | 12                    | 13      |
| Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |                       |                    |                      |                    |                       |                       |         |
| 2020                                                                                          | T1        | -1,6                   | -4,1         | 578,6              | 274,6                | 116,2              | 176,2                                | 480,8                 | 507,4              | 282,6                | 83,1               | 134,1                 | 370,7                 | 55,7    |
|                                                                                               | T2        | -23,6                  | -21,6        | 447,0              | 218,0                | 87,6               | 133,0                                | 369,3                 | 423,1              | 220,7                | 77,5               | 119,2                 | 319,7                 | 26,1    |
|                                                                                               | T3        | -8,7                   | -11,5        | 531,3              | 248,3                | 107,8              | 164,9                                | 447,9                 | 469,1              | 243,0                | 83,6               | 134,0                 | 358,9                 | 34,3    |
|                                                                                               | T4        | -2,9                   | -6,0         | 566,9              | .                    | .                  | .                                    | 479,6                 | 489,4              | .                    | .                  | .                     | 376,5                 | .       |
| 2020                                                                                          | Juillet   | -10,6                  | -14,4        | 172,9              | 80,3                 | 35,0               | 54,6                                 | 145,6                 | 154,4              | 80,0                 | 28,1               | 43,7                  | 116,9                 | 11,4    |
|                                                                                               | Août      | -12,5                  | -13,4        | 176,0              | 82,1                 | 35,8               | 54,4                                 | 147,7                 | 155,2              | 79,9                 | 27,7               | 44,6                  | 119,7                 | 11,8    |
|                                                                                               | Septembre | -3,5                   | -6,9         | 182,4              | 85,8                 | 37,0               | 55,9                                 | 154,7                 | 159,5              | 83,0                 | 27,9               | 45,7                  | 122,2                 | 11,1    |
|                                                                                               | Octobre   | -9,1                   | -11,6        | 186,0              | 86,1                 | 37,2               | 59,0                                 | 157,7                 | 160,9              | 85,5                 | 26,9               | 44,9                  | 122,5                 | 11,1    |
|                                                                                               | Novembre  | -1,1                   | -4,4         | 189,4              | 89,0                 | 36,6               | 59,9                                 | 160,7                 | 164,5              | 86,9                 | 28,9               | 45,6                  | 127,7                 | 11,2    |
|                                                                                               | Décembre  | 2,3                    | -1,4         | 191,6              | .                    | .                  | .                                    | 161,2                 | 164,0              | .                    | .                  | .                     | 126,3                 | .       |
| Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |                       |                    |                      |                    |                       |                       |         |
| 2020                                                                                          | T1        | -4,0                   | -4,7         | 103,8              | 106,5                | 100,5              | 102,7                                | 102,3                 | 104,0              | 103,4                | 100,7              | 108,9                 | 105,0                 | 97,5    |
|                                                                                               | T2        | -23,6                  | -16,3        | 81,6               | 86,5                 | 76,1               | 79,0                                 | 79,1                  | 92,3               | 90,2                 | 94,8               | 97,2                  | 91,2                  | 81,1    |
|                                                                                               | T3        | -7,2                   | -7,0         | 98,5               | 100,1                | 94,9               | 99,4                                 | 97,9                  | 101,7              | 97,1                 | 104,5              | 110,5                 | 104,0                 | 81,1    |
|                                                                                               | T4        | .                      | .            | .                  | .                    | .                  | .                                    | .                     | .                  | .                    | .                  | .                     | .                     | .       |
| 2020                                                                                          | Juin      | -10,6                  | -7,7         | 89,8               | 91,8                 | 83,8               | 90,9                                 | 88,0                  | 95,9               | 91,3                 | 101,1              | 104,1                 | 97,0                  | 81,1    |
|                                                                                               | Juillet   | -9,7                   | -10,3        | 95,5               | 96,1                 | 92,2               | 98,4                                 | 94,7                  | 100,1              | 95,6                 | 104,4              | 108,0                 | 101,3                 | 80,0    |
|                                                                                               | Août      | -10,8                  | -9,7         | 98,0               | 99,5                 | 94,8               | 98,3                                 | 96,9                  | 100,6              | 95,7                 | 102,9              | 110,2                 | 103,6                 | 81,2    |
|                                                                                               | Septembre | -1,1                   | -1,0         | 101,9              | 104,6                | 97,8               | 101,4                                | 102,0                 | 104,4              | 100,0                | 106,3              | 113,3                 | 106,9                 | 82,2    |
|                                                                                               | Octobre   | -7,6                   | -6,7         | 103,1              | 103,3                | 98,5               | 106,6                                | 103,1                 | 104,5              | 101,8                | 102,1              | 110,9                 | 106,5                 | 83,9    |
|                                                                                               | Novembre  | 0,3                    | 0,5          | 104,6              | 107,2                | 95,8               | 107,3                                | 104,5                 | 106,0              | 102,9                | 106,9              | 112,4                 | 110,3                 | 83,4    |

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 définitions.

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|                       | Total               |       |                                              |       |          | Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup> |                                   |                                       |                                    |                          |          | Prix administrés                  |                  |
|-----------------------|---------------------|-------|----------------------------------------------|-------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|----------|-----------------------------------|------------------|
|                       | Indice : 2015 = 100 | Total |                                              | Biens | Services | Total                                                                                    | Produits alimentaires transformés | Produits alimentaires non transformés | Produits manufacturés hors énergie | Énergie (données brutes) | Services | IPCH global hors prix administrés | Prix administrés |
|                       |                     | Total | Total, hors produits alimentaires et énergie |       |          |                                                                                          |                                   |                                       |                                    |                          |          |                                   |                  |
|                       | 1                   | 2     | 3                                            | 4     | 5        | 6                                                                                        | 7                                 | 8                                     | 9                                  | 10                       | 11       | 12                                | 13               |
| % du total en 2021    | 100,0               | 100,0 | 68,7                                         | 58,2  | 41,8     | 100,0                                                                                    | 16,7                              | 5,1                                   | 26,9                               | 9,5                      | 41,8     | 86,7                              | 13,3             |
| 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              |
| 2020                  | 105,1               | 0,3   | 0,7                                          | -0,4  | 1,0      | —                                                                                        | —                                 | —                                     | —                                  | —                        | —        | 0,2                               | 0,6              |
| 2020 T1               | 104,7               | 1,1   | 1,1                                          | 0,8   | 1,5      | 0,1                                                                                      | 0,6                               | 1,4                                   | 0,1                                | -1,3                     | 0,1      | 1,2                               | 0,8              |
| T2                    | 105,5               | 0,2   | 0,9                                          | -0,6  | 1,2      | -0,4                                                                                     | 0,7                               | 3,5                                   | -0,1                               | -7,9                     | 0,3      | 0,2                               | 0,5              |
| T3                    | 105,1               | 0,0   | 0,6                                          | -0,7  | 0,7      | 0,0                                                                                      | -0,2                              | -1,9                                  | 0,4                                | 0,9                      | -0,1     | -0,1                              | 0,4              |
| T4                    | 105,0               | -0,3  | 0,2                                          | -0,9  | 0,5      | 0,0                                                                                      | 0,1                               | 0,5                                   | -0,6                               | 0,5                      | 0,3      | -0,4                              | 0,6              |
| 2020 Septembre        | 105,0               | -0,3  | 0,2                                          | -1,0  | 0,5      | 0,0                                                                                      | 0,0                               | 0,1                                   | -0,1                               | -0,4                     | 0,0      | -0,4                              | 0,4              |
| Octobre               | 105,2               | -0,3  | 0,2                                          | -0,8  | 0,4      | 0,1                                                                                      | 0,0                               | 0,4                                   | 0,1                                | 0,4                      | 0,1      | -0,4                              | 0,6              |
| Novembre              | 104,8               | -0,3  | 0,2                                          | -1,0  | 0,6      | 0,1                                                                                      | 0,1                               | 0,7                                   | -0,1                               | -0,1                     | 0,2      | -0,4                              | 0,5              |
| Décembre              | 105,2               | -0,3  | 0,2                                          | -1,0  | 0,7      | 0,1                                                                                      | 0,0                               | -1,6                                  | -0,1                               | 1,6                      | 0,2      | -0,4                              | 0,6              |
| 2021 Janvier          | 105,3               | 0,9   | 1,4                                          | 0,5   | 1,4      | 1,1                                                                                      | 0,4                               | 0,2                                   | 2,0                                | 3,8                      | 0,3      | 0,8                               | 1,4              |
| Février <sup>3)</sup> | 105,5               | 0,9   | 1,1                                          | .     | 1,2      | 0,0                                                                                      | 0,2                               | 0,2                                   | -0,4                               | 0,9                      | 0,1      | .                                 | .                |

|                       | Biens                                                  |                                     |                                         |                       |                                     |         | Services |     |            |                 |                                    |        |
|-----------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|---------|----------|-----|------------|-----------------|------------------------------------|--------|
|                       | Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac) |                                     |                                         | Produits manufacturés |                                     |         | Logement |     | Transports | Communica-tions | Services de loisirs et per-sonnels | Divers |
|                       | Total                                                  | Produits alimen-taires transfor-més | Produits alimen-taires non transfor-més | Total                 | Produits manu-facturés hors énergie | Énergie | Loyers   |     |            |                 |                                    |        |
|                       | 14                                                     | 15                                  | 16                                      | 17                    | 18                                  | 19      | 20       | 21  | 22         | 23              | 24                                 | 25     |
| % du total en 2021    | 21,8                                                   | 16,7                                | 5,1                                     | 36,4                  | 26,9                                | 9,5     | 12,2     | 7,5 | 6,5        | 2,7             | 11,4                               | 9,0    |
| 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    |
| 2020                  | 2,3                                                    | 1,8                                 | 4,0                                     | -1,8                  | 0,2                                 | -6,8    | 1,4      | 1,3 | 0,5        | -0,6            | 1,0                                | 1,4    |
| 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    |
| T3                    | 1,8                                                    | 1,5                                 | 2,8                                     | -2,0                  | 0,4                                 | -8,1    | 1,3      | 1,2 | -0,4       | -0,7            | 0,6                                | 1,4    |
| T4                    | 1,7                                                    | 1,2                                 | 3,5                                     | -2,4                  | -0,3                                | -7,8    | 1,2      | 1,2 | -0,6       | -1,5            | 0,6                                | 1,3    |
| 2020 Septembre        | 1,8                                                    | 1,4                                 | 3,1                                     | -2,5                  | -0,3                                | -8,2    | 1,3      | 1,2 | -0,6       | -0,8            | 0,3                                | 1,3    |
| Octobre               | 2,0                                                    | 1,3                                 | 4,3                                     | -2,3                  | -0,1                                | -8,2    | 1,2      | 1,2 | -0,9       | -1,8            | 0,4                                | 1,2    |
| Novembre              | 1,9                                                    | 1,2                                 | 4,2                                     | -2,5                  | -0,3                                | -8,3    | 1,2      | 1,2 | -0,6       | -1,3            | 0,5                                | 1,3    |
| Décembre              | 1,3                                                    | 1,1                                 | 2,1                                     | -2,3                  | -0,5                                | -6,9    | 1,2      | 1,2 | -0,3       | -1,4            | 0,7                                | 1,3    |
| 2021 Janvier          | 1,5                                                    | 1,3                                 | 2,0                                     | -0,1                  | 1,5                                 | -4,2    | 1,2      | 1,1 | 1,0        | -0,3            | 1,8                                | 1,5    |
| Février <sup>3)</sup> | 1,4                                                    | 1,3                                 | 1,4                                     | .                     | 1,0                                 | -1,7    | .        | .   | .          | .               | .                                  | .      |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3) 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 <sup>1)</sup> |       |                                        |       |                              |                            |                       |                                                        |                                      |         | Construc-<br>tion <sup>2)</sup> | Prix de<br>l'immo-<br>bilier<br>résiden-<br>ciel <sup>3)</sup> | Indicateur<br>expérimen-<br>tal<br>relatif<br>aux prix de<br>l'immobilier<br>commer-<br>cial <sup>3)</sup> |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------|-------|----------------------------------------|-------|------------------------------|----------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Total<br>(indice :<br>2015 =<br>100)                                  | Total | Industrie hors construction et énergie |       |                              |                            |                       |                                                        |                                      | Énergie |                                 |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                                                       |       | Secteur<br>manu-<br>facturier          | Total | Biens<br>intermé-<br>diaires | Biens<br>d'équi-<br>pement | Biens de consommation |                                                        |                                      |         |                                 |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                                                       |       |                                        |       |                              |                            | Total                 | Produits<br>alimen-<br>taires,<br>boissons<br>et tabac | Produits<br>non<br>alimen-<br>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    |                                 |                                                                |                                                                                                            |
| 2018               | 104,1                                                                 | 3,3   | 2,4                                    | 1,5   | 2,7                          | 1,0                        | 0,4                   | 0,1                                                    | 0,6                                  | 8,4     | 2,4                             | 4,8                                                            | 4,1                                                                                                        |
| 2019               | 104,7                                                                 | 0,6   | 0,6                                    | 0,8   | 0,1                          | 1,5                        | 1,0                   | 1,1                                                    | 0,9                                  | -0,1    | 2,0                             | 4,2                                                            | 4,6                                                                                                        |
| 2020               | 102,0                                                                 | -2,6  | -1,7                                   | -0,1  | -1,6                         | 0,9                        | 1,0                   | 1,1                                                    | 0,6                                  | -9,7    | .                               | .                                                              | .                                                                                                          |
| 2020 T1            | 103,7                                                                 | -1,7  | 0,0                                    | 0,4   | -1,4                         | 1,1                        | 2,3                   | 3,3                                                    | 0,6                                  | -7,4    | 1,5                             | 5,0                                                            | 3,9                                                                                                        |
| T2                 | 100,2                                                                 | -4,5  | -3,0                                   | -0,5  | -2,7                         | 1,0                        | 1,1                   | 1,5                                                    | 0,6                                  | -15,5   | 0,8                             | 5,0                                                            | 5,8                                                                                                        |
| T3                 | 101,4                                                                 | -2,7  | -2,0                                   | -0,3  | -1,8                         | 0,8                        | 0,5                   | 0,3                                                    | 0,6                                  | -9,3    | 0,7                             | 5,1                                                            | .                                                                                                          |
| T4                 | 102,6                                                                 | -1,7  | -1,7                                   | 0,0   | -0,6                         | 0,8                        | 0,0                   | -0,5                                                   | 0,7                                  | -6,7    | .                               | .                                                              | .                                                                                                          |
| 2020 Août          | 101,3                                                                 | -2,6  | -1,8                                   | -0,3  | -1,8                         | 0,8                        | 0,5                   | 0,3                                                    | 0,5                                  | -8,7    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Septembre          | 101,7                                                                 | -2,3  | -2,2                                   | -0,3  | -1,6                         | 0,8                        | 0,4                   | 0,1                                                    | 0,6                                  | -8,3    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Octobre            | 102,1                                                                 | -2,0  | -1,9                                   | -0,2  | -1,3                         | 0,8                        | 0,3                   | 0,0                                                    | 0,7                                  | -7,7    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Novembre           | 102,4                                                                 | -2,0  | -1,7                                   | 0,0   | -0,6                         | 0,8                        | 0,1                   | -0,4                                                   | 0,7                                  | -7,6    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Décembre           | 103,3                                                                 | -1,1  | -1,3                                   | 0,1   | -0,1                         | 0,8                        | -0,3                  | -1,0                                                   | 0,6                                  | -4,8    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| 2021 Janvier       | 104,7                                                                 | 0,0   | -0,6                                   | 0,7   | 0,9                          | 0,8                        | -0,4                  | -1,0                                                   | 0,6                                  | -1,6    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |

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](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<br>pétrole<br>(euros<br>par baril) | Prix des matières premières hors énergie (en euros)      |                   |                          |                                                       |                   |                          |
|----------------|---------------------------------------------|-------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|
|                | Total<br>(cvs ;<br>indice<br>2015<br>= 100) | Total | Demande intérieure |                             |                               |                                          | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |                                            | Pondération fondée<br>sur les importations <sup>2)</sup> |                   |                          | Pondération fondée<br>sur l'utilisation <sup>2)</sup> |                   |                          |
|                |                                             |       | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation<br>brute<br>de capital<br>fixe |                                 |                                 |                                            | Total                                                    | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>taires | Total                                                 | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>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                     |
| 2018           | 103,4                                       | 1,4   | 1,7                | 1,5                         | 1,7                           | 1,9                                      | 1,5                             | 2,2                             | 60,4                                       | -0,7                                                     | -5,9              | 4,3                      | -0,3                                                  | -5,7              | 5,7                      |
| 2019           | 105,2                                       | 1,7   | 1,4                | 1,1                         | 1,8                           | 2,1                                      | 0,7                             | 0,1                             | 57,2                                       | 1,6                                                      | 3,7               | -0,1                     | 2,6                                                   | 7,4               | -2,3                     |
| 2020           | 106,8                                       | 1,5   | 1,0                | 0,5                         | 2,8                           | 1,2                                      | -1,3                            | -2,6                            | 37,0                                       | 1,5                                                      | 3,5               | -0,3                     | -0,9                                                  | 0,0               | -1,8                     |
| 2020 T1        | 106,4                                       | 1,8   | 1,3                | 1,1                         | 2,4                           | 1,7                                      | 0,0                             | -1,2                            | 45,9                                       | 1,8                                                      | 7,4               | -3,1                     | 1,2                                                   | 7,1               | -4,9                     |
| T2             | 107,4                                       | 2,3   | 1,3                | 0,7                         | 4,7                           | 1,1                                      | -2,0                            | -4,3                            | 28,5                                       | -2,4                                                     | 4,0               | -8,1                     | -4,3                                                  | 0,1               | -9,2                     |
| T3             | 106,4                                       | 1,0   | 0,6                | 0,1                         | 2,1                           | 0,6                                      | -1,8                            | -2,8                            | 36,5                                       | 2,1                                                      | 1,9               | 2,4                      | -0,4                                                  | -1,6              | 1,0                      |
| T4             | 107,1                                       | 1,1   | 0,9                | 0,0                         | 2,1                           | 1,4                                      | -1,4                            | -2,2                            | 37,4                                       | 4,4                                                      | 0,8               | 7,9                      | 0,0                                                   | -5,2              | 6,2                      |
| 2020 Septembre | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 34,9                                       | 3,6                                                      | 4,0               | 3,2                      | 1,0                                                   | 0,2               | 1,9                      |
| Octobre        | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 34,4                                       | 2,7                                                      | 2,6               | 2,9                      | 0,0                                                   | -1,3              | 1,4                      |
| Novembre       | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 36,5                                       | 3,7                                                      | 0,7               | 6,6                      | -1,6                                                  | -7,0              | 5,0                      |
| Décembre       | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 41,0                                       | 6,7                                                      | -0,8              | 14,0                     | 1,6                                                   | -7,1              | 12,0                     |
| 2021 Janvier   | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 44,8                                       | 10,9                                                     | 4,4               | 17,0                     | 6,3                                                   | -0,9              | 14,8                     |
| Février        | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 51,2                                       | 17,1                                                     | 8,3               | 25,6                     | 13,2                                                  | 4,9               | 23,0                     |

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

|                | Enquêtes de la Commission européenne<br>auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs<br>(soldes d'opinion en pourcentage) |                       |          |              |                                                                                | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion) |          |                             |          |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----------|-----------------------------|----------|
|                | Anticipations relatives aux prix de vente<br>(pour les trois prochains mois)                                                    |                       |          |              | Évolution<br>des prix à la<br>consomma-<br>tion sur les<br>12 derniers<br>mois | Prix des consommations<br>intermédiaires                         |          | Prix facturés               |          |
|                | Industrie<br>manufacturière                                                                                                     | Commerce<br>de détail | Services | Construction |                                                                                | Industrie<br>manufacturière                                      | Services | Industrie<br>manufacturière | Services |
|                | 1                                                                                                                               | 2                     | 3        | 4            | 5                                                                              | 6                                                                | 7        | 8                           | 9        |
| 1999-2015      | 4,3                                                                                                                             | 5,6                   | –        | -4,5         | 32,3                                                                           | 56,7                                                             | 56,3     | –                           | 49,7     |
| 2018           | 11,5                                                                                                                            | 7,5                   | 9,6      | 12,6         | 20,6                                                                           | 65,4                                                             | 57,9     | 56,1                        | 52,7     |
| 2019           | 4,2                                                                                                                             | 7,3                   | 9,1      | 7,5          | 18,2                                                                           | 48,8                                                             | 57,1     | 50,4                        | 52,4     |
| 2020           | -1,3                                                                                                                            | 1,6                   | -0,8     | -5,8         | 10,9                                                                           | 49,0                                                             | 52,1     | 48,7                        | 47,2     |
| 2020 T1        | 2,0                                                                                                                             | 6,7                   | 7,5      | 4,0          | 13,2                                                                           | 45,6                                                             | 54,7     | 48,0                        | 49,7     |
| T2             | -6,9                                                                                                                            | -3,6                  | -7,4     | -11,6        | 11,0                                                                           | 44,2                                                             | 48,1     | 46,1                        | 43,3     |
| T3             | -1,7                                                                                                                            | 0,9                   | -0,6     | -7,8         | 12,4                                                                           | 49,4                                                             | 52,9     | 49,3                        | 47,7     |
| T4             | 1,6                                                                                                                             | 2,6                   | -2,7     | -7,8         | 7,0                                                                            | 56,7                                                             | 52,6     | 51,6                        | 48,3     |
| 2020 Septembre | -1,3                                                                                                                            | 2,7                   | -0,9     | -6,0         | 10,8                                                                           | 50,6                                                             | 53,0     | 49,6                        | 47,1     |
| Octobre        | 0,5                                                                                                                             | 3,2                   | -2,1     | -7,0         | 9,2                                                                            | 52,9                                                             | 53,1     | 50,5                        | 48,7     |
| Novembre       | 0,2                                                                                                                             | 1,4                   | -4,0     | -8,2         | 6,9                                                                            | 55,9                                                             | 51,5     | 51,6                        | 47,7     |
| Décembre       | 4,1                                                                                                                             | 3,3                   | -2,0     | -8,3         | 4,7                                                                            | 61,4                                                             | 53,1     | 52,6                        | 48,4     |
| 2021 Janvier   | 4,8                                                                                                                             | 2,8                   | -3,1     | -6,0         | 5,3                                                                            | 68,3                                                             | 53,2     | 52,2                        | 47,3     |
| Février        | 9,7                                                                                                                             | 3,9                   | -3,2     | -5,7         | 7,2                                                                            | 73,9                                                             | 53,2     | 56,5                        | 48,1     |

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

### 4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|                    | Total<br>(indice :<br>2016 = 100) | Total | Par composante             |                                           | Pour une sélection d'activités |                                             | Pour mémoire :<br>indicateur<br>des salaires<br>négociés <sup>1)</sup> |
|--------------------|-----------------------------------|-------|----------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                    | 1                                 | 2     | Salaires<br>et traitements | Cotisations<br>sociales<br>des employeurs | Économie<br>marchande          | Principalement<br>économie<br>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                                        |                                                                        |
| 2018               | 104,2                             | 2,4   | 2,3                        | 2,7                                       | 2,5                            | 2,1                                         | 2,0                                                                    |
| 2019               | 106,8                             | 2,5   | 2,7                        | 1,9                                       | 2,3                            | 2,7                                         | 2,2                                                                    |
| 2020               | .                                 | .     | .                          | .                                         | .                              | .                                           | 1,8                                                                    |
| 2020 T1            | 103,1                             | 3,5   | 3,6                        | 3,0                                       | 3,1                            | 4,4                                         | 1,9                                                                    |
| T2                 | 115,0                             | 3,6   | 4,5                        | 0,6                                       | 3,5                            | 3,7                                         | 1,7                                                                    |
| T3                 | 105,0                             | 1,5   | 2,1                        | -0,4                                      | 1,5                            | 1,8                                         | 1,6                                                                    |
| T4                 | .                                 | .     | .                          | .                                         | .                              | .                                           | 1,9                                                                    |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

|                                    | Total<br>(indice :<br>2015 = 100) | Total | Par activité économique                  |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
|------------------------------------|-----------------------------------|-------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
|                                    |                                   |       | Agriculture,<br>sylviculture<br>et pêche | Industrie<br>manufacturière,<br>énergie<br>et services<br>publics | Construction | Commerce,<br>transport,<br>hébergement<br>et restauration | Information<br>et communi-<br>cation | Activités<br>financières<br>et d'assu-<br>rance | Activités<br>immobilières | Activités<br>spécialisées<br>de services<br>aux entre-<br>prises et de<br>soutien | Administration<br>publique,<br>enseigne-<br>ment,<br>santé<br>et action<br>sociale | Arts,<br>spectacles<br>et autres<br>activités<br>de services |
|                                    | 1                                 | 2     | 3                                        | 4                                                                 | 5            | 6                                                         | 7                                    | 8                                               | 9                         | 10                                                                                | 11                                                                                 | 12                                                           |
| Coûts unitaires de main-d'œuvre    |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
| 2018                               | 103,4                             | 1,9   | 1,0                                      | 1,8                                                               | 2,2          | 1,8                                                       | -0,1                                 | 0,3                                             | 4,4                       | 1,9                                                                               | 2,4                                                                                | 2,4                                                          |
| 2019                               | 105,3                             | 1,9   | -1,1                                     | 3,3                                                               | 1,0          | 1,4                                                       | 0,7                                  | 0,5                                             | 2,5                       | 1,0                                                                               | 2,6                                                                                | 1,9                                                          |
| 2020                               | 110,2                             | 4,6   | -1,7                                     | 3,4                                                               | 4,7          | 6,3                                                       | 1,2                                  | 0,3                                             | 0,6                       | 6,6                                                                               | 5,6                                                                                | 15,5                                                         |
| 2020 T1                            | 109,0                             | 4,4   | -0,8                                     | 4,2                                                               | 2,5          | 5,2                                                       | 2,6                                  | -0,1                                            | 1,7                       | 5,0                                                                               | 5,1                                                                                | 6,5                                                          |
| T2                                 | 114,0                             | 8,6   | -2,9                                     | 11,4                                                              | 7,3          | 12,3                                                      | 3,3                                  | 1,7                                             | -4,6                      | 9,4                                                                               | 10,5                                                                               | 21,8                                                         |
| T3                                 | 108,6                             | 2,8   | -1,7                                     | 1,4                                                               | 5,2          | 3,6                                                       | -1,0                                 | -0,6                                            | 2,5                       | 6,3                                                                               | 2,8                                                                                | 11,3                                                         |
| T4                                 | 110,0                             | 3,9   | -1,2                                     | -0,7                                                              | 5,1          | 6,0                                                       | 1,3                                  | 0,7                                             | 2,9                       | 6,8                                                                               | 5,0                                                                                | 25,4                                                         |
| Rémunération par tête              |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
| 2018                               | 105,3                             | 2,2   | 1,2                                      | 1,9                                                               | 1,9          | 2,1                                                       | 2,3                                  | 2,4                                             | 3,7                       | 2,8                                                                               | 2,1                                                                                | 3,2                                                          |
| 2019                               | 107,3                             | 1,9   | 1,8                                      | 1,6                                                               | 2,0          | 2,1                                                       | 1,8                                  | 2,2                                             | 2,5                       | 1,4                                                                               | 2,1                                                                                | 2,6                                                          |
| 2020                               | 106,6                             | -0,6  | 0,5                                      | -2,6                                                              | -1,7         | -4,3                                                      | 0,3                                  | -0,1                                            | 0,0                       | -0,5                                                                              | 2,4                                                                                | -1,6                                                         |
| 2020 T1                            | 107,2                             | 0,6   | 1,0                                      | -0,5                                                              | -1,8         | -1,3                                                      | 2,1                                  | -0,4                                            | 2,3                       | 1,4                                                                               | 2,4                                                                                | 0,0                                                          |
| T2                                 | 102,2                             | -4,5  | -0,2                                     | -7,6                                                              | -7,7         | -11,8                                                     | -2,2                                 | -0,4                                            | -5,5                      | -5,6                                                                              | 1,7                                                                                | -7,7                                                         |
| T3                                 | 108,4                             | 0,6   | 0,9                                      | -1,8                                                              | 1,1          | -1,4                                                      | 0,2                                  | -0,1                                            | 1,9                       | 1,0                                                                               | 2,6                                                                                | 1,0                                                          |
| T4                                 | 108,7                             | 0,7   | 0,3                                      | -0,7                                                              | 1,2          | -2,9                                                      | 0,8                                  | 0,5                                             | 1,1                       | 1,0                                                                               | 3,0                                                                                | 0,0                                                          |
| Productivité par personne employée |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
| 2018                               | 101,8                             | 0,3   | 0,2                                      | 0,2                                                               | -0,3         | 0,3                                                       | 2,4                                  | 2,1                                             | -0,7                      | 0,9                                                                               | -0,3                                                                               | 0,8                                                          |
| 2019                               | 101,9                             | 0,1   | 3,0                                      | -1,7                                                              | 1,0          | 0,7                                                       | 1,0                                  | 1,7                                             | 0,0                       | 0,3                                                                               | -0,5                                                                               | 0,8                                                          |
| 2020                               | 96,7                              | -5,0  | 2,2                                      | -5,8                                                              | -6,2         | -9,9                                                      | -1,0                                 | -0,4                                            | -0,7                      | -6,7                                                                              | -3,0                                                                               | -14,8                                                        |
| 2020 T1                            | 98,4                              | -3,7  | 1,8                                      | -4,5                                                              | -4,2         | -6,1                                                      | -0,5                                 | -0,3                                            | 0,5                       | -3,4                                                                              | -2,5                                                                               | -6,1                                                         |
| T2                                 | 89,6                              | -12,0 | 2,8                                      | -17,1                                                             | -14,0        | -21,5                                                     | -5,3                                 | -2,0                                            | -1,0                      | -13,8                                                                             | -7,9                                                                               | -24,2                                                        |
| T3                                 | 99,8                              | -2,2  | 2,6                                      | -3,2                                                              | -4,0         | -4,9                                                      | 1,3                                  | 0,5                                             | -0,6                      | -5,0                                                                              | -0,2                                                                               | -9,3                                                         |
| T4                                 | 98,8                              | -3,1  | 1,5                                      | 0,0                                                               | -3,7         | -8,4                                                      | -0,4                                 | -0,2                                            | -1,7                      | -5,4                                                                              | -1,9                                                                               | -20,2                                                        |
| Rémunération par heure travaillée  |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
| 2018                               | 105,0                             | 1,9   | 0,8                                      | 2,0                                                               | 0,9          | 1,9                                                       | 2,0                                  | 2,3                                             | 2,8                       | 2,1                                                                               | 2,0                                                                                | 2,7                                                          |
| 2019                               | 107,2                             | 2,2   | 2,0                                      | 2,1                                                               | 2,2          | 2,3                                                       | 1,7                                  | 1,8                                             | 2,8                       | 1,6                                                                               | 2,3                                                                                | 2,9                                                          |
| 2020                               | 112,8                             | 5,2   | 2,5                                      | 2,9                                                               | 3,9          | 6,2                                                       | 3,0                                  | 2,0                                             | 5,2                       | 4,7                                                                               | 4,8                                                                                | 7,4                                                          |
| 2020 T1                            | 110,8                             | 4,5   | 4,0                                      | 3,5                                                               | 3,5          | 4,0                                                       | 3,5                                  | 1,9                                             | 5,6                       | 4,4                                                                               | 5,1                                                                                | 7,2                                                          |
| T2                                 | 117,3                             | 9,8   | 4,1                                      | 7,0                                                               | 8,7          | 12,6                                                      | 3,9                                  | 4,6                                             | 6,4                       | 7,1                                                                               | 7,7                                                                                | 14,8                                                         |
| T3                                 | 111,2                             | 3,4   | 0,8                                      | 1,2                                                               | 2,1          | 4,3                                                       | 3,2                                  | 1,1                                             | 4,8                       | 4,4                                                                               | 3,0                                                                                | 3,2                                                          |
| T4                                 | 113,4                             | 5,1   | 1,8                                      | 2,5                                                               | 3,9          | 6,9                                                       | 2,4                                  | 1,8                                             | 5,6                       | 4,4                                                                               | 4,5                                                                                | 6,9                                                          |
| Productivité horaire du travail    |                                   |       |                                          |                                                                   |              |                                                           |                                      |                                                 |                           |                                                                                   |                                                                                    |                                                              |
| 2018                               | 102,0                             | 0,2   | -0,4                                     | 0,3                                                               | -0,9         | 0,3                                                       | 2,2                                  | 1,9                                             | -1,4                      | 0,5                                                                               | -0,4                                                                               | 0,4                                                          |
| 2019                               | 102,4                             | 0,4   | 3,7                                      | -1,1                                                              | 1,2          | 1,1                                                       | 0,9                                  | 1,5                                             | 0,1                       | 0,6                                                                               | -0,3                                                                               | 0,9                                                          |
| 2020                               | 103,6                             | 1,2   | 2,5                                      | 0,0                                                               | 0,2          | 0,5                                                       | 2,1                                  | 2,1                                             | 6,1                       | -1,3                                                                              | -0,4                                                                               | -5,1                                                         |
| 2020 T1                            | 102,7                             | 0,6   | 2,2                                      | -0,4                                                              | 1,3          | -0,1                                                      | 1,2                                  | 2,4                                             | 5,5                       | -0,1                                                                              | 0,3                                                                                | 1,3                                                          |
| T2                                 | 105,1                             | 2,7   | 5,9                                      | -3,1                                                              | 3,4          | 1,6                                                       | 1,2                                  | 3,6                                             | 17,3                      | -0,9                                                                              | -1,6                                                                               | -1,2                                                         |
| T3                                 | 103,2                             | 0,7   | 1,4                                      | 0,0                                                               | -2,4         | 0,3                                                       | 4,3                                  | 2,1                                             | 2,9                       | -1,7                                                                              | 0,6                                                                                | -6,8                                                         |
| T4                                 | 104,3                             | 1,6   | 1,5                                      | 3,5                                                               | -0,4         | 0,9                                                       | 1,8                                  | 1,4                                             | 1,5                       | -1,9                                                                              | -0,2                                                                               | -12,6                                                        |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

|                    |                        | M3                    |                 |          |                                                |                                                                |          |                                                          |                                                      |       |       |       | 12       |
|--------------------|------------------------|-----------------------|-----------------|----------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|----------|
|                    |                        | M2                    |                 |          |                                                |                                                                |          | M3-M2                                                    |                                                      |       |       |       |          |
|                    |                        | M1                    |                 | M2-M1    |                                                |                                                                | Pensions | Parts<br>de fonds<br>d'investis-<br>sement<br>monétaires | Titres<br>de<br>créance<br>d'une<br>durée<br>≤ 2 ans |       |       |       |          |
|                    |                        | Monnaie<br>fiduciaire | Dépôts<br>à vue |          | Dépôts<br>à terme<br>d'une<br>durée<br>≤ 2 ans | Dépôts<br>rembour-<br>sables<br>avec un<br>préavis<br>≤ 3 mois |          |                                                          |                                                      |       |       |       |          |
|                    |                        | 1                     | 2               | 3        | 4                                              | 5                                                              | 6        | 7                                                        | 8                                                    | 9     | 10    | 11    |          |
| Encours            |                        |                       |                 |          |                                                |                                                                |          |                                                          |                                                      |       |       |       |          |
| 2018               |                        | 1 164,2               | 7 114,7         | 8 278,9  | 1 128,3                                        | 2 298,9                                                        | 3 427,2  | 11 706,1                                                 | 74,4                                                 | 521,8 | 82,0  | 678,2 | 12 384,3 |
| 2019               |                        | 1 221,5               | 7 726,9         | 8 948,4  | 1 073,1                                        | 2 362,4                                                        | 3 435,5  | 12 383,9                                                 | 78,7                                                 | 529,1 | 19,4  | 627,1 | 13 011,0 |
| 2020               |                        | 1 359,2               | 8 898,0         | 10 257,2 | 1 039,9                                        | 2 447,2                                                        | 3 487,1  | 13 744,3                                                 | 100,6                                                | 649,2 | 33,4  | 783,2 | 14 527,5 |
| 2020               | T1                     | 1 265,3               | 8 079,2         | 9 344,5  | 1 075,1                                        | 2 368,6                                                        | 3 443,7  | 12 788,2                                                 | 109,9                                                | 538,1 | 48,1  | 696,1 | 13 484,3 |
|                    | T2                     | 1 302,8               | 8 425,2         | 9 728,0  | 1 075,3                                        | 2 400,8                                                        | 3 476,1  | 13 204,1                                                 | 95,2                                                 | 582,2 | 20,1  | 697,6 | 13 901,7 |
|                    | T3                     | 1 330,5               | 8 617,0         | 9 947,6  | 1 076,9                                        | 2 423,3                                                        | 3 500,3  | 13 447,8                                                 | 100,3                                                | 612,8 | 7,1   | 720,2 | 14 168,1 |
|                    | T4                     | 1 359,2               | 8 898,0         | 10 257,2 | 1 039,9                                        | 2 447,2                                                        | 3 487,1  | 13 744,3                                                 | 100,6                                                | 649,2 | 33,4  | 783,2 | 14 527,5 |
| 2020               | Août                   | 1 321,7               | 8 528,8         | 9 850,5  | 1 047,6                                        | 2 414,7                                                        | 3 462,4  | 13 312,8                                                 | 91,7                                                 | 593,7 | 10,3  | 695,7 | 14 008,5 |
|                    | Septembre              | 1 330,5               | 8 617,0         | 9 947,6  | 1 076,9                                        | 2 423,3                                                        | 3 500,3  | 13 447,8                                                 | 100,3                                                | 612,8 | 7,1   | 720,2 | 14 168,1 |
|                    | Octobre                | 1 338,1               | 8 683,6         | 10 021,7 | 1 060,5                                        | 2 431,8                                                        | 3 492,3  | 13 514,0                                                 | 96,3                                                 | 613,9 | 18,4  | 728,7 | 14 242,7 |
|                    | Novembre               | 1 351,2               | 8 781,7         | 10 132,9 | 1 029,5                                        | 2 446,3                                                        | 3 475,8  | 13 608,7                                                 | 101,2                                                | 614,0 | 19,7  | 735,0 | 14 343,7 |
|                    | Décembre               | 1 359,2               | 8 898,0         | 10 257,2 | 1 039,9                                        | 2 447,2                                                        | 3 487,1  | 13 744,3                                                 | 100,6                                                | 649,2 | 33,4  | 783,2 | 14 527,5 |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 1 380,4               | 8 993,2         | 10 373,7 | 1 003,4                                        | 2 456,6                                                        | 3 460,0  | 13 833,7                                                 | 111,2                                                | 631,0 | 28,6  | 770,8 | 14 604,5 |
| Flux               |                        |                       |                 |          |                                                |                                                                |          |                                                          |                                                      |       |       |       |          |
| 2018               |                        | 50,6                  | 468,0           | 518,6    | -73,2                                          | 44,8                                                           | -28,5    | 490,1                                                    | -0,9                                                 | 12,6  | -0,9  | 10,8  | 500,9    |
| 2019               |                        | 57,3                  | 605,8           | 663,2    | -59,7                                          | 61,5                                                           | 1,7      | 664,9                                                    | 4,1                                                  | -2,1  | -56,6 | -54,7 | 610,3    |
| 2020               |                        | 137,7                 | 1 255,4         | 1 393,1  | -27,2                                          | 85,6                                                           | 58,4     | 1 451,5                                                  | 19,2                                                 | 124,1 | 13,9  | 157,3 | 1 608,8  |
| 2020               | T1                     | 43,8                  | 347,7           | 391,5    | 0,0                                            | 6,1                                                            | 6,1      | 397,6                                                    | 30,9                                                 | 9,2   | 26,8  | 66,8  | 464,4    |
|                    | T2                     | 37,5                  | 343,0           | 380,5    | 2,1                                            | 32,6                                                           | 34,8     | 415,3                                                    | -14,1                                                | 44,2  | -28,8 | 1,3   | 416,6    |
|                    | T3                     | 27,7                  | 269,0           | 296,8    | 5,6                                            | 22,9                                                           | 28,5     | 325,3                                                    | 5,9                                                  | 29,8  | -11,6 | 24,2  | 349,4    |
|                    | T4                     | 28,7                  | 295,6           | 324,3    | -35,0                                          | 24,0                                                           | -11,0    | 313,3                                                    | -3,5                                                 | 41,0  | 27,6  | 65,1  | 378,4    |
| 2020               | Août                   | 11,0                  | 65,8            | 76,8     | -31,8                                          | 8,0                                                            | -23,8    | 53,1                                                     | -14,3                                                | -2,8  | -0,3  | -17,4 | 35,6     |
|                    | Septembre              | 8,9                   | 84,4            | 93,3     | 28,0                                           | 8,7                                                            | 36,7     | 129,9                                                    | 8,3                                                  | 19,1  | -3,9  | 23,5  | 153,4    |
|                    | Octobre                | 7,6                   | 65,4            | 73,0     | -17,8                                          | 8,5                                                            | -9,3     | 63,7                                                     | -4,0                                                 | 1,1   | 11,7  | 8,7   | 72,5     |
|                    | Novembre               | 13,1                  | 108,3           | 121,3    | -29,3                                          | 14,5                                                           | -14,7    | 106,6                                                    | 0,8                                                  | 0,2   | 1,8   | 2,8   | 109,4    |
|                    | Décembre               | 8,0                   | 121,9           | 129,9    | 12,1                                           | 1,0                                                            | 13,0     | 143,0                                                    | -0,3                                                 | 39,6  | 14,1  | 53,5  | 196,4    |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 21,2                  | 91,5            | 112,7    | -37,6                                          | 11,2                                                           | -26,4    | 86,3                                                     | 10,4                                                 | -18,1 | -4,4  | -12,1 | 74,3     |
| Taux de croissance |                        |                       |                 |          |                                                |                                                                |          |                                                          |                                                      |       |       |       |          |
| 2018               |                        | 4,5                   | 7,0             | 6,7      | -6,1                                           | 2,0                                                            | -0,8     | 4,4                                                      | -1,3                                                 | 2,5   | -1,6  | 1,6   | 4,2      |
| 2019               |                        | 4,9                   | 8,5             | 8,0      | -5,3                                           | 2,7                                                            | 0,1      | 5,7                                                      | 5,4                                                  | -0,4  | -71,4 | -8,0  | 4,9      |
| 2020               |                        | 11,3                  | 16,3            | 15,6     | -2,5                                           | 3,6                                                            | 1,7      | 11,7                                                     | 24,2                                                 | 23,5  | 75,4  | 25,0  | 12,4     |
| 2020               | T1                     | 7,1                   | 11,0            | 10,4     | -3,8                                           | 1,8                                                            | 0,0      | 7,4                                                      | 47,4                                                 | 2,2   | 51,9  | 9,7   | 7,5      |
|                    | T2                     | 9,7                   | 13,2            | 12,7     | -3,3                                           | 2,6                                                            | 0,7      | 9,3                                                      | 28,2                                                 | 11,0  | -45,8 | 9,4   | 9,3      |
|                    | T3                     | 10,5                  | 14,4            | 13,8     | -2,1                                           | 3,0                                                            | 1,4      | 10,3                                                     | 36,7                                                 | 12,6  | -66,6 | 12,7  | 10,4     |
|                    | T4                     | 11,3                  | 16,3            | 15,6     | -2,5                                           | 3,6                                                            | 1,7      | 11,7                                                     | 24,2                                                 | 23,5  | 75,4  | 25,0  | 12,4     |
| 2020               | Août                   | 10,4                  | 13,7            | 13,3     | -5,1                                           | 2,9                                                            | 0,3      | 9,6                                                      | 28,3                                                 | 8,5   | -49,1 | 8,6   | 9,5      |
|                    | Septembre              | 10,5                  | 14,4            | 13,8     | -2,1                                           | 3,0                                                            | 1,4      | 10,3                                                     | 36,7                                                 | 12,6  | -66,6 | 12,7  | 10,4     |
|                    | Octobre                | 10,7                  | 14,3            | 13,8     | -2,7                                           | 3,2                                                            | 1,4      | 10,3                                                     | 23,4                                                 | 15,2  | -25,8 | 14,5  | 10,5     |
|                    | Novembre               | 11,1                  | 15,1            | 14,5     | -4,4                                           | 3,8                                                            | 1,2      | 10,8                                                     | 31,9                                                 | 14,7  | -15,7 | 15,5  | 11,0     |
|                    | Décembre               | 11,3                  | 16,3            | 15,6     | -2,5                                           | 3,6                                                            | 1,7      | 11,7                                                     | 24,2                                                 | 23,5  | 75,4  | 25,0  | 12,4     |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 12,3                  | 17,1            | 16,4     | -5,4                                           | 4,0                                                            | 1,1      | 12,2                                                     | 40,1                                                 | 16,1  | 1,5   | 18,2  | 12,5     |

Source : BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3 <sup>1)</sup>

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

|                             | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |              |                                    |                                               |          | Ménages <sup>3)</sup> |              |                                    |                                               |          | Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup> | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Autres administrations publiques <sup>4)</sup> |
|-----------------------------|----------------------------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-----------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                             | Total                                  | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | Total                 | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions |                                                                                                       |                                          |                                                |
|                             | 1                                      | 2            | 3                                  | 4                                             | 5        | 6                     | 7            | 8                                  | 9                                             | 10       | 11                                                                                                    | 12                                       | 13                                             |
| Encours                     |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2018                        | 2 334,2                                | 1 901,4      | 277,3                              | 147,9                                         | 7,6      | 6 645,3               | 4 035,6      | 517,8                              | 2 090,6                                       | 1,3      | 996,0                                                                                                 | 204,8                                    | 436,2                                          |
| 2019                        | 2 482,3                                | 2 068,7      | 256,9                              | 150,2                                         | 6,5      | 7 041,2               | 4 397,1      | 492,3                              | 2 151,0                                       | 0,8      | 1 032,6                                                                                               | 217,1                                    | 468,0                                          |
| 2020                        | 2 985,0                                | 2 528,4      | 310,3                              | 143,1                                         | 3,3      | 7 647,5               | 4 954,6      | 437,5                              | 2 254,6                                       | 0,8      | 1 106,8                                                                                               | 237,8                                    | 508,7                                          |
| 2020 T1                     | 2 610,9                                | 2 191,4      | 264,0                              | 147,9                                         | 7,6      | 7 173,7               | 4 535,9      | 472,2                              | 2 165,0                                       | 0,6      | 1 151,4                                                                                               | 224,3                                    | 472,6                                          |
| T2                          | 2 869,9                                | 2 396,8      | 318,7                              | 148,3                                         | 6,2      | 7 349,4               | 4 683,7      | 462,8                              | 2 202,0                                       | 0,9      | 1 084,7                                                                                               | 226,5                                    | 466,0                                          |
| T3                          | 2 958,3                                | 2 481,3      | 323,3                              | 146,9                                         | 6,9      | 7 491,0               | 4 816,7      | 446,5                              | 2 226,9                                       | 1,0      | 1 058,2                                                                                               | 240,4                                    | 469,6                                          |
| T4                          | 2 985,0                                | 2 528,4      | 310,3                              | 143,1                                         | 3,3      | 7 647,5               | 4 954,6      | 437,5                              | 2 254,6                                       | 0,8      | 1 106,8                                                                                               | 237,8                                    | 508,7                                          |
| 2020 Août                   | 2 937,5                                | 2 462,6      | 323,7                              | 146,9                                         | 4,3      | 7 437,8               | 4 768,3      | 450,7                              | 2 217,7                                       | 1,1      | 1 005,9                                                                                               | 233,7                                    | 467,9                                          |
| Septembre                   | 2 958,3                                | 2 481,3      | 323,3                              | 146,9                                         | 6,9      | 7 491,0               | 4 816,7      | 446,5                              | 2 226,9                                       | 1,0      | 1 058,2                                                                                               | 240,4                                    | 469,6                                          |
| Octobre                     | 2 968,9                                | 2 488,2      | 328,5                              | 147,0                                         | 5,1      | 7 534,8               | 4 856,9      | 443,3                              | 2 233,5                                       | 1,1      | 1 052,2                                                                                               | 236,9                                    | 479,5                                          |
| Novembre                    | 2 966,9                                | 2 502,2      | 312,7                              | 146,4                                         | 5,5      | 7 595,0               | 4 903,6      | 441,0                              | 2 249,2                                       | 1,1      | 1 074,6                                                                                               | 238,9                                    | 483,5                                          |
| Décembre                    | 2 985,0                                | 2 528,4      | 310,3                              | 143,1                                         | 3,3      | 7 647,5               | 4 954,6      | 437,5                              | 2 254,6                                       | 0,8      | 1 106,8                                                                                               | 237,8                                    | 508,7                                          |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 3 007,9                                | 2 556,8      | 302,3                              | 142,2                                         | 6,6      | 7 706,5               | 5 008,4      | 431,1                              | 2 266,1                                       | 0,8      | 1 114,4                                                                                               | 228,1                                    | 507,6                                          |
| Flux                        |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2018                        | 94,6                                   | 106,8        | -9,7                               | -1,0                                          | -1,4     | 326,6                 | 325,4        | -45,0                              | 45,6                                          | 0,5      | 1,7                                                                                                   | -3,6                                     | 19,2                                           |
| 2019                        | 149,6                                  | 167,1        | -18,9                              | 1,7                                           | -0,4     | 394,6                 | 360,2        | -26,2                              | 61,0                                          | -0,5     | 26,9                                                                                                  | 11,0                                     | 29,7                                           |
| 2020                        | 513,7                                  | 467,7        | 55,8                               | -6,9                                          | -3,0     | 611,5                 | 561,1        | -53,8                              | 104,3                                         | -0,1     | 144,6                                                                                                 | 22,1                                     | 41,0                                           |
| 2020 T1                     | 126,0                                  | 120,8        | 6,4                                | -2,2                                          | 1,0      | 131,3                 | 138,1        | -20,6                              | 14,0                                          | -0,2     | 116,1                                                                                                 | 6,8                                      | 4,5                                            |
| T2                          | 261,2                                  | 206,7        | 55,4                               | 0,4                                           | -1,3     | 177,6                 | 149,0        | -9,1                               | 37,4                                          | 0,3      | -71,4                                                                                                 | 2,7                                      | -6,5                                           |
| T3                          | 94,7                                   | 88,6         | 6,5                                | -1,3                                          | 0,9      | 144,3                 | 134,8        | -15,6                              | 25,0                                          | 0,1      | 46,1                                                                                                  | 14,6                                     | 3,9                                            |
| T4                          | 31,8                                   | 51,6         | -12,6                              | -3,7                                          | -3,5     | 158,3                 | 139,2        | -8,5                               | 27,9                                          | -0,2     | 53,9                                                                                                  | -2,1                                     | 39,2                                           |
| 2020 Août                   | 18,4                                   | 27,5         | -7,8                               | -0,3                                          | -1,0     | 44,3                  | 42,3         | -5,4                               | 7,5                                           | -0,1     | -21,0                                                                                                 | -7,6                                     | -6,5                                           |
| Septembre                   | 20,0                                   | 18,5         | -1,0                               | 0,0                                           | 2,5      | 51,0                  | 46,4         | -4,5                               | 9,1                                           | -0,1     | 50,0                                                                                                  | 6,6                                      | 1,8                                            |
| Octobre                     | 9,1                                    | 6,8          | 4,0                                | 0,1                                           | -1,8     | 43,6                  | 40,1         | -3,2                               | 6,6                                           | 0,1      | -7,0                                                                                                  | -3,5                                     | 9,8                                            |
| Novembre                    | 1,3                                    | 16,4         | -15,1                              | -0,5                                          | 0,5      | 61,2                  | 47,4         | -2,1                               | 15,8                                          | 0,1      | 25,5                                                                                                  | 2,2                                      | 4,2                                            |
| Décembre                    | 21,4                                   | 28,4         | -1,5                               | -3,3                                          | -2,2     | 53,5                  | 51,6         | -3,2                               | 5,4                                           | -0,3     | 35,4                                                                                                  | -0,8                                     | 25,2                                           |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 21,6                                   | 27,2         | -8,0                               | -1,0                                          | 3,3      | 59,6                  | 53,0         | -6,6                               | 13,2                                          | 0,1      | 5,2                                                                                                   | -9,8                                     | -1,0                                           |
| Taux de croissance          |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2018                        | 4,2                                    | 5,9          | -3,4                               | -0,7                                          | -16,2    | 5,2                   | 8,8          | -8,0                               | 2,2                                           | 66,7     | 0,2                                                                                                   | -1,7                                     | 4,6                                            |
| 2019                        | 6,4                                    | 8,8          | -6,8                               | 1,2                                           | -6,8     | 5,9                   | 8,9          | -5,1                               | 2,9                                           | -36,8    | 2,7                                                                                                   | 5,3                                      | 6,8                                            |
| 2020                        | 20,7                                   | 22,6         | 21,6                               | -4,6                                          | -46,9    | 8,7                   | 12,8         | -10,9                              | 4,9                                           | -6,5     | 14,5                                                                                                  | 10,2                                     | 8,8                                            |
| 2020 T1                     | 9,7                                    | 12,1         | -2,2                               | -1,0                                          | 24,5     | 6,1                   | 9,8          | -8,5                               | 2,4                                           | -56,9    | 16,9                                                                                                  | 5,7                                      | 2,7                                            |
| T2                          | 19,2                                   | 20,7         | 21,1                               | -1,8                                          | -13,8    | 7,4                   | 11,3         | -9,4                               | 3,6                                           | -48,0    | 5,0                                                                                                   | 3,7                                      | 0,6                                            |
| T3                          | 21,1                                   | 22,4         | 24,9                               | -3,3                                          | 23,4     | 7,7                   | 11,7         | -11,3                              | 4,2                                           | -0,2     | 8,2                                                                                                   | 9,9                                      | 0,9                                            |
| T4                          | 20,7                                   | 22,6         | 21,6                               | -4,6                                          | -46,9    | 8,7                   | 12,8         | -10,9                              | 4,9                                           | -6,5     | 14,5                                                                                                  | 10,2                                     | 8,8                                            |
| 2020 Août                   | 19,9                                   | 21,3         | 24,6                               | -3,4                                          | -31,4    | 7,5                   | 11,5         | -11,0                              | 4,0                                           | -40,8    | 4,8                                                                                                   | 0,8                                      | 1,1                                            |
| Septembre                   | 21,1                                   | 22,4         | 24,9                               | -3,3                                          | 23,4     | 7,7                   | 11,7         | -11,3                              | 4,2                                           | -0,2     | 8,2                                                                                                   | 9,9                                      | 0,9                                            |
| Octobre                     | 20,5                                   | 21,6         | 26,9                               | -3,0                                          | -28,5    | 7,9                   | 11,9         | -11,4                              | 4,4                                           | -34,0    | 7,4                                                                                                   | 7,0                                      | 2,7                                            |
| Novembre                    | 20,3                                   | 21,5         | 24,6                               | -3,1                                          | 2,4      | 8,3                   | 12,2         | -11,1                              | 4,9                                           | -32,9    | 11,0                                                                                                  | 6,7                                      | 3,2                                            |
| Décembre                    | 20,7                                   | 22,6         | 21,6                               | -4,6                                          | -46,9    | 8,7                   | 12,8         | -10,9                              | 4,9                                           | -6,5     | 14,5                                                                                                  | 10,2                                     | 8,8                                            |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 21,8                                   | 24,0         | 18,7                               | -5,3                                          | 65,1     | 9,1                   | 13,2         | -11,3                              | 5,3                                           | -6,3     | 15,6                                                                                                  | 4,7                                      | 8,3                                            |

Source : BCE.

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

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

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

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



## 5 Monnaie et crédit

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

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

|                    |                        | Créances sur les administrations publiques |         |                   | Créances sur les autres résidents de la zone euro |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
|--------------------|------------------------|--------------------------------------------|---------|-------------------|---------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------|
|                    |                        | Total                                      | Prêts   | Titres de créance | Total                                             | Prêts    |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  | Titres de créance | Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires |                              |
|                    |                        |                                            |         |                   |                                                   | Total    | Aux sociétés non financières <sup>3)</sup> | Aux ménages <sup>4)</sup> | Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup> | Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension |                   |                                                           |                              |
|                    |                        |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           | Prêts corrigés <sup>2)</sup> |
|                    |                        | 1                                          | 2       | 3                 | 4                                                 | 5        | 6                                          | 7                         | 8                                                                                                             | 9                                                | 10                | 11                                                        | 12                           |
| Encours            |                        |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2018               |                        | 4 684,1                                    | 1 008,4 | 3 664,3           | 13 416,5                                          | 11 123,0 | 11 483,4                                   | 4 405,0                   | 5 741,9                                                                                                       | 849,8                                            | 126,4             | 1 519,9                                                   | 773,6                        |
| 2019               |                        | 4 660,7                                    | 986,8   | 3 662,2           | 13 865,4                                          | 11 452,3 | 11 839,5                                   | 4 475,7                   | 5 931,1                                                                                                       | 893,5                                            | 152,0             | 1 562,5                                                   | 850,6                        |
| 2020               |                        | 5 925,0                                    | 996,1   | 4 916,9           | 14 341,1                                          | 11 927,1 | 12 300,8                                   | 4 723,5                   | 6 119,9                                                                                                       | 916,1                                            | 167,7             | 1 548,8                                                   | 865,2                        |
| 2020               | T1                     | 4 794,6                                    | 1 007,2 | 3 775,6           | 14 055,9                                          | 11 692,0 | 12 067,7                                   | 4 605,0                   | 5 965,4                                                                                                       | 960,7                                            | 160,9             | 1 564,9                                                   | 799,0                        |
|                    | T2                     | 5 279,2                                    | 1 005,9 | 4 261,6           | 14 244,9                                          | 11 781,7 | 12 163,6                                   | 4 718,4                   | 5 995,4                                                                                                       | 912,6                                            | 155,2             | 1 646,7                                                   | 816,6                        |
|                    | T3                     | 5 737,1                                    | 1 003,0 | 4 722,3           | 14 200,5                                          | 11 868,4 | 12 226,5                                   | 4 731,8                   | 6 066,1                                                                                                       | 912,6                                            | 157,9             | 1 517,9                                                   | 814,2                        |
|                    | T4                     | 5 925,0                                    | 996,1   | 4 916,9           | 14 341,1                                          | 11 927,1 | 12 300,8                                   | 4 723,5                   | 6 119,9                                                                                                       | 916,1                                            | 167,7             | 1 548,8                                                   | 865,2                        |
| 2020               | Août                   | 5 622,8                                    | 1 000,7 | 4 610,3           | 14 173,0                                          | 11 842,5 | 12 206,1                                   | 4 750,5                   | 6 031,3                                                                                                       | 904,4                                            | 156,4             | 1 513,6                                                   | 816,8                        |
|                    | Septembre              | 5 737,1                                    | 1 003,0 | 4 722,3           | 14 200,5                                          | 11 868,4 | 12 226,5                                   | 4 731,8                   | 6 066,1                                                                                                       | 912,6                                            | 157,9             | 1 517,9                                                   | 814,2                        |
|                    | Octobre                | 5 803,5                                    | 1 003,7 | 4 788,0           | 14 232,9                                          | 11 900,3 | 12 260,0                                   | 4 738,4                   | 6 092,6                                                                                                       | 910,3                                            | 158,9             | 1 528,8                                                   | 803,9                        |
|                    | Novembre               | 5 850,1                                    | 1 006,4 | 4 831,6           | 14 288,5                                          | 11 926,8 | 12 285,8                                   | 4 735,9                   | 6 106,6                                                                                                       | 927,5                                            | 156,7             | 1 541,0                                                   | 820,7                        |
|                    | Décembre               | 5 925,0                                    | 996,1   | 4 916,9           | 14 341,1                                          | 11 927,1 | 12 300,8                                   | 4 723,5                   | 6 119,9                                                                                                       | 916,1                                            | 167,7             | 1 548,8                                                   | 865,2                        |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 5 950,5                                    | 989,0   | 4 960,0           | 14 357,3                                          | 11 947,3 | 12 311,5                                   | 4 723,9                   | 6 136,4                                                                                                       | 938,5                                            | 148,5             | 1 547,0                                                   | 863,0                        |
| Flux               |                        |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2018               |                        | 91,5                                       | -28,2   | 119,7             | 375,0                                             | 307,5    | 382,6                                      | 124,1                     | 166,1                                                                                                         | -0,3                                             | 17,7              | 88,5                                                      | -21,1                        |
| 2019               |                        | -87,2                                      | -23,3   | -64,3             | 452,1                                             | 378,3    | 425,4                                      | 115,6                     | 200,4                                                                                                         | 41,2                                             | 21,1              | 30,5                                                      | 43,4                         |
| 2020               |                        | 1 046,4                                    | 13,3    | 1 033,0           | 737,1                                             | 539,9    | 560,7                                      | 288,8                     | 209,1                                                                                                         | 26,2                                             | 15,8              | 169,6                                                     | 27,7                         |
| 2020               | T1                     | 145,4                                      | 19,8    | 125,7             | 242,5                                             | 253,4    | 249,2                                      | 135,7                     | 40,5                                                                                                          | 68,4                                             | 8,8               | 20,2                                                      | -31,1                        |
|                    | T2                     | 465,6                                      | -1,9    | 467,4             | 185,1                                             | 97,6     | 104,8                                      | 120,7                     | 35,8                                                                                                          | -53,3                                            | -5,6              | 76,3                                                      | 11,2                         |
|                    | T3                     | 258,8                                      | -2,8    | 261,6             | 154,4                                             | 105,0    | 86,7                                       | 28,9                      | 72,1                                                                                                          | 1,1                                              | 2,9               | 44,3                                                      | 5,0                          |
|                    | T4                     | 176,6                                      | -1,9    | 178,3             | 155,2                                             | 83,9     | 120,0                                      | 3,5                       | 60,7                                                                                                          | 10,0                                             | 9,7               | 28,8                                                      | 42,5                         |
| 2020               | Août                   | 65,7                                       | -3,7    | 69,5              | 60,4                                              | 35,8     | 28,6                                       | 21,7                      | 18,8                                                                                                          | -5,5                                             | 0,8               | 21,1                                                      | 3,4                          |
|                    | Septembre              | 96,1                                       | 2,3     | 93,8              | 30,3                                              | 25,8     | 21,3                                       | -11,7                     | 29,9                                                                                                          | 6,0                                              | 1,6               | 5,3                                                       | -0,8                         |
|                    | Octobre                | 54,9                                       | 1,0     | 53,9              | 36,8                                              | 32,4     | 37,1                                       | 7,7                       | 26,7                                                                                                          | -2,6                                             | 0,7               | 11,8                                                      | -7,5                         |
|                    | Novembre               | 42,8                                       | 2,9     | 39,5              | 47,4                                              | 34,6     | 40,2                                       | 2,1                       | 15,1                                                                                                          | 19,6                                             | -2,1              | 6,7                                                       | 6,1                          |
|                    | Décembre               | 78,9                                       | -5,8    | 84,9              | 71,0                                              | 16,8     | 42,7                                       | -6,2                      | 18,9                                                                                                          | -6,9                                             | 11,0              | 10,3                                                      | 43,9                         |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 35,0                                       | -7,4    | 52,8              | 17,0                                              | 20,1     | 11,9                                       | 1,0                       | 17,1                                                                                                          | 21,2                                             | -19,2             | -1,5                                                      | -1,7                         |
| Taux de croissance |                        |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2018               |                        | 2,0                                        | -2,7    | 3,4               | 2,9                                               | 2,8      | 3,4                                        | 2,9                       | 3,0                                                                                                           | 0,0                                              | 16,3              | 6,1                                                       | -2,6                         |
| 2019               |                        | -1,9                                       | -2,3    | -1,8              | 3,4                                               | 3,4      | 3,7                                        | 2,6                       | 3,5                                                                                                           | 4,8                                              | 16,1              | 2,0                                                       | 5,5                          |
| 2020               |                        | 22,2                                       | 1,3     | 27,8              | 5,4                                               | 4,7      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,5                                                                                                           | 2,9                                              | 10,4              | 11,4                                                      | 3,3                          |
| 2020               | T1                     | 1,6                                        | 0,4     | 2,0               | 4,3                                               | 4,8      | 5,1                                        | 5,0                       | 3,3                                                                                                           | 11,3                                             | 20,7              | 3,0                                                       | -0,6                         |
|                    | T2                     | 13,5                                       | 0,4     | 17,2              | 4,8                                               | 4,7      | 4,9                                        | 6,5                       | 3,2                                                                                                           | 3,9                                              | 17,1              | 7,2                                                       | 0,7                          |
|                    | T3                     | 18,9                                       | 0,0     | 24,1              | 4,9                                               | 4,7      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,5                                                                                                           | 2,7                                              | 8,2               | 9,2                                                       | 0,1                          |
|                    | T4                     | 22,2                                       | 1,3     | 27,8              | 5,4                                               | 4,7      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,5                                                                                                           | 2,9                                              | 10,4              | 11,4                                                      | 3,3                          |
| 2020               | Août                   | 16,6                                       | -0,7    | 21,4              | 5,0                                               | 4,6      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,3                                                                                                           | 2,2                                              | 11,4              | 10,8                                                      | 1,0                          |
|                    | Septembre              | 18,9                                       | 0,0     | 24,1              | 4,9                                               | 4,7      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,5                                                                                                           | 2,7                                              | 8,2               | 9,2                                                       | 0,1                          |
|                    | Octobre                | 20,3                                       | 0,0     | 25,9              | 4,9                                               | 4,6      | 4,7                                        | 6,3                       | 3,6                                                                                                           | 1,7                                              | 14,0              | 10,4                                                      | -1,3                         |
|                    | Novembre               | 21,2                                       | 0,4     | 27,0              | 5,0                                               | 4,8      | 4,8                                        | 6,3                       | 3,6                                                                                                           | 4,3                                              | 7,3               | 10,3                                                      | -1,3                         |
|                    | Décembre               | 22,2                                       | 1,3     | 27,8              | 5,4                                               | 4,7      | 4,7                                        | 6,5                       | 3,5                                                                                                           | 2,9                                              | 10,4              | 11,4                                                      | 3,3                          |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 22,9                                       | 0,0     | 29,4              | 5,1                                               | 4,4      | 4,5                                        | 6,3                       | 3,3                                                                                                           | 3,5                                              | -2,6              | 11,9                                                      | 2,9                          |

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

|                             | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |         |                         |         |         | Ménages <sup>3)</sup>        |                                   |                      |                 |       |
|-----------------------------|----------------------------------------|---------|-------------------------|---------|---------|------------------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------------|-------|
|                             | Total                                  | ≤ 1 an  | > 1 an<br>et<br>≤ 5 ans | > 5 ans |         | Total                        | Crédits à la<br>consomma-<br>tion | Prêts au<br>logement | Autres<br>prêts |       |
|                             | Prêts corrigés <sup>4)</sup>           |         |                         |         |         | Prêts corrigés <sup>4)</sup> |                                   |                      |                 |       |
|                             | 1                                      | 2       | 3                       | 4       | 5       | 6                            | 7                                 | 8                    | 9               | 10    |
| Encours                     |                                        |         |                         |         |         |                              |                                   |                      |                 |       |
| 2018                        | 4 405,0                                | 4 489,1 | 991,4                   | 844,2   | 2 569,4 | 5 741,9                      | 6 024,9                           | 682,6                | 4 356,4         | 702,9 |
| 2019                        | 4 475,7                                | 4 577,8 | 967,4                   | 878,0   | 2 630,3 | 5 931,1                      | 6 224,0                           | 720,1                | 4 524,6         | 686,4 |
| 2020                        | 4 723,5                                | 4 841,3 | 898,8                   | 1 012,2 | 2 812,5 | 6 119,9                      | 6 389,8                           | 700,2                | 4 725,1         | 694,6 |
| 2020 T1                     | 4 605,0                                | 4 706,2 | 1 003,2                 | 917,4   | 2 684,5 | 5 965,4                      | 6 254,1                           | 714,9                | 4 565,8         | 684,7 |
| T2                          | 4 718,4                                | 4 829,8 | 957,8                   | 993,4   | 2 767,2 | 5 995,4                      | 6 276,5                           | 701,0                | 4 603,8         | 690,6 |
| T3                          | 4 731,8                                | 4 845,5 | 930,0                   | 1 014,7 | 2 787,1 | 6 066,1                      | 6 334,1                           | 702,4                | 4 667,5         | 696,1 |
| T4                          | 4 723,5                                | 4 841,3 | 898,8                   | 1 012,2 | 2 812,5 | 6 119,9                      | 6 389,8                           | 700,2                | 4 725,1         | 694,6 |
| 2020 Août                   | 4 750,5                                | 4 858,8 | 942,8                   | 1 015,7 | 2 792,0 | 6 031,3                      | 6 307,0                           | 702,5                | 4 632,8         | 696,1 |
| Septembre                   | 4 731,8                                | 4 845,5 | 930,0                   | 1 014,7 | 2 787,1 | 6 066,1                      | 6 334,1                           | 702,4                | 4 667,5         | 696,1 |
| Octobre                     | 4 738,4                                | 4 845,5 | 916,4                   | 1 011,3 | 2 810,7 | 6 092,6                      | 6 359,5                           | 704,4                | 4 690,3         | 697,9 |
| Novembre                    | 4 735,9                                | 4 842,3 | 911,8                   | 1 004,9 | 2 819,3 | 6 106,6                      | 6 376,2                           | 701,7                | 4 708,6         | 696,4 |
| Décembre                    | 4 723,5                                | 4 841,3 | 898,8                   | 1 012,2 | 2 812,5 | 6 119,9                      | 6 389,8                           | 700,2                | 4 725,1         | 694,6 |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 4 723,9                                | 4 838,3 | 889,4                   | 1 006,6 | 2 827,9 | 6 136,4                      | 6 404,2                           | 697,1                | 4 745,6         | 693,6 |
| Flux                        |                                        |         |                         |         |         |                              |                                   |                      |                 |       |
| 2018                        | 124,1                                  | 176,3   | 18,0                    | 32,8    | 73,3    | 166,1                        | 188,4                             | 41,2                 | 134,2           | -9,3  |
| 2019                        | 115,6                                  | 143,9   | -13,2                   | 43,6    | 85,3    | 200,4                        | 217,2                             | 40,9                 | 168,6           | -9,2  |
| 2020                        | 288,8                                  | 325,2   | -54,0                   | 139,1   | 203,7   | 209,1                        | 194,7                             | -11,9                | 210,7           | 10,3  |
| 2020 T1                     | 135,7                                  | 137,9   | 33,2                    | 44,0    | 58,5    | 40,5                         | 38,3                              | -3,7                 | 45,0            | -0,8  |
| T2                          | 120,7                                  | 131,0   | -39,1                   | 80,4    | 79,4    | 35,8                         | 29,1                              | -12,2                | 39,2            | 8,8   |
| T3                          | 28,9                                   | 33,9    | -22,5                   | 15,9    | 35,6    | 72,1                         | 59,7                              | 5,8                  | 65,0            | 1,3   |
| T4                          | 3,5                                    | 22,4    | -25,5                   | -1,2    | 30,2    | 60,7                         | 67,6                              | -1,8                 | 61,4            | 1,1   |
| 2020 Août                   | 21,7                                   | 22,7    | -2,8                    | 8,3     | 16,2    | 18,8                         | 19,5                              | 2,5                  | 16,0            | 0,3   |
| Septembre                   | -11,7                                  | -5,5    | -12,9                   | 0,8     | 0,4     | 29,9                         | 22,1                              | -0,5                 | 30,1            | 0,2   |
| Octobre                     | 7,7                                    | 2,2     | -13,2                   | -2,9    | 23,8    | 26,7                         | 26,4                              | 2,2                  | 22,7            | 1,7   |
| Novembre                    | 2,1                                    | 7,3     | -2,7                    | -5,2    | 10,0    | 15,1                         | 17,7                              | -3,7                 | 19,3            | -0,6  |
| Décembre                    | -6,2                                   | 12,9    | -9,6                    | 6,9     | -3,5    | 18,9                         | 23,6                              | -0,4                 | 19,4            | -0,1  |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 1,0                                    | -0,2    | -9,4                    | -5,5    | 16,0    | 17,1                         | 14,0                              | -2,5                 | 20,6            | -1,0  |
| Taux de croissance          |                                        |         |                         |         |         |                              |                                   |                      |                 |       |
| 2018                        | 2,9                                    | 4,1     | 1,8                     | 4,0     | 2,9     | 3,0                          | 3,2                               | 6,3                  | 3,2             | -1,3  |
| 2019                        | 2,6                                    | 3,2     | -1,3                    | 5,2     | 3,3     | 3,5                          | 3,6                               | 6,0                  | 3,9             | -1,3  |
| 2020                        | 6,5                                    | 7,1     | -5,6                    | 15,9    | 7,8     | 3,5                          | 3,1                               | -1,7                 | 4,7             | 1,5   |
| 2020 T1                     | 5,0                                    | 5,6     | 2,9                     | 9,1     | 4,4     | 3,3                          | 3,4                               | 3,8                  | 4,0             | -1,2  |
| T2                          | 6,5                                    | 7,2     | -1,2                    | 16,1    | 6,2     | 3,2                          | 3,1                               | 0,3                  | 4,1             | 0,4   |
| T3                          | 6,5                                    | 7,1     | -3,9                    | 17,3    | 6,9     | 3,5                          | 3,1                               | -0,1                 | 4,5             | 1,0   |
| T4                          | 6,5                                    | 7,1     | -5,6                    | 15,9    | 7,8     | 3,5                          | 3,1                               | -1,7                 | 4,7             | 1,5   |
| 2020 Août                   | 6,5                                    | 7,2     | -3,4                    | 16,9    | 6,8     | 3,3                          | 3,0                               | 0,3                  | 4,1             | 0,8   |
| Septembre                   | 6,5                                    | 7,1     | -3,9                    | 17,3    | 6,9     | 3,5                          | 3,1                               | -0,1                 | 4,5             | 1,0   |
| Octobre                     | 6,3                                    | 6,9     | -5,2                    | 16,3    | 7,2     | 3,6                          | 3,2                               | -0,1                 | 4,6             | 1,5   |
| Novembre                    | 6,3                                    | 6,9     | -4,6                    | 15,1    | 7,4     | 3,6                          | 3,1                               | -1,1                 | 4,7             | 1,3   |
| Décembre                    | 6,5                                    | 7,1     | -5,6                    | 15,9    | 7,8     | 3,5                          | 3,1                               | -1,7                 | 4,7             | 1,5   |
| 2021 Janvier <sup>(p)</sup> | 6,3                                    | 7,0     | -5,9                    | 14,9    | 7,8     | 3,3                          | 3,0                               | -2,5                 | 4,5             | 1,3   |

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

|                    |                        | Passif des IFM                                    |                                                                                    |                                    |                                            |                                                | Actif des IFM             |                     |                                                                  |                                                            |       |
|--------------------|------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-------|
|                    |                        | Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup> | Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro |                                    |                                            |                                                | Position extérieure nette | Autre               |                                                                  |                                                            |       |
|                    |                        |                                                   | Total                                                                              | Dépôts à terme d'une durée > 2 ans | Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois | Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans |                           | Capital et réserves | Total                                                            |                                                            |       |
|                    |                        |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     | Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup> | Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup> |       |
|                    |                        | 1                                                 | 2                                                                                  | 3                                  | 4                                          | 5                                              | 6                         | 7                   | 8                                                                | 9                                                          | 10    |
| Encours            |                        |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2018               |                        | 389,2                                             | 6 817,4                                                                            | 1 940,0                            | 56,1                                       | 2 099,7                                        | 2 721,6                   | 1 030,0             | 460,2                                                            | 187,0                                                      | 194,9 |
| 2019               |                        | 364,2                                             | 7 058,9                                                                            | 1 946,1                            | 50,1                                       | 2 156,5                                        | 2 906,2                   | 1 455,7             | 452,3                                                            | 178,9                                                      | 187,2 |
| 2020               |                        | 749,0                                             | 6 965,7                                                                            | 1 915,5                            | 42,1                                       | 1 994,9                                        | 3 013,3                   | 1 449,5             | 526,7                                                            | 130,1                                                      | 139,2 |
| 2020               | T1                     | 409,5                                             | 7 036,5                                                                            | 1 937,1                            | 47,2                                       | 2 119,9                                        | 2 932,3                   | 1 562,5             | 517,4                                                            | 183,7                                                      | 196,5 |
|                    | T2                     | 673,3                                             | 7 042,9                                                                            | 1 934,5                            | 44,1                                       | 2 080,4                                        | 2 983,8                   | 1 562,5             | 531,2                                                            | 159,2                                                      | 174,3 |
|                    | T3                     | 806,2                                             | 7 039,7                                                                            | 1 934,3                            | 43,0                                       | 2 059,7                                        | 3 002,7                   | 1 574,2             | 502,1                                                            | 139,9                                                      | 147,3 |
|                    | T4                     | 749,0                                             | 6 965,7                                                                            | 1 915,5                            | 42,1                                       | 1 994,9                                        | 3 013,3                   | 1 449,5             | 526,7                                                            | 130,1                                                      | 139,2 |
| 2020               | Août                   | 819,5                                             | 7 026,8                                                                            | 1 938,9                            | 43,1                                       | 2 033,7                                        | 3 011,1                   | 1 556,6             | 502,5                                                            | 170,4                                                      | 177,6 |
|                    | Septembre              | 806,2                                             | 7 039,7                                                                            | 1 934,3                            | 43,0                                       | 2 059,7                                        | 3 002,7                   | 1 574,2             | 502,1                                                            | 139,9                                                      | 147,3 |
|                    | Octobre                | 864,3                                             | 7 038,0                                                                            | 1 933,5                            | 42,7                                       | 2 036,5                                        | 3 025,3                   | 1 578,9             | 529,7                                                            | 148,7                                                      | 154,3 |
|                    | Novembre               | 753,6                                             | 6 973,2                                                                            | 1 938,1                            | 42,4                                       | 2 012,4                                        | 2 980,3                   | 1 469,4             | 462,5                                                            | 148,2                                                      | 147,1 |
|                    | Décembre               | 749,0                                             | 6 965,7                                                                            | 1 915,5                            | 42,1                                       | 1 994,9                                        | 3 013,3                   | 1 449,5             | 526,7                                                            | 130,1                                                      | 139,2 |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 678,9                                             | 6 925,9                                                                            | 1 911,1                            | 42,0                                       | 1 970,4                                        | 3 002,5                   | 1 473,1             | 428,3                                                            | 147,4                                                      | 146,7 |
| Flux               |                        |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2018               |                        | 45,5                                              | 51,0                                                                               | -37,8                              | -4,9                                       | 16,1                                           | 77,6                      | 88,4                | 42,6                                                             | 16,2                                                       | 23,6  |
| 2019               |                        | -24,3                                             | 107,8                                                                              | -5,2                               | -3,3                                       | 27,3                                           | 89,0                      | 309,4               | 19,4                                                             | -2,7                                                       | -2,5  |
| 2020               |                        | 321,6                                             | -34,4                                                                              | -15,8                              | -8,0                                       | -99,3                                          | 88,8                      | -28,6               | 141,0                                                            | -48,8                                                      | -48,0 |
| 2020               | T1                     | 45,6                                              | -45,4                                                                              | -6,8                               | -2,9                                       | -47,5                                          | 11,8                      | 67,6                | 9,0                                                              | 4,7                                                        | 9,3   |
|                    | T2                     | 264,0                                             | -0,3                                                                               | -0,7                               | -3,1                                       | -13,9                                          | 17,5                      | -28,9               | 58,5                                                             | -24,5                                                      | -22,2 |
|                    | T3                     | 69,2                                              | 10,7                                                                               | -3,2                               | -1,1                                       | 6,1                                            | 8,9                       | 27,4                | -11,2                                                            | -19,3                                                      | -27,1 |
|                    | T4                     | -57,1                                             | 0,6                                                                                | -5,2                               | -0,9                                       | -44,0                                          | 50,6                      | -94,6               | 84,7                                                             | -9,8                                                       | -8,1  |
| 2020               | Août                   | 63,3                                              | 3,1                                                                                | 4,2                                | -0,5                                       | -10,9                                          | 10,2                      | 17,3                | -41,4                                                            | 8,1                                                        | 3,5   |
|                    | Septembre              | -13,5                                             | 10,8                                                                               | -6,0                               | -0,1                                       | 19,6                                           | -2,7                      | 23,0                | 1,4                                                              | -30,5                                                      | -30,3 |
|                    | Octobre                | 58,2                                              | -11,7                                                                              | 0,1                                | -0,3                                       | -24,3                                          | 12,9                      | 1,6                 | 25,7                                                             | 8,8                                                        | 7,1   |
|                    | Novembre               | -110,7                                            | -0,9                                                                               | 13,4                               | -0,2                                       | -13,8                                          | -0,2                      | -55,0               | -37,2                                                            | -0,5                                                       | -7,3  |
|                    | Décembre               | -4,7                                              | 13,1                                                                               | -18,6                              | -0,4                                       | -5,9                                           | 38,0                      | -41,2               | 96,2                                                             | -18,1                                                      | -7,9  |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | -70,2                                             | -38,4                                                                              | -6,8                               | -0,1                                       | -30,7                                          | -0,9                      | 20,5                | -106,8                                                           | 17,3                                                       | 7,5   |
| Taux de croissance |                        |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2018               |                        | 13,0                                              | 0,8                                                                                | -1,9                               | -8,0                                       | 0,8                                            | 2,9                       | —                   | —                                                                | 8,1                                                        | 7,7   |
| 2019               |                        | -6,3                                              | 1,6                                                                                | -0,3                               | -5,9                                       | 1,3                                            | 3,2                       | —                   | —                                                                | -1,5                                                       | -1,5  |
| 2020               |                        | 88,5                                              | -0,5                                                                               | -0,8                               | -15,9                                      | -4,6                                           | 3,0                       | —                   | —                                                                | -27,3                                                      | -25,7 |
| 2020               | T1                     | 11,7                                              | 0,3                                                                                | -0,1                               | -11,1                                      | -2,6                                           | 2,9                       | —                   | —                                                                | -0,3                                                       | 0,6   |
|                    | T2                     | 81,0                                              | -0,4                                                                               | -1,3                               | -19,6                                      | -3,3                                           | 2,6                       | —                   | —                                                                | -10,5                                                      | -8,8  |
|                    | T3                     | 91,8                                              | -0,4                                                                               | -0,6                               | -19,4                                      | -3,1                                           | 2,1                       | —                   | —                                                                | -24,1                                                      | -25,6 |
|                    | T4                     | 88,5                                              | -0,5                                                                               | -0,8                               | -15,9                                      | -4,6                                           | 3,0                       | —                   | —                                                                | -27,3                                                      | -25,7 |
| 2020               | Août                   | 89,8                                              | 0,0                                                                                | 1,2                                | -20,6                                      | -4,0                                           | 2,5                       | —                   | —                                                                | -13,6                                                      | -16,6 |
|                    | Septembre              | 91,8                                              | -0,4                                                                               | -0,6                               | -19,4                                      | -3,1                                           | 2,1                       | —                   | —                                                                | -24,1                                                      | -25,6 |
|                    | Octobre                | 108,5                                             | -0,5                                                                               | -0,7                               | -17,5                                      | -3,6                                           | 2,2                       | —                   | —                                                                | -32,8                                                      | -34,6 |
|                    | Novembre               | 85,3                                              | -0,7                                                                               | -0,1                               | -17,1                                      | -4,3                                           | 1,8                       | —                   | —                                                                | -30,0                                                      | -34,6 |
|                    | Décembre               | 88,5                                              | -0,5                                                                               | -0,8                               | -15,9                                      | -4,6                                           | 3,0                       | —                   | —                                                                | -27,3                                                      | -25,7 |
| 2021               | Janvier <sup>(p)</sup> | 65,1                                              | -0,9                                                                               | -1,0                               | -14,0                                      | -6,1                                           | 3,1                       | —                   | —                                                                | -13,9                                                      | -19,5 |

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 :<br>Déficit (-)/<br>excédent (+) primaire |
|---------|--------------------------|---------------------------|------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|         | Total                    | Administrations centrales | Administrations d'États<br>fédérés | Administrations<br>locales | Administrations<br>de sécurité sociale |                                                         |
|         | 1                        | 2                         | 3                                  | 4                          | 5                                      | 6                                                       |
| 2016    | -1,5                     | -1,7                      | 0,0                                | 0,2                        | 0,1                                    | 0,6                                                     |
| 2017    | -0,9                     | -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 T4 | -0,6                     | .                         | .                                  | .                          | .                                      | 1,0                                                     |
| 2020 T1 | -1,1                     | .                         | .                                  | .                          | .                                      | 0,5                                                     |
| T2      | -3,8                     | .                         | .                                  | .                          | .                                      | -2,2                                                    |
| T3      | -5,0                     | .                         | .                                  | .                          | .                                      | -3,4                                                    |

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<br>en capital | Total    | Dépenses courantes           |                               |          |                         |      | Dépenses<br>en capital |
|         |          | Impôts<br>directs  | Impôts<br>indirects | Cotisations<br>sociales<br>nettes |      |                        |          | Rémunération<br>des salariés | Consommation<br>intermédiaire | Intérêts | Prestations<br>sociales |      |                        |
|         | 1        | 2                  | 3                   | 4                                 | 5    | 6                      | 7        | 8                            | 9                             | 10       | 11                      | 12   | 13                     |
| 2016    | 46,3     | 45,8               | 12,6                | 13,0                              | 15,3 | 0,5                    | 47,7     | 44,2                         | 10,0                          | 5,4      | 2,1                     | 22,7 | 3,6                    |
| 2017    | 46,2     | 45,8               | 12,8                | 13,0                              | 15,2 | 0,4                    | 47,2     | 43,3                         | 9,9                           | 5,3      | 1,9                     | 22,4 | 3,8                    |
| 2018    | 46,5     | 46,0               | 13,0                | 13,0                              | 15,2 | 0,5                    | 46,9     | 43,2                         | 9,9                           | 5,3      | 1,8                     | 22,3 | 3,7                    |
| 2019    | 46,4     | 46,0               | 12,9                | 13,1                              | 15,1 | 0,5                    | 47,1     | 43,3                         | 9,9                           | 5,3      | 1,6                     | 22,5 | 3,8                    |
| 2019 T4 | 46,4     | 46,0               | 12,9                | 13,1                              | 15,1 | 0,5                    | 47,0     | 43,3                         | 9,9                           | 5,3      | 1,6                     | 22,5 | 3,8                    |
| 2020 T1 | 46,5     | 46,1               | 13,0                | 13,0                              | 15,1 | 0,5                    | 47,7     | 43,8                         | 10,0                          | 5,4      | 1,6                     | 22,8 | 3,8                    |
| T2      | 46,8     | 46,3               | 13,0                | 12,9                              | 15,4 | 0,5                    | 50,5     | 46,6                         | 10,4                          | 5,7      | 1,6                     | 24,1 | 4,0                    |
| T3      | 46,8     | 46,3               | 13,0                | 12,9                              | 15,5 | 0,5                    | 51,8     | 47,7                         | 10,6                          | 5,8      | 1,6                     | 24,8 | 4,2                    |

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

|         | Total | Instrument financier                    |       |                         | Dé détenteur            |      |                                | Durée initiale |        | Durée résiduelle |                         |         | Devises                                        |                   |
|---------|-------|-----------------------------------------|-------|-------------------------|-------------------------|------|--------------------------------|----------------|--------|------------------|-------------------------|---------|------------------------------------------------|-------------------|
|         |       | Monnaie<br>fidu-<br>ciaire et<br>dépôts | Prêts | Titres<br>de<br>créance | Créanciers<br>résidents | IFM  | Créanciers<br>non<br>résidents | ≤ 1 an         | > 1 an | ≤ 1 an           | > 1 an<br>et ≤ 5<br>ans | > 5 ans | Euro<br>ou mon-<br>naies<br>parti-<br>cipantes | Autres<br>devises |
|         |       |                                         |       |                         |                         |      |                                |                |        |                  |                         |         |                                                |                   |
|         | 1     | 2                                       | 3     | 4                       | 5                       | 6    | 7                              | 8              | 9      | 10               | 11                      | 12      | 13                                             | 14                |
| 2016    | 90,1  | 3,3                                     | 15,7  | 71,0                    | 47,5                    | 30,8 | 42,6                           | 9,4            | 80,7   | 17,9             | 29,9                    | 42,3    | 87,9                                           | 2,2               |
| 2017    | 87,7  | 3,2                                     | 14,6  | 70,0                    | 48,2                    | 32,1 | 39,5                           | 8,6            | 79,0   | 16,5             | 29,0                    | 42,3    | 85,8                                           | 1,9               |
| 2018    | 85,8  | 3,1                                     | 13,8  | 68,8                    | 48,0                    | 32,4 | 37,8                           | 8,1            | 77,7   | 16,1             | 28,4                    | 41,3    | 84,2                                           | 1,6               |
| 2019    | 84,0  | 3,0                                     | 13,1  | 67,9                    | 45,4                    | 30,6 | 38,6                           | 7,7            | 76,3   | 15,7             | 27,9                    | 40,4    | 82,6                                           | 1,4               |
| 2019 T4 | 84,0  | 3,0                                     | 13,1  | 67,9                    | .                       | .    | .                              | .              | .      | .                | .                       | .       | .                                              | .                 |
| 2020 T1 | 86,2  | 3,1                                     | 13,4  | 69,8                    | .                       | .    | .                              | .              | .      | .                | .                       | .       | .                                              | .                 |
| T2      | 95,0  | 3,2                                     | 14,3  | 77,5                    | .                       | .    | .                              | .              | .      | .                | .                       | .       | .                                              | .                 |
| T3      | 97,3  | 3,2                                     | 14,1  | 80,1                    | .                       | .    | .                              | .              | .      | .                | .                       | .       | .                                              | .                 |

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents <sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

|         | Variation<br>du ratio<br>dette/PIB <sup>2)</sup> | Déficit (+)<br>/excédent (-)<br>primaire | Ajustement dette-déficit |                                                 |                                    |       |                         |                                                          |                                                                              |        | Écart<br>croissance/<br>taux<br>d'intérêt | Pour<br>mémoire :<br>besoin de<br>financement |
|---------|--------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------|-------|-------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|         |                                                  |                                          | Total                    | Opérations sur les principaux actifs financiers |                                    |       |                         |                                                          | Effets<br>de valo-<br>risation<br>et autres<br>change-<br>ments<br>de volume | Autres |                                           |                                               |
|         |                                                  |                                          |                          | Total                                           | Monnaie<br>fiduciaire<br>et dépôts | Prêts | Titres<br>de<br>créance | Actions<br>et parts<br>de fonds<br>d'investis-<br>sement |                                                                              |        |                                           |                                               |
|         | 1                                                | 2                                        | 3                        | 4                                               | 5                                  | 6     | 7                       | 8                                                        | 9                                                                            | 10     | 11                                        | 12                                            |
| 2016    | -0,8                                             | -0,6                                     | 0,2                      | 0,3                                             | 0,3                                | -0,1  | 0,0                     | 0,1                                                      | 0,0                                                                          | -0,1   | -0,4                                      | 1,6                                           |
| 2017    | -2,4                                             | -1,0                                     | -0,1                     | 0,4                                             | 0,5                                | 0,0   | -0,2                    | 0,1                                                      | -0,1                                                                         | -0,4   | -1,3                                      | 0,9                                           |
| 2018    | -1,9                                             | -1,4                                     | 0,4                      | 0,5                                             | 0,4                                | -0,1  | 0,0                     | 0,2                                                      | 0,0                                                                          | -0,1   | -1,0                                      | 0,8                                           |
| 2019    | -1,7                                             | -1,0                                     | 0,1                      | 0,3                                             | 0,0                                | 0,0   | 0,1                     | 0,2                                                      | -0,2                                                                         | 0,0    | -0,9                                      | 0,9                                           |
| 2019 T4 | -1,7                                             | -1,0                                     | 0,1                      | 0,3                                             | 0,0                                | 0,0   | 0,1                     | 0,2                                                      | -0,2                                                                         | 0,0    | -0,9                                      | 0,9                                           |
| 2020 T1 | -0,1                                             | -0,5                                     | 0,4                      | 0,7                                             | 0,5                                | 0,0   | 0,0                     | 0,1                                                      | -0,2                                                                         | 0,0    | 0,0                                       | 1,8                                           |
| T2      | 8,9                                              | 2,2                                      | 3,4                      | 3,0                                             | 2,8                                | 0,2   | -0,1                    | 0,2                                                      | -0,3                                                                         | 0,6    | 3,3                                       | 7,4                                           |
| T3      | 11,5                                             | 3,4                                      | 3,2                      | 3,3                                             | 2,9                                | 0,3   | -0,1                    | 0,2                                                      | -0,3                                                                         | 0,2    | 4,9                                       | 8,5                                           |

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

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

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

### 6.5 Titres de créance des administrations publiques <sup>1)</sup>

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

|              | Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup> |                       |                       |          |                  | Durée<br>résiduelle<br>moyenne<br>en<br>années <sup>3)</sup> | Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup> |           |                  |           |                     |            |     |
|--------------|---------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------|------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-----------|------------------|-----------|---------------------|------------|-----|
|              | Total                                             | Principal             |                       | Intérêts |                  |                                                              | Encours                                  |           |                  |           |                     | Opérations |     |
|              |                                                   | Échéances<br>≤ 3 mois | Échéances<br>≤ 3 mois | Total    | Taux<br>variable |                                                              | Coupon<br>zéro                           | Taux fixe | Durées<br>≤ 1 an | Émissions | Rembour-<br>sements |            |     |
|              |                                                   |                       |                       |          |                  |                                                              |                                          |           |                  |           |                     |            |     |
|              | 1                                                 | 2                     | 3                     | 4        | 5                | 6                                                            | 7                                        | 8         | 9                | 10        | 11                  | 12         | 13  |
| 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      | 0,4              | 7,5                                                          | 2,2                                      | 1,3       | -0,1             | 2,5       | 2,1                 | 0,3        | 1,1 |
| 2020         | 14,3                                              | 13,0                  | 4,0                   | 1,4      | 0,3              | 7,6                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,2       | 2,3                 | 0,0        | 0,8 |
| 2019 T4      | 12,2                                              | 10,8                  | 3,6                   | 1,4      | 0,4              | 7,5                                                          | 2,2                                      | 1,3       | -0,1             | 2,5       | 2,1                 | 0,3        | 1,1 |
| 2020 T1      | 12,3                                              | 10,9                  | 4,1                   | 1,4      | 0,4              | 7,5                                                          | 2,1                                      | 1,2       | -0,2             | 2,4       | 2,0                 | 0,1        | 1,0 |
| T2           | 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 |
| T3           | 15,2                                              | 13,8                  | 4,4                   | 1,4      | 0,3              | 7,5                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,3       | 2,2                 | 0,1        | 0,8 |
| 2020 Août    | 14,8                                              | 13,4                  | 5,1                   | 1,4      | 0,3              | 7,4                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,3       | 2,2                 | 0,1        | 0,9 |
| Septembre    | 15,2                                              | 13,8                  | 4,4                   | 1,4      | 0,3              | 7,5                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,3       | 2,2                 | 0,1        | 0,8 |
| Octobre      | 15,0                                              | 13,6                  | 3,9                   | 1,4      | 0,3              | 7,6                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,2       | 2,2                 | 0,0        | 0,8 |
| Novembre     | 14,6                                              | 13,3                  | 3,7                   | 1,4      | 0,3              | 7,7                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,2       | 2,1                 | 0,0        | 0,8 |
| Décembre     | 14,3                                              | 13,0                  | 4,0                   | 1,4      | 0,3              | 7,6                                                          | 1,9                                      | 1,1       | -0,2             | 2,2       | 2,3                 | 0,0        | 0,8 |
| 2021 Janvier | 14,5                                              | 13,2                  | 4,7                   | 1,4      | 0,3              | 7,7                                                          | 1,8                                      | 1,1       | -0,2             | 2,2       | 2,3                 | 0,0        | 0,7 |

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       | -0,4    | -0,7    | 0,5   | -4,3    | -3,6   | -2,4   | 0,3    |
| 2017                                                   | -0,7     | 1,4       | -0,7    | -0,3    | 0,7   | -3,0    | -3,0   | -2,4   | 1,9    |
| 2018                                                   | -0,8     | 1,8       | -0,5    | 0,1     | 1,0   | -2,5    | -2,3   | -2,2   | -3,5   |
| 2019                                                   | -1,9     | 1,5       | 0,1     | 0,5     | 1,5   | -2,9    | -3,0   | -1,6   | 1,5    |
| 2019 T4                                                | -1,9     | 1,5       | 0,1     | 0,5     | 1,5   | -2,9    | -3,0   | -1,6   | 1,5    |
| 2020 T1                                                | -2,6     | 1,1       | -0,9    | 0,1     | 1,1   | -3,4    | -3,7   | -2,3   | 2,1    |
| T2                                                     | -6,0     | -1,4      | -2,9    | -1,9    | -1,8  | -6,9    | -5,9   | -4,8   | -2,2   |
| T3                                                     | -7,0     | -2,9      | -3,5    | -3,6    | -4,6  | -8,1    | -6,1   | -6,7   | -4,4   |
| Dette des administrations publiques                    |          |           |         |         |       |         |        |        |        |
| 2016                                                   | 105,0    | 69,3      | 9,9     | 74,1    | 180,8 | 99,2    | 98,0   | 134,8  | 103,1  |
| 2017                                                   | 102,0    | 65,1      | 9,1     | 67,0    | 179,2 | 98,6    | 98,3   | 134,1  | 93,5   |
| 2018                                                   | 99,8     | 61,8      | 8,2     | 63,0    | 186,2 | 97,4    | 98,1   | 134,4  | 99,2   |
| 2019                                                   | 98,1     | 59,6      | 8,4     | 57,4    | 180,5 | 95,5    | 98,1   | 134,7  | 94,0   |
| 2019 T4                                                | 98,1     | 59,6      | 8,4     | 57,4    | 180,5 | 95,5    | 98,1   | 134,7  | 94,0   |
| 2020 T1                                                | 103,4    | 61,0      | 8,9     | 58,9    | 180,7 | 99,0    | 101,3  | 137,6  | 96,2   |
| T2                                                     | 114,1    | 67,4      | 18,5    | 62,7    | 191,4 | 110,2   | 114,0  | 149,3  | 113,3  |
| T3                                                     | 113,2    | 70,0      | 18,5    | 62,0    | 199,9 | 114,1   | 116,5  | 154,2  | 119,5  |

|                                                        | Lettonie | Lituanie | Luxembourg | Malte | Pays-Bas | Autriche | Portugal | Slovénie | Slovaquie | Finlande |
|--------------------------------------------------------|----------|----------|------------|-------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
|                                                        | 10       | 11       | 12         | 13    | 14       | 15       | 16       | 17       | 18        | 19       |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques |          |          |            |       |          |          |          |          |           |          |
| 2016                                                   | 0,2      | 0,2      | 1,9        | 0,9   | 0,0      | -1,5     | -1,9     | -1,9     | -2,6      | -1,7     |
| 2017                                                   | -0,8     | 0,5      | 1,3        | 3,2   | 1,3      | -0,8     | -3,0     | -0,1     | -0,9      | -0,7     |
| 2018                                                   | -0,8     | 0,6      | 3,1        | 2,0   | 1,4      | 0,2      | -0,3     | 0,7      | -1,0      | -0,9     |
| 2019                                                   | -0,6     | 0,3      | 2,4        | 0,5   | 1,7      | 0,7      | 0,1      | 0,5      | -1,4      | -1,0     |
| 2019 T4                                                | -0,6     | 0,3      | 2,4        | 0,5   | 1,7      | 0,7      | 0,1      | 0,5      | -1,4      | -1,0     |
| 2020 T1                                                | -0,7     | -0,2     | 1,3        | -1,5  | 1,5      | 0,4      | -0,1     | -0,8     | -1,9      | -1,2     |
| T2                                                     | -1,8     | -2,4     | -2,2       | -5,1  | -1,6     | -3,4     | -1,9     | -4,8     | -3,5      | -3,3     |
| T3                                                     | -3,4     | -4,3     | -3,6       | -8,0  | -3,1     | -5,5     | -4,0     | -5,4     | -4,7      | -4,5     |
| Dette des administrations publiques                    |          |          |            |       |          |          |          |          |           |          |
| 2016                                                   | 40,4     | 39,7     | 20,1       | 54,5  | 61,9     | 82,8     | 131,5    | 78,5     | 52,4      | 63,2     |
| 2017                                                   | 39,0     | 39,1     | 22,3       | 48,8  | 56,9     | 78,5     | 126,1    | 74,1     | 51,7      | 61,3     |
| 2018                                                   | 37,1     | 33,7     | 21,0       | 45,2  | 52,4     | 74,0     | 121,5    | 70,3     | 49,9      | 59,6     |
| 2019                                                   | 36,9     | 35,9     | 22,0       | 42,6  | 48,7     | 70,5     | 117,2    | 65,6     | 48,5      | 59,3     |
| 2019 T4                                                | 36,9     | 35,9     | 22,0       | 42,4  | 48,7     | 70,5     | 117,2    | 65,6     | 48,5      | 59,3     |
| 2020 T1                                                | 37,1     | 33,0     | 22,2       | 43,9  | 49,5     | 73,1     | 119,5    | 69,0     | 49,7      | 64,3     |
| T2                                                     | 42,9     | 41,4     | 23,9       | 51,0  | 55,2     | 82,5     | 126,0    | 78,3     | 60,3      | 68,6     |
| T3                                                     | 44,6     | 45,9     | 26,1       | 53,7  | 55,2     | 79,1     | 130,8    | 78,5     | 60,8      | 66,9     |

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2021**

Adresse postale        60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone                +49 69 1344 0  
Site internet            [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 10 mars 2021.

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-21-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général