

Bulletin économique

Numéro 4 / 2020

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	8
2 Évolutions financières	17
3 Activité économique	24
4 Prix et coûts	31
5 Monnaie et crédit	37
6 Évolutions budgétaires	47
Encadrés	51
1 Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages	51
2 Coronavirus (COVID-19) : la crainte des marchés ressortant des prix des options	57
3 Pandémie de COVID-19 et accès au financement des petites et moyennes entreprises : ce que montrent les données d'enquêtes	63
4 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 29 janvier au 5 mai 2020	69
5 Évolutions régionales du marché du travail pendant la grande crise financière et la reprise ultérieure	76
6 Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible	82
7 La crise du COVID-19 et ses implications pour les politiques budgétaires	86
Articles	91
1 Les attitudes des citoyens de l'UE à l'égard de la BCE, de l'euro et de l'Union économique et monétaire	91
2 Accès au financement des PME depuis la crise financière : ce que montrent les données d'enquêtes	119
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 4 juin, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre de ce programme et de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP, tout en maintenant le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et les réinvestissements au titre de ce programme et en laissant les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les informations disponibles confirment une contraction sans précédent de l'économie de la zone euro. L'activité économique s'est brutalement détériorée en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et des mesures prises pour la contenir. De lourdes pertes d'emplois et de revenus et une incertitude exceptionnellement élevée quant aux perspectives économiques ont entraîné une baisse significative de la consommation et de l'investissement. Si les données d'enquêtes et les indicateurs en temps réel de l'activité économique semblent montrer qu'un plancher aurait été atteint en lien avec l'assouplissement progressif des mesures d'endiguement, l'amélioration reste timide à ce stade par rapport au rythme auquel les indicateurs ont chuté au cours des deux mois précédents. Les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur un recul sans précédent de la croissance au deuxième trimestre de l'année, avant un rebond au second semestre, soutenu de façon essentielle par les vastes mesures budgétaires et monétaires qui ont été adoptées. Néanmoins, les projections comportent une révision à la baisse substantielle à la fois du niveau d'activité économique et des perspectives d'inflation sur l'ensemble de l'horizon de projection, même si le scénario de référence est entouré d'un degré exceptionnel d'incertitude. Alors que l'inflation totale est endiguée par la baisse des prix de l'énergie, les tensions sur les prix devraient demeurer modérées en raison de la forte contraction du PIB en volume et de la hausse significative de la sous-utilisation des capacités productives qui y est associée. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé d'adopter une série de mesures de politique monétaire visant à soutenir l'économie pendant sa réouverture progressive et à sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 juin 2020

L'épidémie de COVID-19 est à l'origine d'une forte détérioration des perspectives mondiales, comme cela a été intégré dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème. La pandémie de COVID-19 a paralysé l'économie mondiale, les mesures prises par

les gouvernements du monde entier afin de contenir la propagation du virus étant un facteur déterminant de la récente chute de l'activité économique. Plusieurs pays ont récemment commencé à assouplir les mesures d'endiguement, mais ce processus devrait être très graduel. L'activité économique, en particulier dans les économies de marché émergentes, a également été affectée négativement par la forte baisse des prix des matières premières, par le durcissement des conditions financières et par d'importantes sorties de capitaux. Les données disponibles confirment que les retombées économiques des mesures d'endiguement de l'épidémie seront brutales et profondes. Au vu de ces graves perturbations à l'échelle mondiale, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème envisagent une contraction de 4,0 % du PIB en volume mondial (hors zone euro) cette année. Cette contraction est plus rapide et plus prononcée que celle observée lors de la Grande récession. Après une forte contraction au cours des deux premiers trimestres de 2020, l'activité mondiale devrait commencer à se redresser au troisième trimestre et augmenter de 6,0 % et 3,9 % en 2021 et 2022, respectivement. Le commerce mondial sera plus gravement touché, dans la mesure où les perturbations de la logistique et la fermeture des frontières amplifient l'impact des retombées. En dépit d'une forte détérioration des perspectives mondiales, comme cela a été intégré aux projections de juin, les risques pesant sur ces perspectives restent orientés négativement. En particulier, l'impact de la pandémie pourrait se révéler plus fort et plus durable qu'on ne le prévoit actuellement.

En dépit d'un léger assouplissement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2020, les conditions financières dans la zone euro n'ont pas retrouvé les niveaux observés avant la propagation mondiale du COVID-19. Au cours de la période sous revue (du 12 mars au 3 juin 2020), la courbe anticipée du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut. Son inversion sur les échéances courtes persiste – mais de façon moins prononcée que le 12 mars – signalant que les anticipations par les intervenants de marché d'une nouvelle réduction des taux directeurs se sont atténuées et qu'elles ont été repoussées dans le futur. En dépit de l'assouplissement de la politique monétaire apporté par le PEPP et les autres mesures de politique monétaire, les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue. Les prix des actifs risqués ont regagné une partie des pertes enregistrées en février et en mars, principalement dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et de perception d'une certaine atténuation du risque extrême de crise mondiale imminente. Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux, la volatilité des taux de change bilatéraux reflétant l'incertitude qui entoure la pandémie de COVID-19.

Le PIB en volume de la zone euro a baissé de 3,8 % en glissement trimestriel, au premier trimestre 2020, et les données disponibles vont dans le sens d'une nouvelle contraction significative du PIB en volume au deuxième trimestre.

Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment une forte contraction de l'économie de la zone euro et une détérioration rapide des conditions sur les marchés du travail. La pandémie de coronavirus et les nécessaires mesures d'endiguement ont fortement perturbé à la fois le secteur manufacturier et les

services, pesant lourdement sur les capacités productives de l'économie de la zone euro et sur la demande intérieure. Les indicateurs les plus récents suggèrent qu'un niveau plancher aurait été atteint en mai grâce à la réouverture progressive de certains pans de l'économie. L'activité économique de la zone euro devrait donc rebondir au troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement, et être soutenue par les conditions de financement favorables, par l'orientation budgétaire expansionniste et par une reprise de l'activité mondiale, même si le rythme et l'ampleur du rebond restent globalement très incertains.

Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Dans le scénario de référence de ces projections, le PIB annuel en volume devrait reculer de 8,7 % en 2020, puis rebondir de 5,2 % en 2021 et de 3,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement revues à la baisse pour 2020 (de 9,5 points de pourcentage) mais révisées à la hausse pour 2021 et 2022 (de respectivement 3,9 points de pourcentage et 1,9 point de pourcentage). Étant donné l'incertitude exceptionnelle dont les perspectives sont actuellement entourées, les projections contiennent également deux scénarios alternatifs¹. De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise dépendra essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures d'endiguement, du succès des politiques d'atténuation des conséquences défavorables sur les revenus et sur l'emploi et du degré de dégradation permanente des capacités de l'offre et de la demande intérieure. Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs juge que la balance des risques entourant la projection de référence est orientée à la baisse.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue de 0,3 % en avril à 0,1 % en mai, principalement en raison du fléchissement des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se ralentir encore légèrement au cours des prochains mois, puis rester modérée jusqu'à la fin de l'année. À moyen terme, l'affaiblissement de la demande exercera des pressions à la baisse sur l'inflation, qui ne seront que partiellement compensées par des tensions à la hausse liées aux contraintes pesant sur l'offre. Les indicateurs de marché des anticipations d'inflation à plus long terme sont demeurés à de très faibles niveaux. Si les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes se sont détériorés à court et moyen terme, les anticipations à plus long terme ont varié moins fortement.

Cette évaluation ressort également des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, dont le scénario de référence laisse entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2020, de 0,8 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives d'évolution de l'IPCH ont été révisées à la baisse de 0,8 point de

¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 4 juin 2020.

pourcentage pour 2020, de 0,6 point de pourcentage pour 2021 et de 0,3 point de pourcentage pour 2022. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,8 % en 2020, à 0,7 % en 2021 et à 0,9 % en 2022.

La pandémie de COVID-19 a causé une forte accélération de la dynamique monétaire, en raison des besoins de liquidité élevés des entreprises pour financer les paiements en cours et de la forte préférence des agents économiques pour les avoirs monétaires à titre de précaution. La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est accentuée, s'établissant à 8,3 % en avril 2020, après 7,5 % en mars. La forte croissance de la monnaie traduit la création de crédit bancaire, qui résulte largement des besoins de liquidité élevés de l'économie. En outre, la forte incertitude économique entraîne un mouvement de précaution vers les avoirs monétaires. Dans ce contexte, l'agrégat monétaire étroit M1, qui englobe les formes de monnaie les plus liquides, continue d'apporter la principale contribution à la croissance monétaire au sens large. Les évolutions des prêts au secteur privé ont continué d'être déterminées par les effets du coronavirus sur l'activité économique. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a encore augmenté pour ressortir à 6,6 % en avril 2020, après 5,5 % en mars, reflétant la nécessité, pour les entreprises, de financer leurs dépenses courantes et leurs besoins en fonds de roulement dans un contexte de baisse rapide des recettes. Parallèlement, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est ralenti à 3,0 % en avril, contre 3,4 % en mars, en raison de contraintes pesant sur la consommation dues aux mesures d'endiguement, à la détérioration de la confiance et à la dégradation de la situation sur le marché du travail. Les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, plus particulièrement les conditions très favorables des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), devraient inciter les banques à consentir des prêts à l'ensemble des entités du secteur privé. Combinées aux mesures adoptées par les gouvernements nationaux et par les institutions européennes, les mesures du Conseil des gouverneurs favorisent un accès continu au financement, y compris pour ceux qui sont les plus éprouvés par les conséquences de la pandémie de coronavirus.

La pandémie de COVID-19 a un impact significatif sur les politiques budgétaires dans la zone euro. Les mesures d'endiguement ont également donné lieu à des programmes de relance budgétaire sans précédent afin d'amortir les retombées économiques et de préparer un redressement rapide. Par conséquent, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait fortement augmenter pour atteindre 8,5 % du PIB en 2020, après 0,6 % en 2019. Même s'il devrait revenir à 4,9 % en 2021, le ratio de déficit devrait s'établir à 3,8 % du PIB en 2022. Dans l'ensemble, l'orientation budgétaire globale dans la zone euro est jugée fortement expansionniste en 2020, mais restrictive en 2021, la plupart des mesures de soutien devant être progressivement supprimées d'ici là. En dépit de l'orientation budgétaire restrictive en 2021, le solde budgétaire global demeurera fortement négatif, les instruments budgétaires continuant de soutenir la reprise économique, notamment par le biais des stabilisateurs automatiques. Une orientation budgétaire ambitieuse et concertée est essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro, bien que les mesures doivent être

ciblées et temporaires. À cet égard, les trois filets de sécurité adoptés par le Conseil européen pour un montant de 540 milliards d'euros et la proposition de la Commission européenne d'un plan de relance destiné à soutenir les régions et les secteurs les plus gravement touchés par la pandémie jouent un rôle primordial.

Le train de mesures de politique monétaire

La combinaison de deux facteurs principaux a nécessité des mesures de politique monétaire additionnelles. Premièrement, la révision à la baisse des perspectives d'inflation liée à la pandémie menace le mandat de maintien de la stabilité des prix à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Deuxièmement, si les conditions sur les marchés financiers se sont nettement stabilisées depuis l'annonce du PEPP, les conditions financières dans l'ensemble de la zone euro demeurent aujourd'hui beaucoup plus restrictives que durant la période précédant la pandémie, alors que les perspectives concernant l'activité économique et l'inflation nécessitent des conditions financières plus souples.

Dans ce contexte, le 4 juin 2020, le Conseil des gouverneurs a décidé d'un ensemble de mesures de politique monétaire afin de maintenir l'actuel degré élevé de soutien monétaire nécessaire à la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, conformément à son mandat.

1. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter de 600 milliards d'euros l'enveloppe consacrée au PEPP, qui atteint ainsi un total de 1 350 milliards d'euros. En réaction à la révision à la baisse de l'inflation sur l'horizon de projection, liée à la pandémie, l'accroissement du PEPP permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle, en particulier pour les entreprises et les ménages. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire.
2. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusque fin juin 2021. L'horizon des achats est ainsi globalement aligné sur ceux des autres mesures de politique monétaire prises en réponse à la pandémie, telles que les TLTRO III et les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO). Dans tous les cas, la BCE effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée.
3. Le Conseil des gouverneurs a décidé 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 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire. Les réinvestissements

permettront d'éviter le risque d'un durcissement injustifié des conditions financières alors que l'économie est encore en train de récupérer du choc causé par la pandémie. Dans le même temps, il convient que la stratégie de réinvestissement pour le PEPP reflète la nature temporaire du programme en lien avec l'urgence de la pandémie.

4. En outre, les achats nets réalisés dans le cadre de l'APP se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, tout comme les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.
5. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
6. Enfin, 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.

Avec la forte relance monétaire déjà en place, les décisions du Conseil des gouverneurs soutiendront la liquidité et les conditions de financement dans l'économie et contribueront à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises tout en préservant des conditions de financement favorables pour tous les secteurs et dans toutes les juridictions, en vue d'aider l'économie à se remettre des répercussions du coronavirus. Dans le même temps, face à l'actuel environnement économique en rapide évolution, le Conseil des gouverneurs reste pleinement engagé à tout mettre en œuvre, dans le cadre de son mandat, pour soutenir tous les citoyens de la zone euro dans cette période extrêmement difficile. Cela s'applique avant tout au rôle du Conseil des gouverneurs de garantir que sa politique monétaire soit transmise à toutes les composantes de l'économie et à toutes les juridictions en vue de l'accomplissement du mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE. Le Conseil des gouverneurs reste donc prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

1

Environnement extérieur

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a paralysé l'économie mondiale. Les mesures adoptées par les gouvernements du monde entier pour contenir la propagation du virus impliquent une forte baisse de l'activité économique à court terme. Plusieurs pays ont commencé récemment à assouplir les mesures d'endiguement, mais ce processus devrait être très progressif. L'activité économique, en particulier dans les économies de marché émergentes (EME), est également affectée défavorablement par une forte baisse des cours des matières premières, un durcissement des conditions financières et d'importantes sorties de capitaux. Les dernières données disponibles confirment que les retombées économiques de la pandémie et des mesures d'endiguement seront lourdes et de grande ampleur. Compte tenu de ces graves perturbations mondiales, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une contraction de 4,0 % du PIB en volume mondial (hors zone euro) cette année. Cette contraction est plus rapide et plus prononcée que celle observée lors de la Grande récession. Après une forte contraction aux deux premiers trimestres de 2020, l'activité mondiale devrait commencer à se redresser au troisième trimestre. Ce profil d'évolution indique que l'activité mondiale devrait augmenter de 6,0 % en 2021 et de 3,9 % en 2022. Le commerce mondial sera affecté plus sévèrement, les perturbations de la logistique et les fermetures de frontières amplifiant l'incidence des retombées négatives. En outre, les échanges commerciaux sont procycliques, répondant aux évolutions de l'activité économique, en particulier en cas de ralentissement. En dépit d'une forte détérioration des perspectives mondiales, intégrée dans les projections de juin, les risques pesant sur ces perspectives restent orientés à la baisse. En particulier, l'incidence de la pandémie pourrait se révéler plus forte et plus durable que prévu actuellement. D'autres risques sont liés, par exemple, à une sensibilité accrue des marchés financiers à l'actualité, aux changements structurels dans les chaînes d'approvisionnement de la production et au risque d'une montée du protectionnisme commercial.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

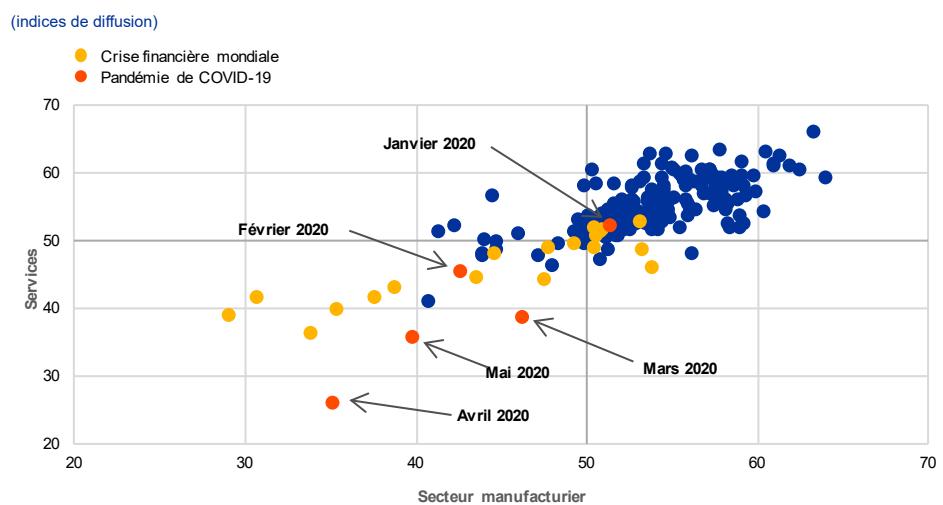
La pandémie de COVID-19 a paralysé l'économie mondiale. Les mesures adoptées par les gouvernements du monde entier pour contenir la propagation du virus impliquent une forte baisse de l'activité économique à court terme. De telles mesures ont été introduites en Chine fin janvier, tandis que les autres pays les ont adoptées ultérieurement à mesure que le virus se propageait à l'échelle mondiale. Plusieurs pays ont récemment commencé à assouplir les mesures d'endiguement, mais ce processus devrait être très progressif. L'activité économique, en particulier dans les EME, est affectée défavorablement par une forte baisse des prix des matières premières, un durcissement des conditions financières et d'importantes sorties de capitaux. Ces chocs sévères ont frappé l'économie mondiale à un moment où des signes de stabilisation, après une période de performances

médiocres l'année dernière, étaient de plus en plus manifestes. En particulier, un début de reprise de l'activité manufacturière et des échanges commerciaux, mené par les grandes EME, s'était amorcé au tournant de l'année. De plus, les conditions financières mondiales favorables en vigueur à ce moment-là, ainsi qu'une désescalade partielle du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine à la suite de la signature de l'accord commercial de « phase 1 », ont été à même de renforcer la reprise avant la pandémie.

Les données tirées d'enquêtes confirment que les retombées économiques de la pandémie et des mesures d'endiguement seront lourdes et de grande ampleur. Si l'on examine les données sectorielles tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI), trois tendances se dégagent. Premièrement, la production s'est effondrée dans l'ensemble des secteurs avec la mise en place de mesures d'endiguement strictes. Deuxièmement, le secteur des services a été plus durement touché que le secteur manufacturier. Les mesures d'endiguement ayant fait disparaître l'offre et la demande à l'échelle mondiale, la production dans le secteur manufacturier et les services s'est détériorée beaucoup plus rapidement que pendant la Grande récession (cf. graphique 1). Troisièmement, à mesure que la production reprend, le PIB se redresse par rapport à ses bas niveaux, comme observé récemment en Chine. Cependant, pour plusieurs raisons, cette reprise n'est que partielle. Ces raisons sont liées aux restrictions encore en place pour les activités qui nécessitent une interaction sociale étroite, aux changements de comportement des consommateurs dans un contexte d'inquiétudes relatives à une deuxième vague d'infections, et à une forte incertitude qui entrave les décisions d'investissement, ce qui réduit à son tour la demande à court terme et pèse sur les capacités de production à long terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) s'est légèrement redressé en mai, sous l'effet de meilleurs résultats dans le secteur manufacturier et dans les services. Toutefois, cet indice continue d'indiquer une forte contraction.

Graphique 1

Indices des directeurs d'achat pour la production mondiale dans les secteurs manufacturier et des services (hors zone euro)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à mai 2020. Les données couvrent la période comprise entre janvier 1999 et mai 2020. L'échantillon de la crise financière mondiale (points jaunes) représente la période allant de décembre 2007 à juin 2009. L'échantillon de la pandémie de COVID-19 (points rouges) représente la période comprise entre janvier 2020 et mai 2020.

Le comportement plus prudent des consommateurs se traduit par un net recul des indicateurs de confiance mondiaux. La confiance des consommateurs s'est nettement détériorée ces dernières semaines, en particulier dans les économies avancées. En outre, la détérioration du marché du travail incitera les consommateurs à adopter un comportement plus prudent, caractérisé par une épargne de précaution plus importante et une consommation moindre, en particulier de biens durables.

Les conditions financières se sont nettement durcies, mais ce durcissement s'est en partie atténué plus récemment. Au début, le durcissement a été rapide et généralisé, affectant les économies avancées et les économies de marché émergentes. En outre, les EME ont enregistré des sorties financières brutes et nettes importantes, même si les données les plus récentes semblent indiquer que ces flux se sont atténués ou même inversés ces dernières semaines. Malgré ces signes de stabilisation, les tensions financières demeurent élevées, en partie en raison d'une augmentation de l'incidence des nouveaux cas confirmés de COVID-19 et des décès dans les EME. En particulier, les investisseurs financiers se sont détournés des EME sans distinction durant la phase initiale de la crise liée à la pandémie, mais ils semblent à présent accorder une plus grande considération à leurs différences en termes de fondamentaux macroéconomiques et de vulnérabilités pour les décisions d'investissement.

Globalement, les conditions financières dans les économies avancées comme dans les économies émergentes restent sensiblement plus restrictives qu'avant la pandémie. Toutefois, en adoptant une perspective à plus long terme, elles restent plus favorables que lors des récessions mondiales antérieures, y compris la Grande récession et la récession qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. Cela pourrait refléter en partie la réaction rapide

et énergique des banques centrales à travers le monde. En particulier, les interventions de politique monétaire sont probablement le facteur clé de la stabilisation des rendements des obligations souveraines et des primes de terme, en dépit du niveau sans précédent de l'émission mondiale de dette souveraine que la pandémie a rendu nécessaire. L'incertitude s'est nettement accrue et demeure élevée. Bien qu'il soit encore trop tôt pour déterminer quel rôle l'incertitude élevée a joué dans la crise actuelle, elle devrait peser sur les perspectives de reprise.

Les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une contraction de 4,0 % du PIB en volume mondial (hors zone euro) cette année. Cette contraction est plus rapide et plus prononcée que celle observée lors de la Grande récession. Après une forte contraction aux deux premiers trimestres de 2020, l'activité économique devrait se redresser à partir du troisième trimestre. Les mesures de confinement étant levées, l'activité devrait d'abord rebondir, mais le rythme global de la reprise devrait être progressif en raison du maintien des mesures de distanciation sociale ainsi que de l'évolution du comportement des consommateurs. À plus long terme, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une augmentation de l'activité mondiale de 6,0 % en 2021 et de 3,9 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 des services de la BCE, la croissance mondiale a été nettement révisée à la baisse pour cette année, tandis que la croissance à moyen terme devrait être légèrement plus forte. Ces révisions impliquent également que le niveau de la production mondiale demeurera inférieur à la trajectoire prévue dans les projections macroéconomiques de mars 2020 des services de la BCE. Pour les économies de marché émergentes, la reprise économique devrait être plus modérée que celles qui avaient été observées à l'issue des précédentes périodes de ralentissement. Cela traduit la conjonction de chocs négatifs affectant actuellement les EME, à savoir la crise pandémique, des conditions financières restrictives, des chocs négatifs sur les termes de l'échange pour les exportateurs de matières premières et d'importantes sorties de capitaux.

Aux États-Unis, selon les estimations, le rythme de contraction de l'activité économique s'est accéléré au deuxième trimestre 2020. Le PIB en volume a diminué de 5,0 % en rythme annualisé au premier trimestre, selon la deuxième estimation. Cette contraction est légèrement plus importante que celle publiée dans l'estimation provisoire. Les données à haute fréquence indiquent que le ralentissement économique a continué de s'accentuer au deuxième trimestre, en raison des mesures d'endiguement strictes en vigueur dans l'ensemble du pays en avril. Depuis fin avril, les États américains ont commencé à assouplir progressivement les mesures d'endiguement, ce qui devrait contribuer à soutenir la reprise au second semestre 2020. Elle sera entraînée par un redressement de la demande intérieure étayé par les robustes mesures de politique économique adoptées jusqu'à présent pour soutenir l'activité. Toutefois, la reprise devrait être progressive, la confiance des consommateurs demeurant à des niveaux très faibles dans un contexte de suppressions d'emplois sans précédent enregistrées depuis fin mars. Plus de 22 millions d'emplois ont été supprimés et le taux de chômage a atteint 14,7 % en avril. La hausse annuelle des prix à la consommation a fortement

reculé, revenant à 0,3 % en avril contre 1,5 % le mois précédent. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est revenue à 1,4 % en avril, après 2,1 % en mars. L'inflation devrait baisser cette année, puisque les effets désinflationnistes du choc de demande compensent les effets inflationnistes résultant des perturbations de l'offre, et devrait progressivement augmenter pour se rapprocher de l'objectif de 2 % du Système fédéral de réserve vers la fin de l'horizon de projection.

En Chine, la reprise se déroule dans un contexte défavorable. Ce contexte se caractérise notamment par la faiblesse des perspectives de la demande extérieure à court terme, illustrée par la forte baisse des commandes à l'exportation, et par une reprise seulement progressive de la demande intérieure. Cette dernière reflète le maintien des mesures de distanciation sociale, ainsi que le comportement généralement plus prudent des consommateurs. Les mesures de relance monétaire et budgétaire adoptées par les autorités contribueront à soutenir l'activité économique. Pour l'avenir, l'activité devrait se redresser sur l'horizon de projection. Toutefois, cette reprise devrait rester modérée par rapport au niveau prévu dans les projections de mars.

Au Japon, l'économie a glissé dans une récession technique. L'activité a diminué au quatrième trimestre de l'année dernière en raison d'une série de facteurs négatifs, notamment une baisse de la demande intérieure liée à la hausse de la taxe sur la consommation, des perturbations de la production causées par de puissants typhons en octobre, et l'atonie de la demande extérieure. Ensuite, dans le contexte de l'épidémie de COVID-19, le PIB en volume s'est encore contracté, de 0,9 %, au premier trimestre 2020. Les efforts des autorités pour contenir le virus ont pesé sur la demande intérieure, notamment la consommation privée de services et de biens semi-durables. En particulier, les exportations de services ont fortement diminué, reflétant la baisse des dépenses des touristes étrangers en raison des restrictions de déplacements imposées en réaction à l'épidémie. Les autorités japonaises ont intensifié les mesures de soutien à l'économie en difficulté. En avril, la Banque du Japon a relevé les limites des achats de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises, assoupli l'accès aux facilités de financement pour les entreprises et acheté des obligations d'État à court et à long terme. Lors de sa réunion d'urgence en mai, elle a décidé d'injecter des fonds supplémentaires destinés aux banques pour soutenir les prêts accordés aux petites et moyennes entreprises. Fin mai, le gouvernement japonais a approuvé un deuxième programme de relance budgétaire, de taille globalement comparable à celui mis en œuvre en avril 2020. Ces mesures peuvent apporter un nouveau soutien à l'économie, qui devrait se redresser progressivement à partir du second semestre de cette année.

Au Royaume-Uni, la situation économique s'est nettement détériorée. Le PIB en volume a reculé de 2 % au premier trimestre 2020, même si l'économie n'a été confinée que les dix derniers jours de mars, tandis que la hausse annuelle des prix à la consommation a nettement diminué en avril, ressortant à 0,8 %, après 1,5 % le mois précédent. Le dispositif de chômage technique a contribué à maintenir l'emploi, mais la situation sur le marché du travail s'est nettement détériorée. Des données expérimentales de l'ONS (*Office for National Statistics*, institut national de statistiques) sur les demandeurs de prestations – couvrant les chômeurs, ainsi que

les bénéficiaires de prestations liées à l'emploi – ont montré qu'à mi-avril, plus de deux millions de citoyens avaient déposé une demande pour une forme ou une autre d'allocations. Cela représente environ un tiers de plus que le chiffre observé pendant la Grande récession. Les données à haute fréquence font état d'une nouvelle détérioration marquée au deuxième trimestre, ce qui indique une récession beaucoup plus grave que celle survenue à la suite de la crise financière mondiale. Le gouvernement a annoncé une réouverture progressive de l'économie, qui devrait soutenir une reprise graduelle dans les prochains mois.

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, l'activité économique devrait faiblir nettement. Un grand nombre de pays de la région ont enregistré une croissance négative au premier trimestre 2020, dans un contexte de perturbations de l'offre et d'affaiblissement de la demande résultant des mesures d'endiguement. Par la suite, un ralentissement beaucoup plus prononcé est attendu au deuxième trimestre. Cela reflète l'interaction entre une demande intérieure plus faible – les mesures d'endiguement étant restées en place tout au long d'avril – et une demande extérieure réduite, en particulier en provenance des pays de la zone euro.

L'activité économique dans les grands pays exportateurs de matières premières devrait chuter fortement. En Russie, l'économie a été frappée par les évolutions récentes du marché de l'énergie et par la pandémie de COVID-19, qui ont pesé lourdement sur la demande extérieure. Dans le même temps, les nouveaux cas d'infection domestiques ont fortement augmenté, entraînant un durcissement des mesures visant à contenir la propagation du virus. Les réductions de production convenues par l'OPEP+ pour stabiliser le marché mondial du pétrole, ainsi que la baisse des prix des matières premières, devraient freiner l'investissement. Au Brésil, l'activité économique s'est fortement détériorée en raison du confinement, des perturbations des chaînes d'approvisionnement, de la baisse de la demande extérieure, d'importantes sorties de capitaux et d'un choc négatif sur les termes de l'échange reflétant la baisse des prix des matières premières. La montée des tensions politiques et le fait que le pays soit l'un des plus touchés par la pandémie peuvent compliquer la fourniture d'un soutien efficace à l'économie.

En Turquie, la pandémie a créé des tensions sur les financements, dans un contexte de déséquilibres extérieurs et de besoins de financement élevés. L'activité est demeurée robuste jusqu'à fin mars. Par la suite, le sentiment a commencé à se dégrader rapidement, avec l'introduction des mesures d'endiguement et la forte contraction de la demande extérieure. Dans le même temps, l'aversion pour le risque des investisseurs étrangers s'est régulièrement accrue vis-à-vis des EME et des signes de tensions sur les financements sont apparus pour la Turquie. La livre turque s'est affaiblie et les réserves de la banque centrale ont fortement diminué. Une forte contraction de l'activité est attendue au premier semestre 2020, et la reprise ultérieure devrait être très progressive.

Le commerce mondial sera affecté plus sévèrement que l'activité, les perturbations de la logistique et les fermetures de frontières amplifiant l'incidence de la baisse de la demande. En outre, la réaction procyclique des échanges commerciaux aux évolutions de l'activité économique tend à s'intensifier lors des ralentissements. L'effondrement des échanges mondiaux de biens devrait

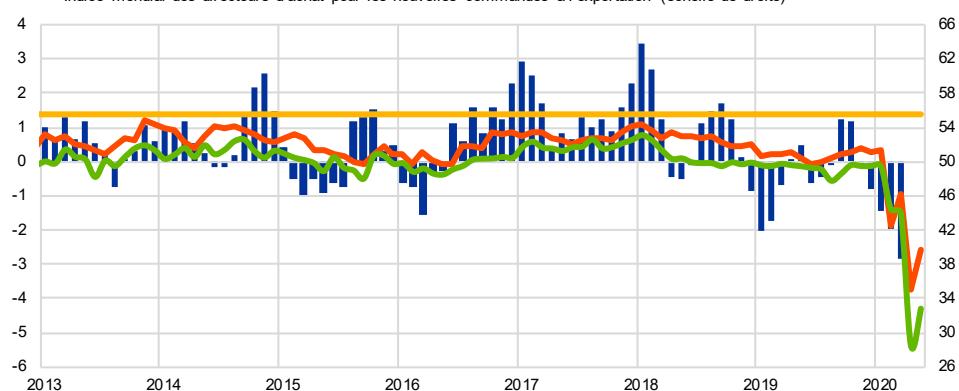
être amplifié par des perturbations des chaînes de valeur régionales et mondiales, la part importante des échanges commerciaux attribuable aux biens intermédiaires – 40 % environ du commerce mondial – ayant des implications importantes pour la transmission internationale des chocs de demande et d'offre. Une forte baisse des échanges commerciaux est déjà visible dans les importations mondiales de marchandises, qui se sont contractées de 2,9 % au premier trimestre 2020 (cf. graphique 2), soit la plus forte baisse trimestrielle depuis la Grande récession. Cependant, le rythme de la baisse des importations de marchandises a été globalement comparable dans les économies avancées et dans les économies émergentes.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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

- Importations mondiales de marchandises (échelle de gauche)
- Importations mondiales moyennes de marchandises, 1991-2019 (échelle de gauche)
- Indice mondial des directeurs d'achat pour la production manufacturière (échelle de droite)
- Indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation (échelle de droite)



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

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

En raison de la nature du choc, les échanges de services ont été particulièrement touchés. Les données disponibles pour le tourisme et le transport, qui représentent ensemble la majeure partie des échanges mondiaux de services, font état d'une baisse sans précédent. Les arrivées de touristes internationaux ont diminué de plus de 50 % en mars. De même, le nombre de passagers sur les vols internationaux a diminué de plus de moitié par rapport à la même période de l'année dernière.

Selon les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales (hors zone euro) devrait diminuer de 12,9 % cette année, puis augmenter de 8,0 % en 2021 et de 4,3 % en 2022. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait se contracter de 15,1 % cette année, et augmenter de 7,8 % en 2021 et de 4,2 % en 2022. La pandémie a eu une incidence importante sur les échanges commerciaux – les importations mondiales (hors zone euro) ne devraient pas retrouver les niveaux enregistrés au quatrième trimestre 2019 avant la fin de l'horizon de projection. La demande étrangère adressée à la zone euro reste inférieure à ce niveau sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Le degré d'incertitude relatif à l'évolution future de l'économie mondiale demeure sans précédent. Il est lié à l'évolution de la pandémie et à son incidence sur les comportements économiques, ainsi qu'aux mesures d'endiguement qui y sont associées et au succès des mesures de soutien prises par les autorités. Pour illustrer toute la diversité des répercussions possibles de la pandémie de COVID-19 sur l'économie mondiale, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème sont complétées par deux scénarios : l'un clément, l'autre sévère. Ces scénarios peuvent être considérés comme fournissant une fourchette indicative autour de la projection de référence². La pandémie de COVID-19 a également suscité un certain nombre d'évolutions susceptibles de peser sur la reprise projetée de l'économie mondiale. Il s'agit notamment d'une sensibilité accrue des marchés financiers à l'actualité, ou de changements structurels affectant les réseaux d'approvisionnement de la production. Ces risques, outre les autres risques à la baisse liés aux négociations du Brexit et le risque d'une montée du protectionnisme commercial, restent d'actualité, même s'ils sont également conditionnés à l'évolution future de la pandémie de COVID-19 et aux mesures prises par les autorités.

Évolutions des prix au niveau mondial

La forte détérioration des perspectives de la demande mondiale a entraîné une baisse spectaculaire des prix du pétrole. Les prix du *Brent* se sont légèrement redressés récemment pour s'établir au-dessus de 30 dollars le baril, après avoir chuté en deçà de 20 dollars le baril début avril. Le rebond partiel des prix du pétrole semble résulter d'espoirs d'un retournement après l'effondrement soudain de la demande mondiale de pétrole associé à la pandémie, espoirs suscités par le redressement de l'activité en Chine et l'allégement progressif du confinement dans les autres pays. Les prix du pétrole ont également été soutenus par la réaction progressive de l'offre de pétrole avec l'entrée en vigueur de l'accord OPEP+ début mai et la diminution de la production pétrolière aux États-Unis et au Canada en raison de nombreuses fermetures. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème sont inférieures de 36,0 %, 33,1 % et 26,6 % pour 2020, 2021 et 2022. Depuis la date d'arrêté des données pour les projections de juin, le prix du pétrole a augmenté, le prix du *Brent* s'établissant à 38,3 dollars le baril le 3 juin. Pour l'avenir, les prix du pétrole brut devraient rester volatils. Cela reflète le fait que les perspectives économiques demeurent très incertaines et que l'utilisation des capacités de stockage est exceptionnellement élevée.

L'inflation mondiale est freinée par une forte baisse des cours du pétrole.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est fortement modérée, revenant à 0,9 % en avril, après 1,7 % en mars, sous l'effet d'un recul marqué des prix du pétrole et d'une baisse de l'inflation sous-jacente

² 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 l'Eurosystème, juin 2020.

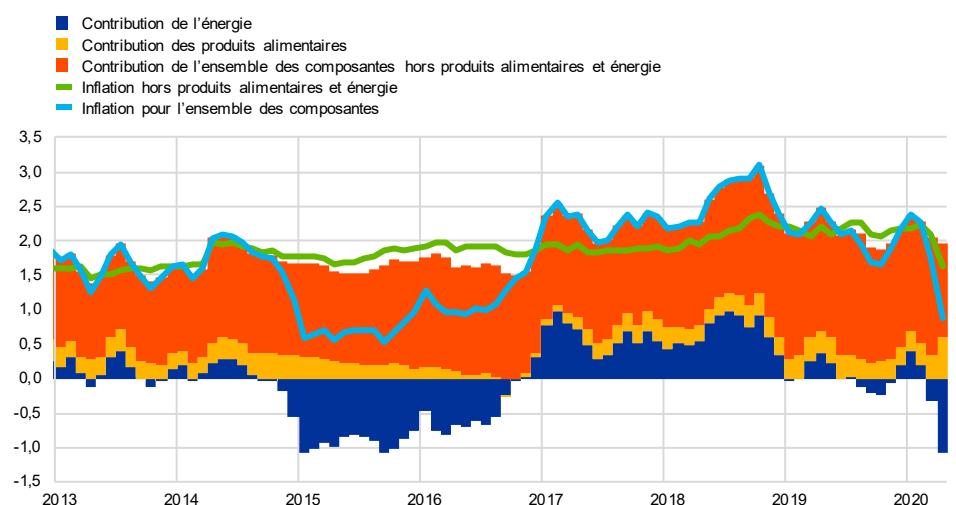
(cf. graphique 3). Après l'effondrement des cours du pétrole brut associé à la pandémie, la variation annuelle des prix de l'énergie était déjà devenue négative en mars et le rythme de diminution s'est fortement accéléré pour s'établir à 10,8 % en avril, soit la baisse la plus importante depuis septembre 2015. En revanche, la hausse annuelle des prix des produits alimentaires s'est encore accélérée, ressortant à 6,4 % en avril, contre 3,5 % le mois précédent. Parallèlement, la hausse annuelle de l'IPC sous-jacent (hors produits alimentaires et énergie) est revenue à 1,6 % en avril, contre 2,1 % le mois précédent.

Pour l'avenir, l'inflation mondiale diminuera dans un contexte de baisse des prix du pétrole et d'affaiblissement de la demande. Ces facteurs l'emportent sur toute incidence inflationniste potentielle d'une baisse de l'offre imputable à des goulets d'étranglement dans la production et la logistique. La faiblesse de la demande, la forte détérioration des marchés du travail et la sous-utilisation des capacités de production devraient atténuer les tensions inflationnistes sous-jacentes à l'échelle mondiale. La baisse des prix du pétrole explique une grande partie de la révision à la baisse des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale) en 2020. Comme les prix du pétrole brut devraient progressivement augmenter sur l'horizon de projection, cette incidence se dissipera et les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devraient revenir à leur moyenne de long terme vers fin 2021.

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 de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2020.

2

Évolutions financières

En dépit d'un léger assouplissement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2020, les conditions financières dans la zone euro n'ont pas retrouvé les niveaux observés avant la propagation mondiale du coronavirus (COVID-19). Au cours de la période sous revue (du 12 mars au 3 juin 2020), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut. Une légère inversion persiste sur les échéances courtes – mais de façon moins prononcée que le 12 mars – signalant que les anticipations par les intervenants de marché d'une nouvelle réduction des taux directeurs se sont atténuées et qu'elles ont été repoussées dans le futur. En dépit de l'assouplissement de la politique monétaire apporté par le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP) et les autres mesures de politique monétaire, les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, sous l'effet d'une augmentation des taux sans risque et d'un creusement des écarts de rendement souverains. Les prix des actifs risqués ont regagné une partie des pertes enregistrées en février et en mars, principalement dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et de perception d'une atténuation, dans une certaine mesure, du risque extrême de crise mondiale imminente. Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux, la volatilité des taux de change bilatéraux reflétant l'incertitude qui entoure la pandémie de COVID-19.

L'Eonia et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 45 et – 54 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue³. L'excédent de liquidité a augmenté de 398 milliards d'euros au cours de la période considérée, ressortant à 2 163 milliards environ⁴. Cette évolution reflète principalement l'introduction du PEPP, qui vient s'ajouter au programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que le recours aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et aux opérations LTRO visant à combler les besoins de liquidité.

La partie courte de la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée vers le haut au cours de la période sous revue, mais la courbe demeure légèrement inversée (cf. graphique 4). La partie courte de la courbe s'est aplatie après la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 mars, les marchés repoussant leurs anticipations d'une réduction imminente du taux de la facilité de dépôt. Néanmoins, l'inversion de la partie courte de la courbe contraste avec le profil plat de la courbe observé avant la propagation du virus, ce qui indique que les intervenants de marché continuent d'anticiper de nouvelles réductions des taux directeurs.

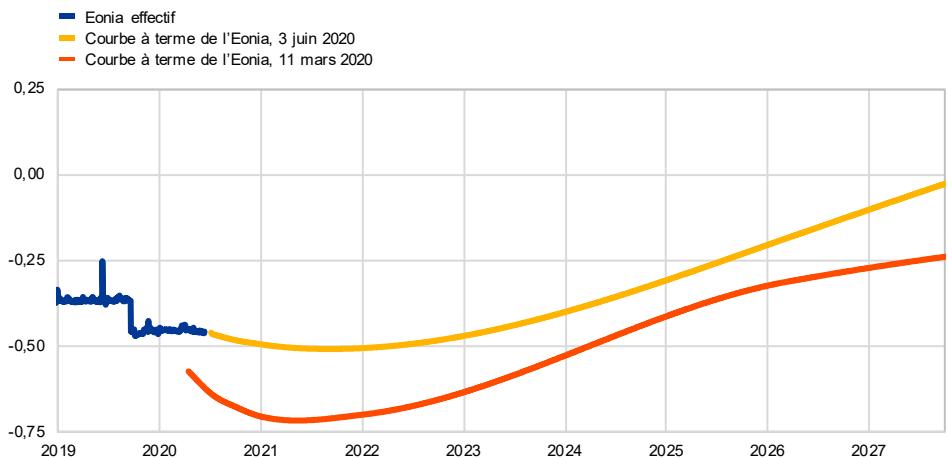
³ La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread fixe* de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) » *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

⁴ Pour plus de détails sur la période s'achevant le 5 mai 2020, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 4

Taux à terme de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



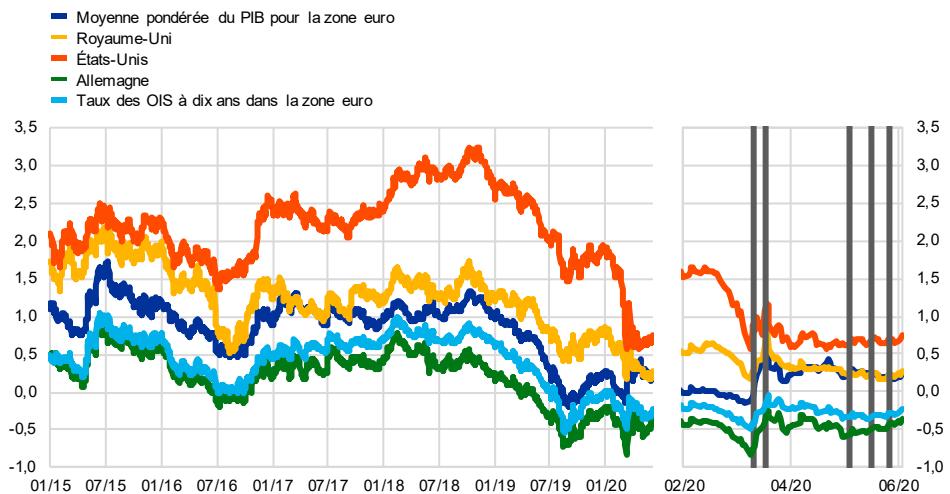
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

En dépit du nouvel assouplissement de la politique monétaire apporté par le PEPP et les autres mesures, les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue (cf. graphique 5). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro à dix ans a augmenté de 36 points de base pour s'établir à 0,24 %. Les rendements souverains ont été affectés par la hausse globale des taux sans risque au cours de la période sous revue. De plus, le creusement des écarts entre le rendement des obligations souveraines et les taux sans risque a également fait augmenter le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans. Contrairement au rendement des obligations souveraines de la zone euro, le rendement des obligations souveraines à dix ans aux États-Unis a diminué pour s'inscrire 0,75 % (en baisse de 13 points de base) et il est demeuré stable au Royaume-Uni, à 0,28 % (en hausse de 1 point de base).

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

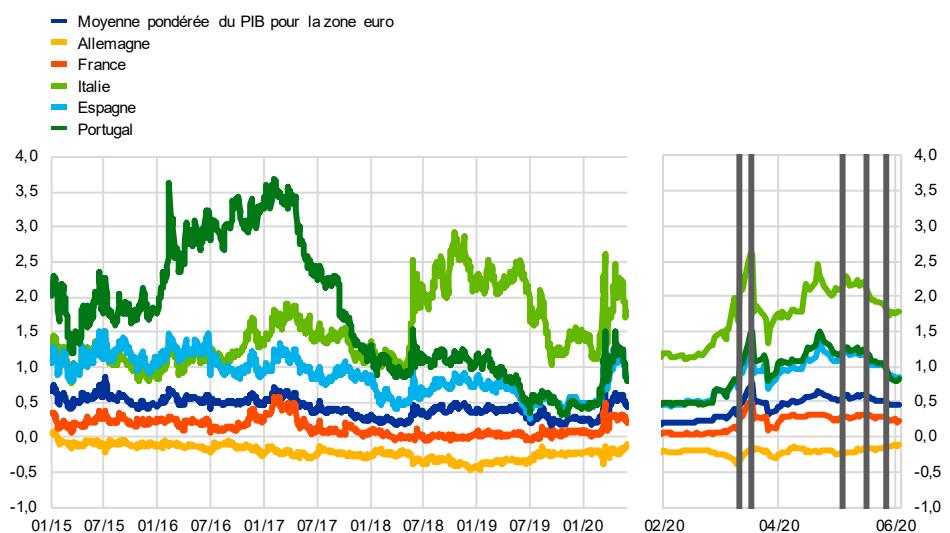
Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise correspond (de gauche à droite) au Conseil des gouverneurs de mars (12 mars 2020), à l'annonce du PEPP (18 mars 2020), à l'arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale allemande (5 mai 2020), à la proposition franco-allemande d'un fonds de relance européen pour un montant de 500 milliards d'euros (18 mai 2020) et à la proposition de la Commission européenne de créer un nouvel instrument pour la relance « *Next Generation EU* » pour un montant de 750 milliards d'euros (27 mai 2020). Les dernières observations se rapportent au 3 juin 2020.

Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et les taux des swaps au jour le jour (OIS) se sont resserrés après l'annonce du PEPP, mais ils demeurent supérieurs aux valeurs observées au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 mars (cf. graphique 6). Les écarts de rendement souverain allemand, français, italien, espagnol et portugais à dix ans ont augmenté de 20, 16, 14, 18 et 5 points de base, ressortant à -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 et 0,82 point de pourcentage, respectivement. En conséquence, l'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 16 points de base, atteignant 0,47 point de pourcentage. Cette hausse globale s'accompagne d'une certaine volatilité. Des mesures concernant les notations souveraines, comme la dégradation de notation de l'Italie de BBB à BBB- par Fitch le 28 avril, l'arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale allemande concernant le programme d'achats de titres du secteur public et les progrès hésitants en matière de financement d'une réponse budgétaire commune à la crise du coronavirus ont contribué à creuser la plupart des écarts. Plus récemment, les écarts de rendement souverain ont diminué en France, en Italie, en Espagne et au Portugal sous l'effet de la proposition franco-allemande d'un fonds de relance et de la proposition « *Next Generation EU* » de la Commission européenne.

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 : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. Les lignes verticales grises correspondent (de gauche à droite) : à la réunion du Conseil des gouverneurs de mars (12 mars 2020), à l'annonce du PEPP (18 mars 2020), à l'arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale allemande (5 mai 2020), à la proposition franco-allemande d'un fonds de relance européen pour un montant de 500 milliards d'euros (18 mai 2020) et à la proposition de la Commission européenne de créer un nouvel instrument pour la relance « Next Generation EU » pour un montant de 750 milliards d'euros (27 mai 2020). Les dernières observations se rapportent au 3 juin 2020.

Les indices boursiers relatifs aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté, regagnant une grande partie des pertes enregistrées en février et en mars (cf. graphique 7). Les prix des actions des SNF de la zone euro ont augmenté de 14 % au cours de la période sous revue, soutenus par une amélioration du sentiment à l'égard du risque et par la perception d'une atténuation, dans une certaine mesure, du risque extrême de crise mondiale imminente.

L'amélioration du sentiment à l'égard du risque a contrebalancé et au-delà les autres facteurs qui pesaient sur les prix des actions, tels que la diminution des anticipations de croissance des bénéfices sur l'ensemble des horizons⁵. À l'échelle mondiale, ce sont les SNF aux États-Unis qui ont enregistré le rebond le plus fort, les prix de leurs actions augmentant de 16 %. Les prix des actions bancaires de la zone euro, en revanche, ont diminué de 5 % au cours de la période sous revue, alors qu'ils ont augmenté de 8 % aux États-Unis.

⁵ Pour plus de détails, cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 mars 2020). Les dernières observations se rapportent au 3 juin 2020.

Les écarts de rendement des obligations des sociétés de la zone euro se sont creusés jusqu'à la mi-mars mais ce mouvement s'est partiellement inversé depuis après l'adoption du PEPP (cf. graphique 8). Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont augmenté de 81 et 112 points de base, respectivement, entre le début de la période sous revue et le 24 mars, atteignant un point haut de 185 et 239 points de base pour la période. Depuis, les écarts de rendement des obligations des sociétés ont lentement diminué, revenant à 121 et 146 points de base. Dans l'ensemble, le creusement des écarts reflète dans une large mesure l'augmentation des primes excédentaires sur les obligations, mais les fondamentaux du crédit, tels que mesurés par les notations et les taux de défaut attendus, se sont également détériorés.

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.

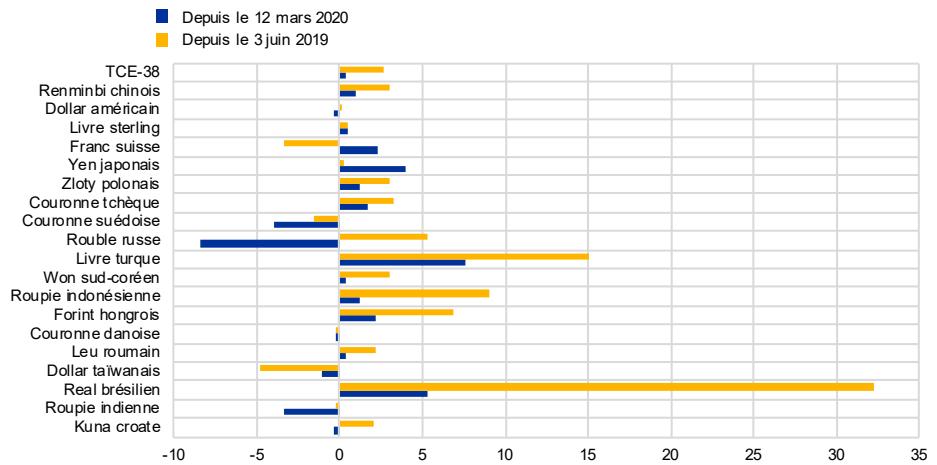
Notes : Les écarts de rendement sont calculés comme les écarts des taux des swaps sur actifs par rapport au taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an) et bénéficiant d'une notation élevée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 mars 2020). Les dernières observations se rapportent au 3 juin 2020.

Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,4 % au cours de la période sous revue. Concernant les évolutions des taux de change bilatéraux, l'euro s'est apprécié par rapport à la plupart des principales devises, en particulier le yen japonais (+ 4,0 %) et le franc suisse (+ 2,3 %). L'euro s'est également apprécié vis-à-vis des devises du Brésil, de la Turquie et de la majorité des devises des États membres de l'UE hors zone euro. Ces évolutions ont été partiellement contrebalancées par une légère dépréciation par rapport au dollar (de 0,4 %). L'euro s'est déprécié vis-à-vis du rouble russe (- 8,4 %) et de la couronne suédoise (- 4,0 %), inversant dans une certaine mesure la forte appréciation observée précédemment en liaison avec l'incertitude créée par la pandémie de COVID-19.

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-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 3 juin 2020.

3

Activité économique

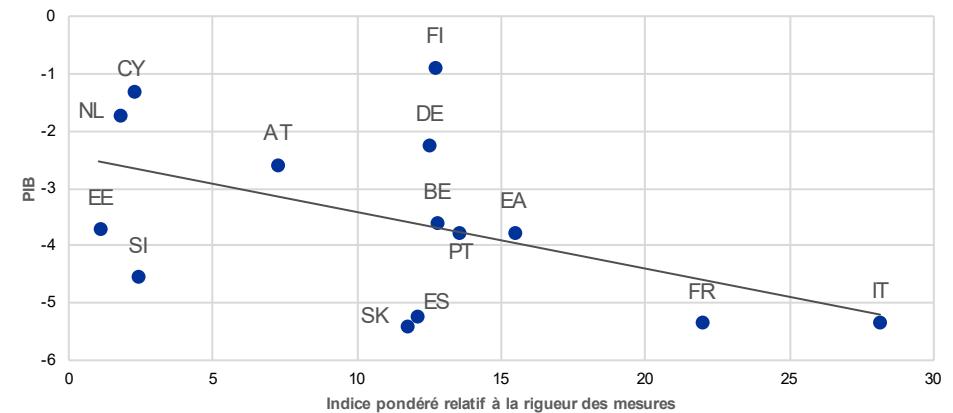
La croissance du PIB en volume de la zone euro a enregistré un recul d'une ampleur sans précédent au premier trimestre 2020, dans le contexte des mesures de confinement strictes mises en place par les pays de la zone euro pour contenir la propagation du coronavirus (COVID-19). Même si les indicateurs à haute fréquence et les derniers résultats d'enquêtes ont récemment fait état de légères améliorations des niveaux de l'activité économique, les pays ayant commencé à assouplir leurs mesures de confinement, l'impact sévère exercé sur l'activité en avril et mai va dans le sens d'une nouvelle baisse au deuxième trimestre 2020. À plus long terme, un rebond de l'activité économique de la zone euro est attendu au second semestre 2020, soutenu par les conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et une reprise de l'activité mondiale, même si le rythme et l'ampleur du rebond restent très incertains. Selon le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, le PIB annuel en volume devrait reculer de 8,7 % en 2020 puis rebondir de 5,2 % en 2021 et de 3,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement revues à la baisse pour 2020 (de 9,5 points de pourcentage) et révisées à la hausse de 3,9 points de pourcentage pour 2021 et 1,9 point de pourcentage pour 2022.

L'activité de la zone euro a enregistré un recul sans précédent au premier trimestre 2020, dans le contexte des mesures d'endiguement du COVID-19 et de la très forte incertitude associée. Le PIB en volume a enregistré une baisse record de 3,8 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2020, dans le contexte des mesures de confinement strictes mises en œuvre dans la plupart des pays de la zone euro à partir de mi-mars. La contraction causée par le COVID-19 a été hétérogène selon les pays et les secteurs. Parmi les principales économies de la zone euro, les baisses de l'activité économique ont été plus fortes en France, en Italie et en Espagne qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. Au premier trimestre 2020, la croissance économique dans les pays de la zone euro a été corrélée négativement avec la rigueur des mesures de distanciation sociale et de confinement prises pour contenir la propagation du COVID-19 (cf. graphique 10). Globalement, l'impact des mesures de confinement s'est traduit par une contraction marquée de la production industrielle de la zone euro qui a enregistré une baisse sans précédent de 11,3 % en glissement mensuel en mars 2020 et de 3,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2020. De même, selon des données d'enquêtes pour le premier trimestre 2020, l'utilisation des capacités de production a fortement baissé, de 11 points de pourcentage dans le secteur manufacturier pour ressortir à 69,7 % et de 5 points de pourcentage environ dans le secteur des services pour s'établir à 85,6 %.

Graphique 10

PIB en volume et rigueur de la réponse gouvernementale face au COVID-19 au premier trimestre 2020

(variations trimestrielles en pourcentage et indice pondéré relatif à la rigueur des mesures)



Sources : Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker et calculs de la BCE.

Notes : L'indice quotidien pour chaque pays est pondéré par le nombre de jours assortis de niveaux de rigueur différents au premier trimestre 2020. Dans ce graphique, la zone euro représente une moyenne quotidienne pondérée du PIB des pays pour lesquels des données sont disponibles.

Les marchés du travail de la zone euro ont été fortement affectés par les mesures d'endiguement du COVID-19. L'emploi s'est contracté de 0,2 % au premier trimestre 2020, après une hausse de 0,3 % au quatrième trimestre 2019. La baisse modérée de l'emploi s'explique principalement par les mesures prises par les autorités⁶, telles que la mise en place de dispositifs de chômage partiel et un ensemble de mesures complémentaires visant à éviter les licenciements et à soutenir les travailleurs indépendants. Les dispositifs de chômage partiel limitent les hausses du nombre de chômeurs tout en permettant un accroissement de la flexibilité du marché de travail pour faire face aux fluctuations conjoncturelles. À l'heure actuelle, cela correspond à une réduction substantielle du nombre d'heures travaillées par personne employée pour une durée pré-déterminée⁷. Par conséquent, la baisse de l'emploi enregistrée au premier trimestre 2020 est inférieure à la baisse du PIB, ce qui implique un recul marqué de 3,5 % de la productivité par personne employée au premier trimestre 2020.

Les récents indicateurs à court terme du marché du travail font état d'une forte détérioration de la situation sur le marché du travail, tandis que la légère hausse du taux de chômage reflète également des problèmes statistiques liés aux confinements et l'effet modérateur des mesures sans précédent prises pour soutenir l'emploi. Le taux de chômage dans la zone euro a atteint 7,3 % en avril 2020 contre 7,1 % en mars. Cette hausse du taux de chômage ne rend pas totalement compte de l'effet négatif de la pandémie, car elle reflète l'impact des mesures d'endiguement du COVID-19 sur le marché du travail (les confinements ayant été mis en œuvre dans différents pays seulement mi-mars), l'adoption de politiques pour le marché du travail afin de soutenir l'emploi et d'empêcher des

⁶ Pour une évaluation de la réaction des variables du marché du travail d'un point de vue régional, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

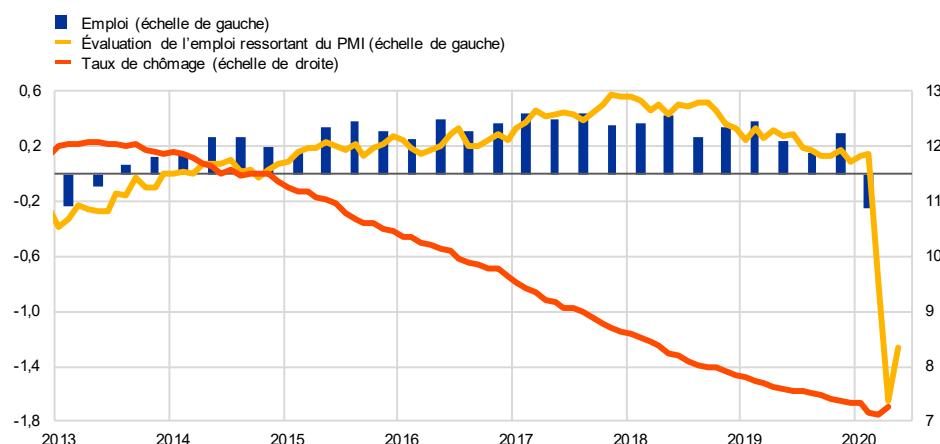
⁷ Pour plus de détails, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

licenciements définitifs ainsi que des problèmes de classification statistique durant la période de confinement. Les résultats d'enquêtes récents fournissent une indication disponible plus rapidement des évolutions du marché du travail et laissent penser que ce marché enregistre à présent une forte contraction. Un léger rebond a toutefois été constaté en mai 2020, reflétant un premier assouplissement des mesures de confinement au cours de ce mois (cf. graphique 11).

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

Une large part de la consommation privée s'est effondrée depuis mi-mars.

Le commerce de détail de la zone euro a reculé de 11 %, en glissement mensuel, en mars 2020. Ces données ne reflètent que partiellement la chute des dépenses pendant les confinements qui n'ont été imposés que mi-mars dans la plupart des pays de la zone euro. Les ventes au détail mensuelles ont encore baissé en avril, de 12 % en glissement mensuel, avec un effondrement presque complet d'autres catégories de dépenses telles que les voitures et les vacances. En mai 2020, avec l'assouplissement progressif des confinements, la confiance des consommateurs de la zone euro a commencé à s'établir à un plancher. Si la baisse du revenu des ménages a été limitée, le taux d'épargne devrait fortement augmenter⁸. Cela reflète les canaux classiques tels que l'épargne de précaution (contracyclique) et les contraintes de crédit, mais des éléments montrent que cette évolution résulte également d'une « épargne forcée ». Les ménages dont le revenu n'a pas été affecté ont commencé à accumuler des dépôts bancaires importants, car ils ne pouvaient pas acheter des biens et des services non essentiels⁹. L'épargne accumulée pourrait financer un fort rebond de la consommation non essentielle au second semestre 2020. Toutefois, cela dépend fortement de l'incertitude persistante

⁸ Pour plus de détails, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

⁹ Cf. « [L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises](#) », Banque de France, 2020.

entourant la crise sanitaire et la situation sur le marché du travail, qui pourrait entraîner une hausse de l'épargne de précaution.

L'investissement des entreprises devrait s'être contracté davantage que le PIB au premier trimestre 2020 et un nouveau recul est attendu au deuxième trimestre. Confrontée à de graves perturbations de l'offre depuis mi-mars en raison de l'épidémie de COVID-19 en Europe, la production de biens d'équipement a chuté de 6,4 % en rythme trimestriel dans la zone euro au premier trimestre 2020 et l'utilisation des capacités de production s'est également contractée. En rythme trimestriel, l'investissement hors construction a diminué de 4,1 % en Allemagne, de 9,3 % en France (s'agissant de l'investissement des sociétés non financières), de 8,3 % en Italie, de 2,4 % en Espagne et de 6,6 % aux Pays-Bas. De plus, la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro¹⁰ fait apparaître une augmentation importante de la demande des entreprises pour des prêts et des lignes de crédit au premier trimestre 2020, les entreprises ayant recouru au financement bancaire pour s'assurer des liquidités d'urgence afin de couvrir les paiements courants (par exemple les loyers et les salaires) dans un contexte d'effondrement des recettes. Dans le même temps, la demande de prêts à des fins d'investissement a fortement diminué. En ce qui concerne l'avenir, la forte détérioration de la confiance et des anticipations relatives à la production ainsi que les diminutions de carnets de commande et des ventes dans le secteur des biens d'équipement, associées à l'incertitude élevée actuelle, vont dans le sens d'une contraction prononcée de l'investissement au deuxième trimestre.

Après une détérioration marquée au premier trimestre 2020, l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro pourrait connaître une contraction encore plus importante au deuxième trimestre. Les données par pays disponibles pour le premier trimestre indiquent que, l'investissement dans la construction a fortement baissé en France (– 13,8 % en rythme trimestriel), en Italie (– 7,9 %) et en Espagne (– 9,6 %), tandis qu'il s'est amélioré, de manière surprenante, en Allemagne (4,1 %) et aux Pays-Bas (5,6 %). Ces éléments vont dans le sens d'une diminution importante de l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro au premier trimestre. L'indice des directeurs d'achat (PMI) tiré d'enquêtes pour la production dans la construction résidentielle et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans le secteur de la construction ayant chuté en avril, la détérioration des marchés immobiliers de la zone euro pourrait même s'intensifier au deuxième trimestre. Du côté de l'offre, l'activité dans la construction a été limitée, les mesures de confinement ayant entraîné la fermeture des chantiers de construction dans plusieurs pays et le coût des matériaux ayant augmenté. Du côté de la demande, cette détérioration s'est accompagnée d'une forte baisse de l'indicateur de la Commission européenne relatifs aux intentions de faire des dépenses de rénovation et de la demande de prêts au logement selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Ce fléchissement de la demande a affecté même les pays qui ont mis en œuvre les mesures de confinement les moins strictes, tels que l'Allemagne et les Pays-Bas.

¹⁰ Cf. « *The euro area bank lending survey – First quarter of 2020* », BCE, janvier 2020.

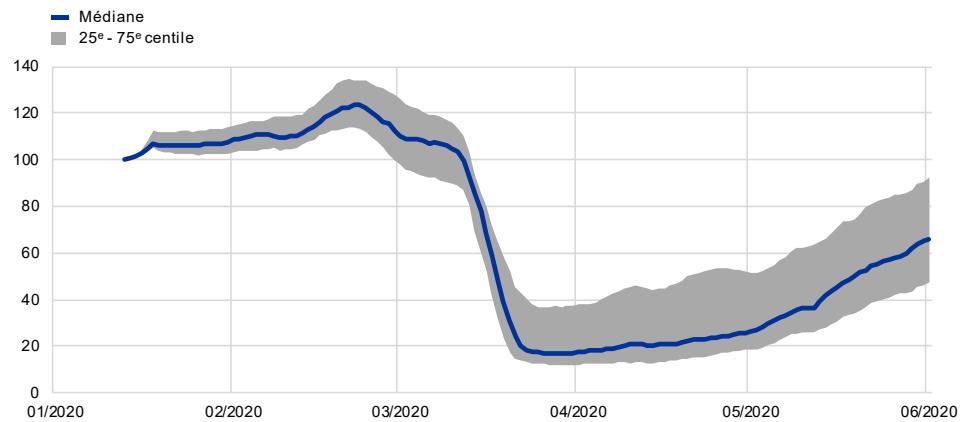
La contraction des échanges commerciaux dans la zone euro devrait s'être accentuée au deuxième trimestre 2020. Au premier trimestre, les échanges de biens intra-zone euro se sont davantage contractés que les échanges à l'extérieur de la zone en raison des mesures d'endiguement du COVID-19 adoptées par les pays de la zone euro. Un recul sans précédent est attendu au deuxième trimestre 2020, comme le suggère l'effondrement de l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation, revenu à 18,9 en avril (contre 49,5 début 2020). Le redressement de ce même indicateur à 28,7 en mai met en évidence les premiers signes d'une expansion très graduelle par la suite. Les échanges commerciaux dans la zone euro sont particulièrement exposés au choc causé par le COVID-19, en raison de caractéristiques spécifiques. Premièrement, l'Europe est une importante destination touristique, qui représente 30 % des recettes du tourisme mondial. Par conséquent, cette région a été particulièrement affectée par les interdictions de voyager, les restrictions de déplacement et les mesures de confinement. Les conséquences sont, bien entendu, plus graves dans les pays de la zone euro pour lesquels le tourisme représente une part importante du PIB. Deuxièmement, le degré exceptionnel d'incertitude et les reports de décisions d'investissement qui en ont résulté ont particulièrement pesé sur les échanges de biens durables, une composante essentielle des exportations de la zone euro. Troisièmement, les répercussions et les effets de rétroaction via les réseaux de production régionaux qui transmettent et amplifient les chocs dans les différentes économies de la zone euro, peuvent entraîner une contraction encore plus marquée pour les flux intra-zone que pour les flux commerciaux totaux.

À court terme, un ralentissement plus important de la croissance de la zone euro devrait être observé au deuxième trimestre 2020. Bien que la plupart des pays aient commencé à assouplir les mesures de confinement strictes depuis début mai, les données à haute fréquence ne suggèrent qu'une modeste amélioration de l'activité. La consommation d'électricité et les indicateurs de mobilité, par exemple, ne se sont que modérément redressés depuis début mai (cf. graphique 12). Des indicateurs tirés d'enquête plus conventionnels vont dans le même sens. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne s'est légèrement amélioré, ressortant à 67,5 en mai, en hausse par rapport à son point bas historique de 64,9 en avril, mais toujours nettement inférieur en moyenne aux 100,6 enregistrés au premier trimestre 2020. De plus, malgré le rebond observé après un niveau historiquement bas de 13,6 en avril, l'indice composite rapide des directeurs d'achat s'est établi à 31,9, ce qui suggère que l'activité est restée orientée à la baisse au deuxième trimestre 2020. Des différences ont toutefois été observées entre les secteurs, l'indice pour le secteur manufacturier ressortant à 35,6 en mai, après 18,1 en avril, alors que l'activité dans le secteur des services est restée plus faible, à 30,5, après 12,0 en avril. Les indicateurs tirés de l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise continuent également d'aller dans le sens d'une activité modérée dans les mois à venir, malgré des améliorations dans les secteurs les plus affectés par les mesures d'endiguement du COVID-19, notamment les produits alimentaires et les boissons, le logement et les véhicules à moteur.

Graphique 12

Mobilité dans les principaux pays de la zone euro

(variations en pourcentage par rapport aux données de référence du 13 janvier 2020 ; moyenne mobile sur sept jours)



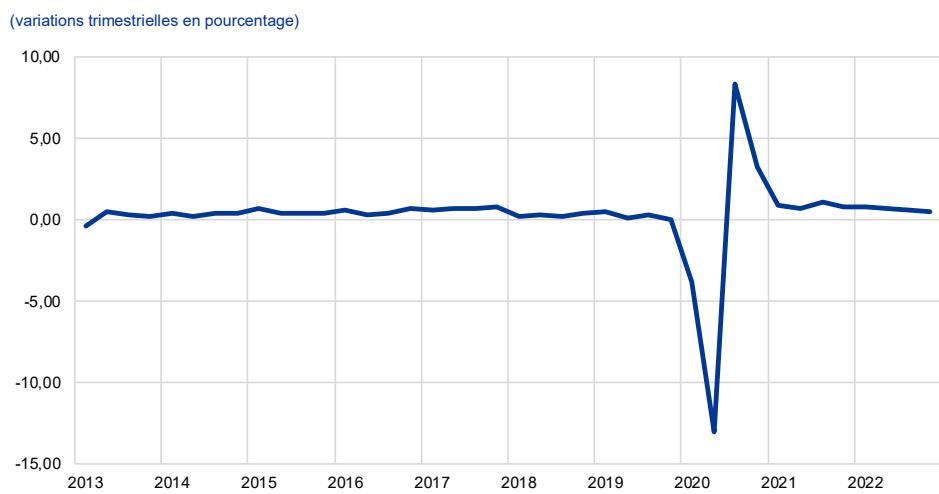
Source : Rapports sur les tendances de la mobilité établis par Apple.

Notes : Demandes d'itinéraires sur Apple Maps pour des déplacements en voiture, en transports publics et à pied en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas. La dernière observation se rapporte au 1^{er} juin 2020.

À plus long terme, un rebond de l'activité économique est attendu dans la zone euro au second semestre 2020, sous réserve que les mesures d'endiguement soient assouplies. L'activité économique de la zone euro devrait rebondir à compter du troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement, soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et une reprise de l'activité mondiale, même si le rythme et l'ampleur du rebond restent très incertains. Selon le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2020 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, le PIB annuel en volume devrait reculer de 8,7 % en 2020 puis rebondir de 5,2 % en 2021 et de 3,3 % en 2022 (cf. graphique 13). Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement revues à la baisse pour 2020 (de 9,5 points de pourcentage) mais révisées à la hausse pour 2021 et 2022 (de 3,9 points de pourcentage et 1,9 point de pourcentage, respectivement). Néanmoins, l'incertitude élevée au niveau mondial qui entoure la mise en œuvre des plans de déconfinement et l'ampleur de la contraction et de la reprise ultérieure dépendront essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures d'endiguement, du succès des politiques d'atténuation de leur impact défavorable sur les revenus et l'emploi, et du degré de dégradation irrémédiable des capacités de l'offre et de la demande intérieure. Dans ce contexte, deux autres scénarios viennent s'ajouter aux projections macroéconomiques de référence élaborées par l'Eurosystème pour illustrer l'impact potentiel de la pandémie de COVID-19. Dans un scénario « clément », qui fait l'hypothèse d'un endiguement réussi du virus, le PIB en volume devrait, en rythme annuel, baisser de 5,9 % en 2020, avant de rebondir de 6,8 % en 2021 et augmenter de 2,2 % en 2022. Dans un scénario « grave », dans lequel on observerait une forte résurgence de la pandémie et la mise en œuvre de nouvelles mesures

d'endiguement, le PIB annuel en volume baisserait de 12,6 % en 2020, rebondirait de 3,3 % en 2021 et augmenterait de 3,8 % en 2022¹¹.

Graphique 13
PIB en volume de la zone euro (avec projections)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020](#) » publié le 4 juin 2020 sur le site internet de la BCE.

¹¹ Cf. l'encadré intitulé « Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro » dans l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020](#) ».

4

Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,1 % en mai 2020, contre 0,3 % en avril. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait encore se ralentir légèrement au cours des prochains mois, puis rester modérée jusqu'à la fin de l'année. À moyen terme, l'affaiblissement de la demande devrait exercer des pressions à la baisse sur l'inflation, qui ne seront que partiellement compensées par des tensions à la hausse liées aux contraintes pesant sur l'offre. Ce scénario ressort aussi globalement des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui laissent entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2020, de 0,8 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse de 0,8, 0,6 et 0,3 point de pourcentage, respectivement. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,8 % en 2020, 0,7 % en 2021 et 0,9 % en 2022.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH a continué de se ralentir en mai. La baisse de l'inflation (de 0,3 % en avril à 0,1 % en mai) reflète essentiellement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est restée globalement inchangée.

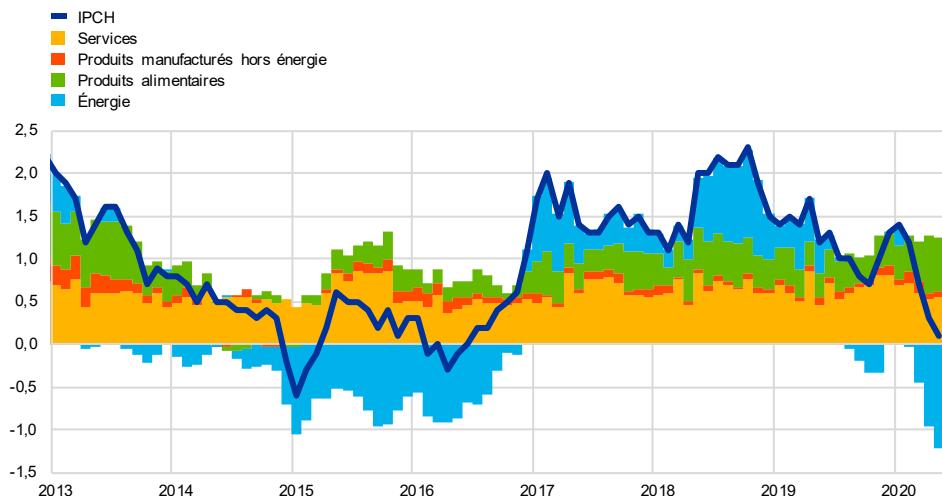
Le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie est demeuré le principal déterminant de la dynamique de l'inflation totale, reflétant toujours le fort recul enregistré par les prix du pétrole après le déclenchement de la pandémie de coronavirus (COVID-19). En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires, en particulier pour les produits alimentaires non transformés, s'est fortement accélérée dans le contexte des différentes mesures d'endiguement du COVID-19. Elle est ressortie à 3,6 % en avril et, bien qu'elle se soit légèrement ralentie pour s'établir à 3,3 % en mai, elle reste élevée. Selon Eurostat, des difficultés de collecte des prix ont continué d'être observées pour certains pays et certains produits, conduisant à une part d'imputations plus élevée que d'habitude. Toutefois, cette part d'imputations a diminué en mai par rapport à avril, les prix d'environ un quart du panier sous-jacent pour l'estimation rapide de l'IPCH pour la zone euro ayant été imputés en raison de la crise du COVID-19, contre un tiers environ en avril ¹².

¹² Cf. le [communiqué de presse d'Eurostat](#) relatif à l'estimation rapide de l'IPCH pour mai 2020 et la méthodologie d'Eurostat relative à l'IPCH.

Graphique 14

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les mesures de l'inflation sous-jacente ont fait preuve d'une meilleure résistance jusqu'à présent. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est maintenue à 0,9 % en mai, sans changement par rapport à avril, après avoir diminué, revenant de 1,2 % en février à 1,0 % en mars. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente ont délivré des signaux contrastés (données disponibles uniquement jusqu'en avril ; cf. graphique 15). Si l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement est demeurée globalement inchangée, les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) et *supercore*¹³ se sont inscrits en légère baisse. Toutefois, comme mentionné ci-dessus, l'ensemble des mesures dérivées de l'inflation sous-jacente sont actuellement empreintes d'une incertitude accrue, leurs données sources pouvant être affectées par les difficultés liées à la collecte et à la mesure des données relatives à l'IPCH.

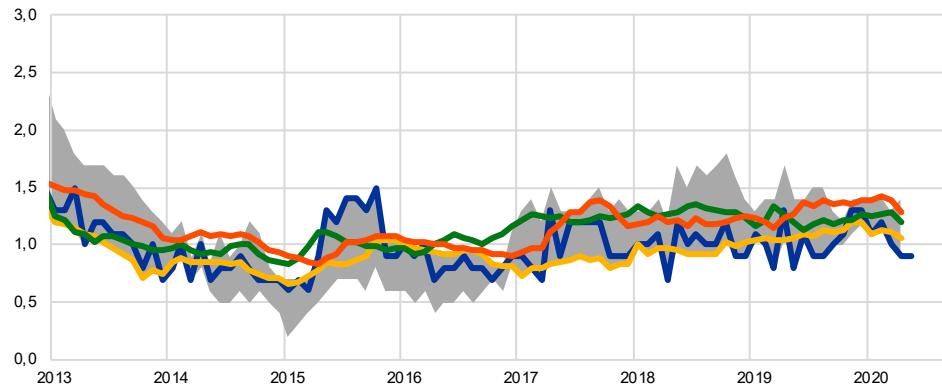
¹³ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 15

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)

- IPCH hors énergie et produits alimentaires
- IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement
- Supercore
- PCCI
- Fourchette des mesures



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les tensions observées en amont de la chaîne des prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH indiquent un léger ralentissement en aval de la chaîne d'approvisionnement. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro, qui est un indicateur des tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement, s'est encore ralenti, à 0,5 % en rythme annuel en avril, contre 0,6 % en mars et 0,7 % en février. Le taux annuel correspondant des prix à l'importation s'est établi à 0,1 % en mars, contre 0,5 % le mois précédent, ce qui peut en partie refléter de légers effets baissiers liés à la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro. En amont de la chaîne des prix intérieurs, la hausse des prix des biens intermédiaires s'est nettement ralenti, reflétant la transmission de la baisse des prix du pétrole, ainsi que les effets d'un renforcement de l'euro. S'agissant des biens intermédiaires, les prix à la production ont diminué (– 2,7 % en avril, contre – 1,8 % en mars et – 1,2 % en février) et les prix à l'importation ont fortement baissé (– 1,3 % en mars contre – 0,1 % en février).

La croissance des salaires s'est ralenti. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,7 % au quatrième trimestre 2019, contre 2,1 % au troisième trimestre (cf. graphique 16). À plus long terme, l'impact sur la croissance des salaires des mesures liées aux politiques de l'emploi appliquées en réponse à la pandémie, telles que les dispositifs de chômage partiel, dépendra de la manière dont ces dispositifs sont traités dans les statistiques officielles¹⁴. La croissance annuelle des salaires négociés dans la zone euro s'est établie à 2,0 %

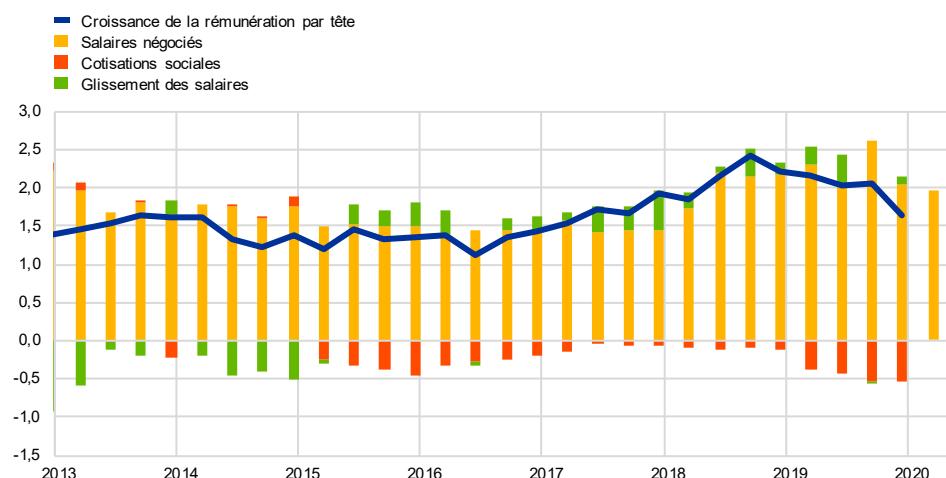
¹⁴ Pour plus d'information, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

au premier trimestre 2020, contre 2,1 % au quatrième trimestre 2019. Il est possible que la croissance des salaires négociés se soit maintenue jusqu'à présent en raison d'accords passés antérieurement, tandis que les éventuelles évolutions de la croissance des salaires effectifs se manifesteront par un glissement correspondant des salaires.

Graphique 16

Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

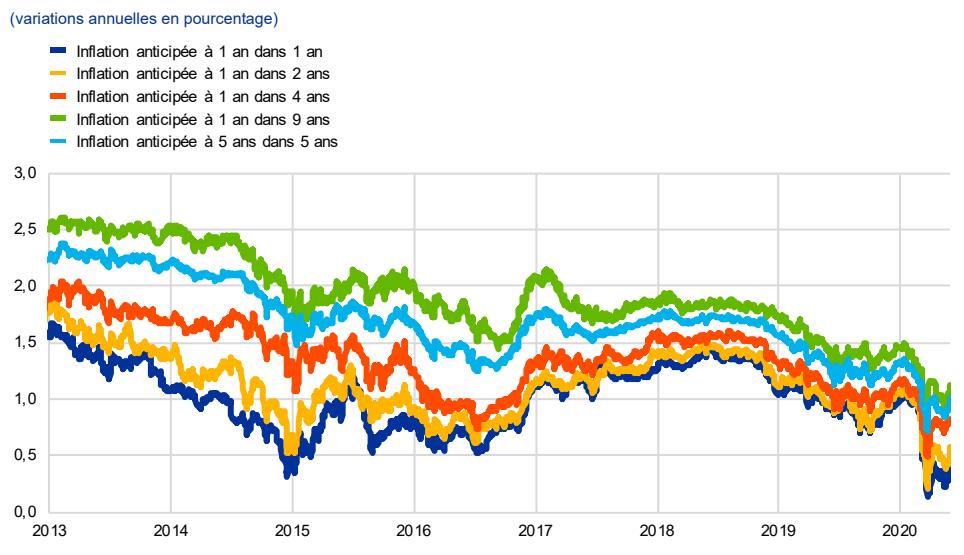
Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020 pour les salaires négociés et au quatrième trimestre 2019 pour les autres composantes.

Après avoir atteint des points bas historiques vers la mi-mars, les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme extraits des instruments de marché se sont redressés pour s'établir à un niveau légèrement supérieur à celui enregistré au début de la période sous revue, demeurant ainsi très faibles (cf. graphique 17). Après avoir atteint un point bas historique de 0,72 %

le 23 mars 2020, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est légèrement redressé, pour s'établir à 1,02 % le 3 juin 2020. Les densités de probabilité (neutres au risque) calculées à partir des options pour la déflation au cours des cinq prochaines années ont atteint des niveaux sans précédent en mars 2020. Malgré une récente amélioration, cette mesure se maintient autour des niveaux observés en 2015-2016. Une partie de la hausse de cette probabilité reflète les fortes baisses des prix du pétrole récemment observées. Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée d'inflation faible. D'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2020 menée durant la première semaine d'avril 2020 et les dernières publications du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro, les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes se sont maintenues à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches, en avril.

Graphique 17

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 3 juin 2020.

Les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème laissent entrevoir des perspectives d'inflation nettement plus faibles sur l'horizon de projection. D'après le scénario de référence, la hausse de l'IPCH total devrait atteindre en moyenne 0,3 % en 2020, 0,8 % en 2021 et 1,3 % en 2022. Ces résultats représentent des révisions à la baisse de 0,8, 0,6 et 0,3 point de pourcentage, respectivement, par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE (cf. graphique 18). À court terme, l'effondrement récent des prix du pétrole implique une forte baisse de l'inflation totale mesurée par l'IPCH, à des niveaux proches de zéro pour les trimestres à venir, avant que des effets de base de la composante énergie n'entraînent un rebond mécanique début 2021. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait également reculer à court terme, mais dans une moindre mesure que l'inflation totale. Les effets désinflationnistes devraient être généralisés à l'ensemble des prix des biens et services, la demande restant faible. Toutefois ces effets devraient être compensés, en partie, par des tensions sur les coûts liées à des perturbations de l'offre et des pénuries. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, dans la mesure où les prix du pétrole et la demande devraient se redresser. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait revenir à 0,8 % en moyenne en 2020 puis à 0,7 % en 2021, avant d'atteindre 0,9 % en 2022. Enfin, compte tenu du niveau élevé d'incertitude, deux autres scénarios ont été élaborés par les services de l'Eurosystème¹⁵. Dans le scénario « clément », l'inflation totale atteindrait 1,7 % en 2022 tandis que, dans le scénario « sévère », elle s'établirait à 0,9 % à la fin de l'horizon de projection.

¹⁵ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro » dans l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020](#) », publié sur le site de la BCE le 4 juin 2020.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosysteme, juin 2020 » publié le 4 juin 2020 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020 (données) et au quatrième trimestre 2022 (projections). Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures sur plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue moyenne de ces écarts. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, décembre 2009. La date d'arrêté des données incluses dans les projections était le 25 mai 2020.

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a causé une forte accélération de la dynamique monétaire, en raison des besoins de liquidité élevés des entreprises pour financer les paiements en cours et de la forte préférence des agents économiques pour la liquidité à titre de précaution due à la grande incertitude entourant la pandémie. Le crédit domestique a été la principale source de création monétaire, sous forme de prêts aux sociétés non financières (SNF) et d'achats nets d'obligations d'État par les institutions financières monétaires (IFM). Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle ont soutenu l'octroi de crédits bancaires à l'économie de la zone euro à des conditions favorables. Cela a également dopé le financement externe total des entreprises au premier trimestre 2020, tandis que le financement de marché a été plus modéré, le coût de l'endettement de marché ayant augmenté de manière significative au premier trimestre. Les taux débiteurs bancaires ont atteint des points bas historiques, ce qui a maintenu le coût global de financement par endettement des entreprises à un niveau favorable.

La détention de liquidité à titre de précaution et les besoins de liquidité élevés ont entraîné une forte accélération de la dynamique monétaire. Le taux de croissance annuel de M3 a encore fortement augmenté pour ressortir à 8,3 % en avril, après 7,5 % en mars, et s'établissait 3 points de pourcentage environ au-dessus du taux de croissance de février, avant la propagation plus large de la pandémie de COVID-19 dans la zone euro (cf. graphique 19). Cette augmentation s'explique par des flux mensuels importants enregistrés en mars (les plus importants depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire) et en avril. La dynamique monétaire a été déterminée par une combinaison de facteurs, notamment les besoins de liquidité des entreprises, une préférence pour la détention de liquidité à titre de précaution dans une période de grande incertitude et le besoin de coussins de liquidité de la part des investisseurs institutionnels pour faire face à d'éventuels remboursements. La croissance monétaire élevée a également résulté de mesures de soutien de grande ampleur des autorités monétaires et budgétaires et des autorités de régulation et de supervision visant à garantir une liquidité suffisante dans l'économie pour faire face à la pandémie de COVID-19. Dans cet environnement, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire le plus liquide, M1, qui recouvre les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation, a atteint 11,9 % en avril, après 10,4 % en mars, pour ressortir presque 4 points de pourcentage au-dessus de son niveau de février.

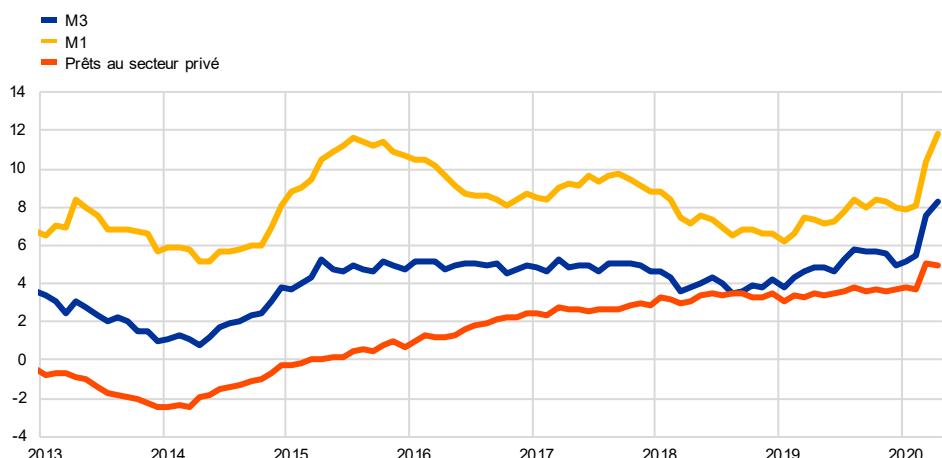
Les dépôts à vue ont continué d'être le principal contributeur à la croissance monétaire. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est établi à 12,5 % en avril, après 10,9 % en mars. La croissance des dépôts s'explique essentiellement par les avoirs en dépôts des entreprises. Cette accumulation de dépôts, qui reflète la constitution de coussins de liquidité à titre de précaution compte tenu de la grande incertitude entourant la pandémie, est le résultat d'emprunts substantiels auprès des banques, de l'émission d'obligations d'entreprises et, dans une certaine mesure, du soutien direct en liquidité des gouvernements. Cela étant, les avoirs en dépôts des entreprises présentent une hétérogénéité d'une juridiction à l'autre, ce qui pourrait

indiquer des différences dans l'ampleur avec laquelle les besoins de liquidité des entreprises se sont déjà manifestés, pour partie en raison des différences de propagation de la pandémie dans le temps selon les pays. Les intermédiaires financiers autres que les IFM (qui incluent les fonds d'investissement) comme les ménages ont, eux aussi, accru leurs avoirs en dépôts, les premiers pour constituer leurs coussins de liquidité en cas de remboursements et les derniers principalement pour des motifs de précaution, mais également en raison d'opportunités de consommation plus limitées en période de confinement. Le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation s'est de nouveau inscrit en hausse à 8,0 % en avril, après 7,0 % en mars, reflétant la tendance à thésauriser en période de grande incertitude. Les instruments négociables ($M3 - M2$) ont apporté une contribution globalement négative à la dynamique mensuelle de $M3$ en avril. Après des sorties des fonds d'investissement monétaires et un accroissement des portefeuilles des entités autres que les institutions financières monétaires (non-IFM) en titres de créance à court terme émis par les banques en mars, ces arbitrages de portefeuille se sont partiellement inversés en avril.

Graphique 19

$M3$, $M1$ et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à avril 2020.

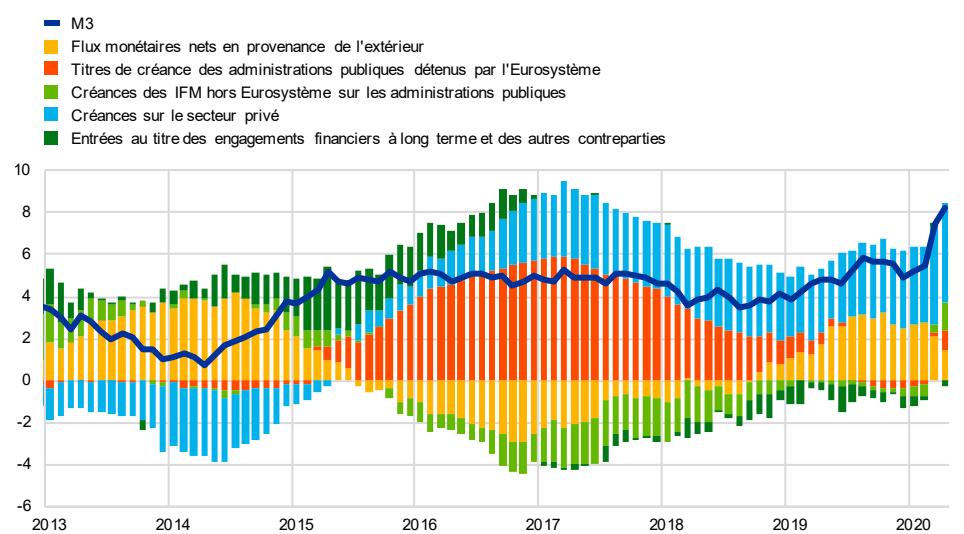
Les créances domestiques sur les secteurs privé et public ont alimenté la création monétaire. Après une hausse marquée en mars, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé a encore légèrement augmenté en avril (cf. la partie bleue des barres du graphique 20) en raison de la croissance notable des prêts aux entreprises et de l'augmentation des achats d'obligations d'entreprises, tandis que les flux négatifs enregistrés pour les prêts aux non-IFM ont en partie contrebalancé le flux important de crédits aux entreprises. Outre les créances sur le secteur privé, le taux de croissance annuel des concours du secteur bancaire (hors Eurosysteme) au secteur public a augmenté de manière significative en avril (cf. la partie vert clair des barres du graphique 20). En dépit de l'accélération des programme d'achats d'actifs de l'Eurosysteme, en termes nets les banques de la zone euro (hors Eurosysteme) ont acquis des montants importants d'obligations

d'État, principalement d'origine nationale, ce qui reflète en partie la forte augmentation des émissions nettes de titres de dette publique pour faire face à la pandémie. Par ailleurs, les sorties monétaires de la zone euro ont augmenté en avril, en raison de la cession d'obligations souveraines de la zone euro par les non-résidents. Les flux monétaires nets relativement modérés en provenance de l'extérieur sont cohérents avec une combinaison de sorties au titre des rapatriements effectués par les non-résidents et d'entrées au titre des rapatriements effectués par les résidents de la zone euro, conformément au biais national classique des investisseurs durant les périodes de grande incertitude (cf. la partie jaune des barres du graphique 20). Outre l'augmentation des créances sur les États de la zone euro détenues par les IFM (hors Eurosystème), les achats nets par l'Eurosystème de titres d'État dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE et notamment du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) ont contribué fortement à la croissance de M3 (cf. la partie rouge des barres du graphique 20), reflétant le fort soutien monétaire visant à stabiliser les marchés financiers et à atténuer les risques pesant sur la transmission de la politique monétaire et les perspectives macroéconomiques de la zone euro durant la pandémie. Les engagements financiers à plus long terme ont eu un effet globalement neutre sur la croissance monétaire (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 20).

Graphique 20

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

Le taux de croissance annuel des concours au secteur privé a augmenté fortement entre février et avril 2020, en raison d'une baisse des recettes des entreprises et d'emprunts à titre de précaution dans le contexte de la pandémie de COVID-19. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au

secteur privé est resté globalement stable à 4,9 % en avril, après une hausse marquée à 5,0 % en mars, faisant suite aux 3,7 % enregistrés en février (cf. graphique 19). Cette croissance est due entièrement aux prêts aux entreprises, pour lesquels le taux de croissance annuel a encore augmenté à 6,6 % en avril, après 5,5 % en mars et 3,0 % en février (cf. graphique 21). Le renforcement très net de la croissance des prêts aux entreprises dans la plupart des pays de la zone euro a reflété les tirages sur des lignes de crédit et une demande significative de prêts nouveaux pour couvrir les obligations de paiement en cours dans un contexte de baisse des recettes durant les périodes de confinement lié au COVID-19, ainsi que des emprunts à titre de précaution pour combler les déficits de liquidité potentiels. Il reflète également les actions de grande ampleur des pouvoirs publics, comme les garanties des crédits, afin de soutenir la liquidité et la solvabilité des entreprises au cours des prochains mois. Après une forte demande de prêts à court terme en mars, les entreprises ont considérablement accru leur demande de prêts à moyen et long terme en avril lorsqu'il est apparu clairement que la pandémie durerait plus longtemps et parce que les programmes d'aide publique couvrent essentiellement les prêts dont la maturité va jusqu'au moyen terme. Le fort accroissement de la demande de prêts des entreprises a également été exprimé par les banques lors de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (enquête BLS) d'avril 2020, dans laquelle il était attribué principalement au financement des besoins en fonds de roulement, alors que les besoins de financement liés à la FBCF ont diminué. Les mesures rapides et de grande ampleur des autorités ont soutenu la distribution du crédit à des conditions favorables au premier trimestre 2020. C'est ce que confirment les résultats de l'enquête BLS, selon laquelle le net durcissement des critères d'attribution des prêts aux entreprises a été limité au premier trimestre 2020 et faible en comparaison du durcissement observé durant les crises financière et de la dette souveraine.

La croissance annuelle des prêts aux ménages s'est ralentie, reflétant la grande incertitude entourant l'incidence de la pandémie. Contrairement aux prêts aux entreprises, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a encore légèrement diminué pour s'établir à 3,0 % en avril, après 3,4 % en mars. La modération de la croissance des prêts aux ménages révèle l'incertitude des ménages quant à l'incidence de la pandémie sur leur revenu disponible et leurs perspectives d'emploi. Tandis que le taux de croissance annuel des prêts au logement accordés aux ménages est resté globalement stable en avril, à 3,9 %, après 4,0 % en mars, celui des crédits à la consommation s'est effondré, à 1,3 % en avril, après 3,8 % en mars et 6,2 % en février. Cette évolution est conforme à la baisse sans précédent de la confiance des consommateurs et des ventes au détail durant la période de confinement lié au COVID-19. Le ralentissement de la demande de prêts des ménages est également confirmé par les résultats de l'enquête BLS d'avril 2020.

En outre, la très forte hétérogénéité en matière de croissance des prêts aux entreprises et aux ménages selon les pays de la zone euro reflète, notamment, des différences en termes de croissance économique, d'accès à d'autres sources de financement et de niveaux d'endettement des ménages et des entreprises d'un pays à l'autre, bien que la tendance soit globalement comparable pour les grands pays.

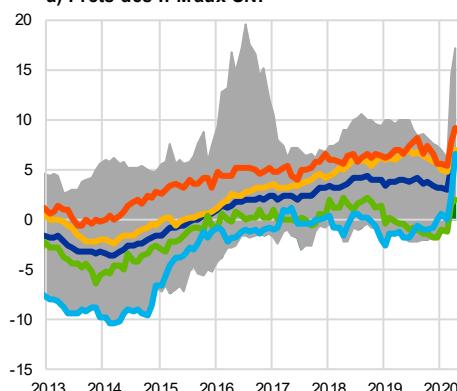
Graphique 21

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

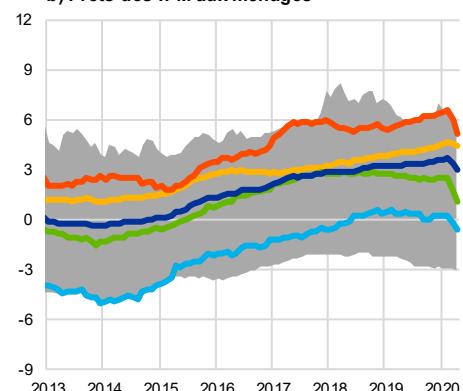
(variations annuelles en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Dispersion entre pays

a) Prêts des IFM aux SNF



b) Prêts des IFM aux ménages



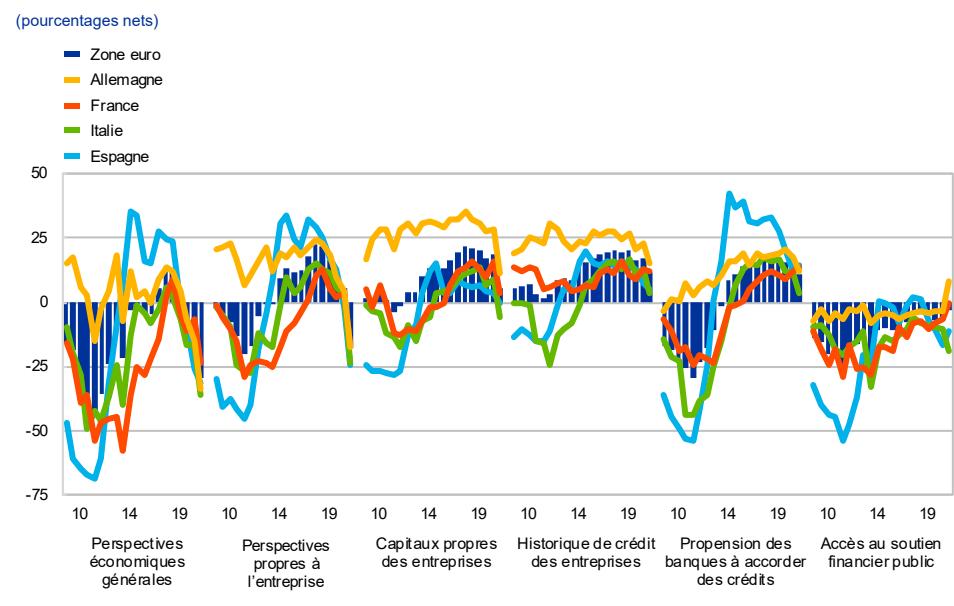
Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre valeur minimum et valeur maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à avril 2020.

Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE) de mai 2020, les petites et moyennes entreprises (PME), qui dépendent de manière critique des banques pour leur financement, ont fait état d'une dégradation de l'accès aux prêts, reflétant en grande partie la détérioration des perspectives économiques sur la période de six mois s'achevant en mars 2020 (cf. graphique 22). Cette détérioration a été généralisée à l'ensemble des pays. Des évolutions négatives ont été observées pour les PME dans tous les grands secteurs, mais en particulier dans les secteurs de l'industrie, des services et du commerce, tandis que la construction a été moins affectée. Pour la première fois depuis septembre 2014, les PME ont indiqué que la morosité de leurs perspectives de ventes et de bénéfices pesait aussi négativement sur l'accès au financement externe, en dépit de la plus grande volonté manifestée par les banques à accorder des crédits et des baisses nettes des taux d'intérêt bancaires (cf. l'encadré 3 et l'article 2 du présent *Bulletin économique*). Le maintien de la volonté des banques d'accorder des prêts est conforme aux données de l'enquête BLS et aux flux de prêts nouveaux, qui semblent indiquer que l'activité de prêt aux PME est restée solide, et aucune différence notable n'a été observée dans la distribution de prêts aux grandes entreprises au premier trimestre 2020.

Graphique 22

Facteurs affectant la disponibilité des prêts bancaires pour les PME



Source : BCE (enquête SAFE).

Note : Les données se rapportent aux campagnes 3 (mars-septembre 2010) à 22 (octobre 2019-mars 2020) de l'enquête SAFE.

L'augmentation des coûts de financement par endettement des banques est restée limitée, grâce au soutien apporté par les mesures de politique monétaire.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro, qui était tombé à des niveaux très bas en février 2020, a augmenté en mars dans le contexte de la propagation de la pandémie de COVID-19 (cf. graphique 23). Cette augmentation a résulté de pressions à la hausse sur les rendements des obligations bancaires en réaction à la hausse des rendements des obligations souveraines et a varié considérablement selon les juridictions.

Par ailleurs, les craintes d'un impact négatif de la pandémie sur les situations de fonds propres des banques pèsent sur les coûts de financement par endettement de marché des banques. Si les banques ont nettement renforcé leur capacité de résistance depuis la crise financière mondiale, la pandémie de coronavirus pèsera sur les situations de fonds propres des banques via des valorisations plus faibles de leurs actifs et la nécessité d'augmenter les provisions pour pertes sur prêts¹⁶.

Cela étant, la détérioration des coûts de financement par endettement des banques est restée globalement limitée. Les taux appliqués par les banques de la zone euro aux dépôts, qui représentent l'essentiel du financement des banques, sont restés à un plancher historique en mars 2020, contribuant ainsi à des conditions de financement par endettement favorables. Les conditions de financement des banques bénéficient également de la fourniture de liquidité à des conditions très favorables via la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ainsi que de l'effet bénéfique de l'APP et du PEPP sur les rendements obligataires, notamment une baisse des rendements obligataires après

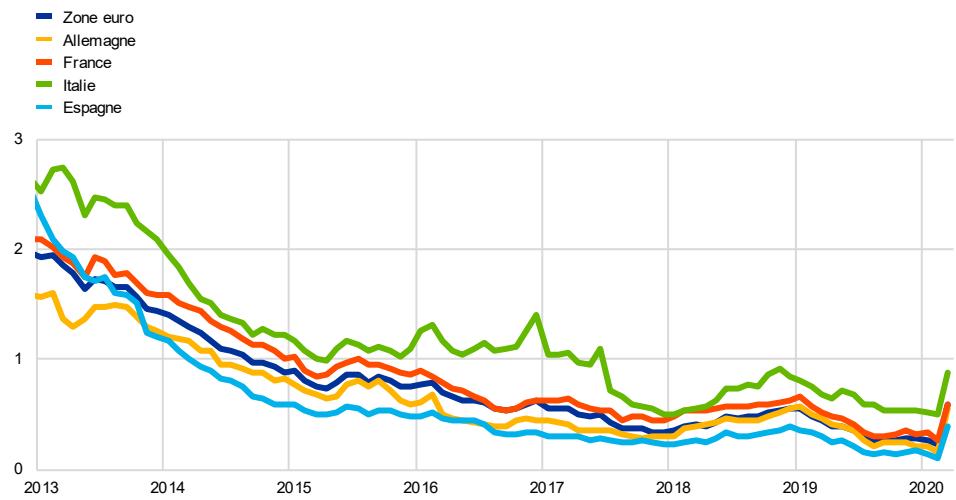
¹⁶ Cf. *Financial Stability Review* (revue de stabilité financière), BCE, mai 2020.

l'annonce du PEPP le 18 mars. Cette évolution atténue le risque d'une amplification défavorable entre secteurs réel et financier durant la pandémie.

Graphique 23

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les dernières observations se rapportent à mars 2020.

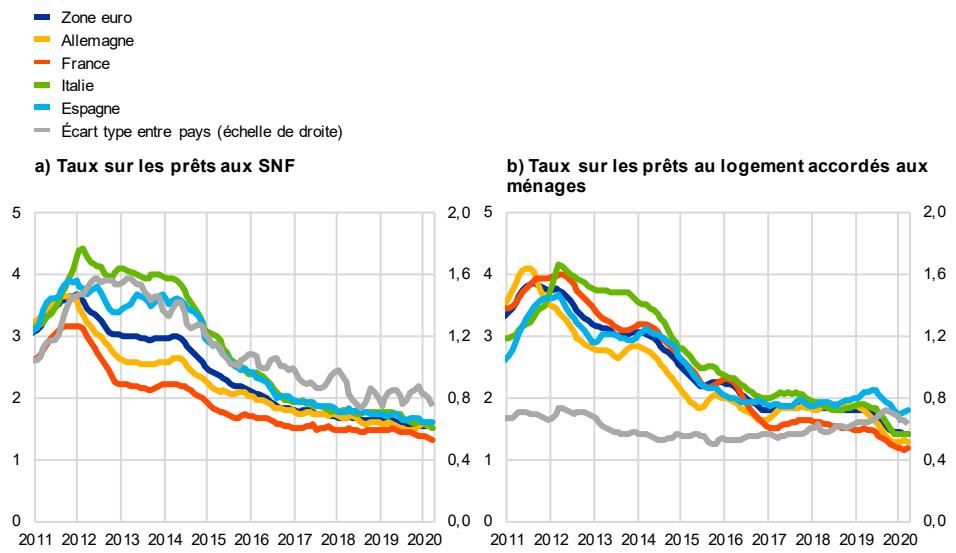
Les taux des prêts bancaires aux entreprises ont atteint de nouveaux plafonds historiques, mais on devrait assister à une augmentation au cours des prochains mois. Les taux d'intérêt composites des prêts bancaires accordés aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages ont atteint de nouveaux plafonds historiques en mars, à 1,46 % et 1,39 %, respectivement (cf. graphique 24). Cette évolution a été généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro et reflète la répercussion avec un décalage des variations des taux de marché aux taux débiteurs bancaires. Cela étant, compte tenu de l'augmentation des coûts de financement des banques et de l'utilisation des taux de référence du marché pour la tarification des prêts bancaires, comme le taux interbancaire offert en euros (Euribor), qui a augmenté au cours de la période de référence, des pressions à la hausse sur les taux débiteurs bancaires devraient s'exercer au cours des prochains mois. Par ailleurs, l'impact économique grave de la pandémie sur les recettes des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs devrait exercer des pressions à la hausse sur les taux débiteurs bancaires. L'effet restrictif des perceptions du risque sur les modalités et conditions de crédit pratiquées par les banques, qu'elles ont mentionné dans l'enquête BLS d'avril 2020, va déjà dans ce sens. Dans le même temps, le soutien à la liquidité, par exemple via des reports d'impôts et des moratoires sur les dettes, des garanties sur les crédits et les dispositifs de soutien sur le marché du travail freineront en partie la détérioration de la solvabilité des emprunteurs durant la crise et exercent un effet modérateur sur les taux débiteurs bancaires. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et aux prêts de montant élevé est resté limité en mars 2020. Cela confirme les données

évoquées précédemment concernant les prêts nouveaux, qui font état d'un effet de la pandémie de COVID-19 jusqu'à présent globalement comparable sur les prêts aux PME et aux grandes entreprises, comme le montrent les données relatives aux prêts de montant faible et élevé.

Graphique 24

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

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à mars 2020.

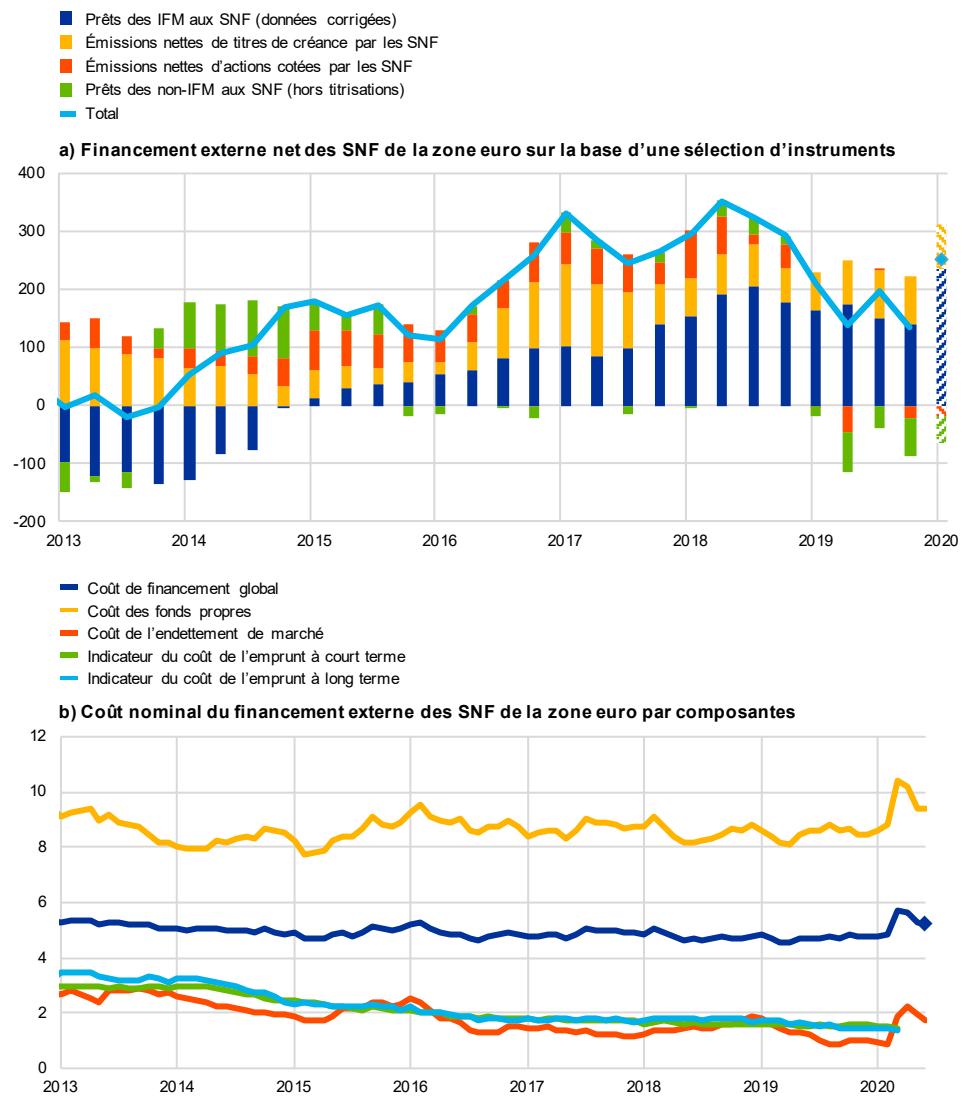
Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro a considérablement augmenté au premier trimestre 2020 (cf. graphique 25, partie a). Cette hausse est due en grande partie à l'augmentation exceptionnellement forte des prêts bancaires aux entreprises en mars, en raison des tirages sur les lignes de crédit et des programmes d'aide publique. La demande de prêts bancaires a également été soutenue par des taux débiteurs bancaires plus favorables que le coût de l'endettement de marché. Les émissions nettes de titres de créance par les entreprises ont continué de faire preuve de robustesse au premier trimestre 2020, en dépit d'un creusement des spreads vers la fin du trimestre, à la faveur des programmes d'achats d'actifs de la BCE (APP et PEPP), qui intègrent les achats nets d'obligations du secteur des entreprises. En revanche, les émissions nettes d'actions cotées sont demeurées faibles, freinées par un niveau toujours modéré de fusions et acquisitions et une augmentation du coût des fonds propres qui se situait déjà à des niveaux élevés. Les prêts des non-banques (non-IFM) sont restés négatifs au quatrième trimestre 2019 et au premier trimestre 2020, ce qui indique une baisse en rythme annuel des émissions d'obligations d'entreprises dans le cadre de modes de financement des entreprises dans d'autres pays de la zone euro (comme des filiales appartenant au secteur non-IFM accordant des prêts à leur maison mère). Dans l'ensemble, les flux de financement externe totaux ont été plus élevés au premier trimestre 2020 que durant les crises financière et de la dette souveraine. Ce constat

est cohérent avec la situation plus favorable du crédit bancaire et du marché obligataire, renforcée par les mesures rapides et de grande ampleur des autorités monétaires, prudentielles et budgétaires.

Graphique 25

Financement externe des SNF de la zone euro

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



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

Notes : Partie a) : Le financement externe net correspond à la somme des prêts des IFM, des émissions nettes de titres de créance, des émissions nettes d'actions cotées et des prêts des non-IFM. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les prêts des non-IFM recouvrent les prêts des autres institutions financières et des sociétés d'assurance ainsi que des fonds de pension, nets des prêts titrisés. La barre à motifs et le losange bleu clair représentent la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le premier trimestre 2020. Partie b) : Coût total du financement des SNF 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. Le losange bleu foncé indique la prévision en temps réel du coût de financement global pour juin 2020, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs des banques demeurent inchangés à leurs niveaux de mars 2020. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019 pour les données des comptes de la zone euro – les estimations pour le premier trimestre 2020 sont fondées sur les données de bilan collectées par la BCE (BSI), les données du SEC et Dealogic. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 2 juin 2020 pour le coût de l'endettement de marché (données quotidiennes), au 29 mai pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à mars 2020 pour le coût de l'emprunt (données mensuelles).

Au premier trimestre 2020, le coût de financement des SNF a augmenté mais selon les estimations, il a diminué depuis lors (cf. graphique 25, partie b).

En mars 2020, en raison de la volatilité élevée sur les marchés financiers, 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 5,7 %, soit un niveau supérieur de 95 points de base à son niveau de décembre 2019 et supérieur de 120 points de base environ à celui d'avril 2019, quand la série a atteint son point bas historique. Toutefois, entre mars et la fin de la période de référence (2 juin 2020), le coût global du financement a, selon les estimations, diminué de 50 points de base, pour s'établir à 5,2 %. Cette évolution reflète une très forte baisse du coût des fonds propres, en raison de la diminution des primes de risque, et une légère diminution du coût de l'endettement de marché.

6

Évolutions budgétaires

La pandémie de coronavirus (COVID-19) influe significativement sur les politiques budgétaires dans la zone euro. L'éclatement de cette crise a entraîné une hausse immédiate des coûts directs, le but étant de faire face aux conséquences sur la santé publique. Toutefois, dans une perspective macroéconomique, cet effet tient en grande partie aux mesures d'endiguement qui grèvent lourdement la situation économique des entreprises, des travailleurs et des ménages. Ces mesures ont également suscité des plans de relance budgétaire sans précédent visant à atténuer les retombées économiques et à préparer une reprise rapide. Dès lors, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait largement se creuser, pour atteindre 8,5 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019. Même si le ratio de déficit devrait se réduire à 4,9 % en 2021, il devrait encore s'établir à 3,8 % du PIB en 2022 car le ralentissement sera long à se dissiper entièrement.

Les mesures budgétaires d'envergure prises en 2020 ont entraîné, outre une composante cyclique négative reflétant la détérioration de la situation macroéconomique, une dégradation correspondante du solde primaire corrigé du cycle. L'embellie qui s'ensuivra devrait tenir à l'extinction progressive des mesures d'urgence et au redressement correspondant du solde primaire corrigé du cycle, tandis que le cycle économique se renforcera plus lentement. Les pays de la zone euro ont également fourni des enveloppes de garanties de prêts représentant près de 20 % du PIB afin de doper la liquidité des entreprises. Même si ces garanties n'affecteront pas nécessairement les déficits ex ante, elles constituent un important passif éventuel qui pourrait avoir une incidence négative sur les déficits si elles étaient mises en œuvre. Compte tenu des mesures budgétaires prises et de la détérioration de la situation économique, le ratio de dette agrégé de la zone euro devrait grimper fortement en 2020 et camper à un niveau élevé tout au long de 2022. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée reste essentielle, compte tenu de la vive contraction de l'économie de la zone euro, même si les mesures adoptées devraient être ciblées et temporaires. À cet égard, tant l'enveloppe de 540 milliards d'euros englobant trois filets de sécurité approuvée par le Conseil européen que la proposition de la Commission européenne relative à un plan de relance visant à soutenir les régions et les secteurs les plus fortement touchés par la pandémie sont vivement saluées.

D'après les projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait fortement se réduire en 2020, mais il se redresserait en partie en 2021 et en 2022¹⁷. Selon ces projections, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro passerait de 0,6 % du PIB en 2019 à 8,5 % du PIB en 2020, avant de revenir à 4,9 % et 3,8 % respectivement en 2021 et en 2022 (cf. graphique 26). La contraction du solde budgétaire en 2020 s'expliquerait principalement par la dégradation du solde primaire corrigé du cycle à la suite des mesures de soutien à l'économie, lesquelles se sont élevées à quelque 3,5 % du PIB et ont majoritairement consisté en des dépenses supplémentaires, notamment

¹⁷ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 4 juin 2020.

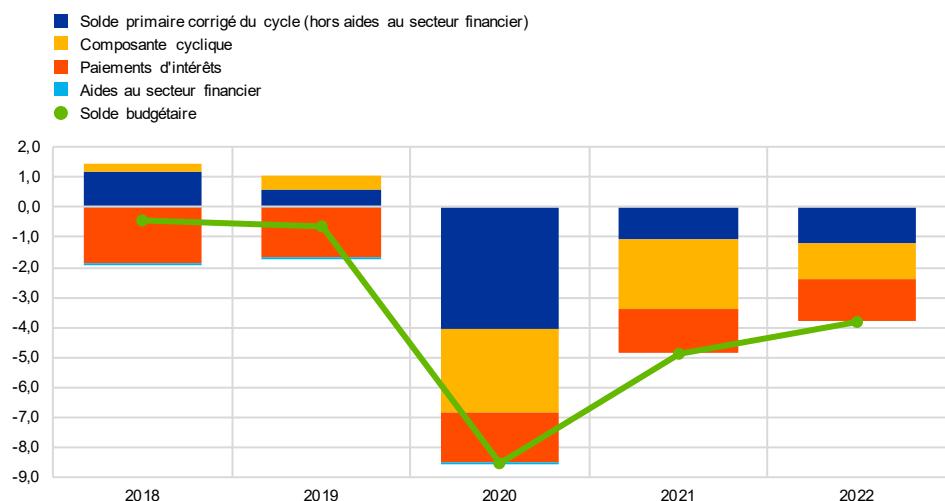
sous la forme de plans d'aide à l'emploi, de mesures de soutien aux entreprises et aux ménages et de dépenses de santé plus élevées. Elle serait également la résultante d'une composante cyclique importante et négative, l'économie de la zone euro entrant en récession¹⁸. L'embellie qui s'ensuivra devrait tenir à un redressement du solde primaire corrigé du cycle, la plupart des mesures de soutien étant censées avoir disparu fin 2020, tandis que la contribution du cycle économique devrait se renforcer plus graduellement.

Outre le soutien budgétaire apporté à leur économie, les pays de la zone euro ont mis en place d'importantes enveloppes de garanties de prêts afin de doper la liquidité des entreprises. Au total, ces garanties représentent quelque 20 % du PIB de la zone euro dans son ensemble, mais la taille des enveloppes varie considérablement d'un pays à l'autre. Les garanties de prêts constituent un passif éventuel pour les gouvernements, et elles entraîneront des dépenses publiques supplémentaires à hauteur de leur montant. Il est toutefois très difficile à l'heure actuelle de quantifier ce montant à moyen et à long terme.

Graphique 26

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème.

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

D'après les projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives budgétaires de la zone euro pour la période 2020-2022 s'annoncent sensiblement plus défavorables que ne le prévoyaient les projections de mars 2020 établies par les services de la BCE.

Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro, exprimé en pourcentage du PIB, a été revu à la baisse de 7,4 points de pourcentage pour 2020 et de 3,3 et 2,3 points de pourcentage, respectivement, pour 2021 et 2022.

Ces révisions sont principalement attribuables à une contraction du solde primaire et à une composante cyclique plus faible qu'escompté, tandis que la composante

¹⁸ Il y a lieu de remarquer que la décomposition du cycle et la tendance actuelle de la conjoncture sont entachées d'un degré d'incertitude inhabituellement élevé.

relative aux paiements d'intérêts a été revue à la hausse, fût-ce dans une mesure nettement moindre.

L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait être largement accommodante en 2020, mais prendre un tour restrictif en 2021, étant donné que la plupart des mesures de soutien devraient alors s'être éteintes ¹⁹. Selon les estimations, l'orientation budgétaire aurait été légèrement expansionniste en 2019, mais devrait être très accommodante en 2020, à 4,8 % du PIB. À l'inverse, elle devrait être restrictive en 2021, à 2,9 % du PIB, puisque la plupart des mesures de soutien mises en place durant la pandémie auront alors progressivement été levées. En dépit de l'orientation budgétaire restrictive en 2021, il convient de souligner que le solde budgétaire global demeurera fortement négatif, les instruments budgétaires continuant de soutenir la reprise économique, notamment par le biais des stabilisateurs automatiques. En 2022, l'orientation budgétaire devrait être globalement équilibrée.

En raison de la pandémie de COVID-19, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait considérablement augmenter, pour atteindre 101,3 % du PIB en 2020, avant de redescendre très progressivement. La hausse de 17,2 points de pourcentage attendue en 2020 par rapport à 2019 serait principalement imputable à la combinaison de déficits primaires élevés et d'un différentiel très défavorable entre les taux d'intérêt et de croissance, mais elle tiendrait aussi à un ajustement dette-déficit substantiel qui reflète clairement les mesures liées à la pandémie. En 2021 et en 2022, la contribution favorable des différentiels taux d'intérêt-taux de croissance, qui s'amélioreraient à mesure que l'activité économique se raffermit, compensera largement des déficits primaires en recul, mais toujours importants (cf. graphique 27). Par conséquent, le ratio dette/PIB s'approcherait fortement des 100 % fin 2022, ce qui représente une révision à la hausse de 17,3 points de pourcentage par rapport aux projections de mars 2020.

Une orientation budgétaire ambitieuse et concertée demeure essentielle, compte tenu de la vive contraction de l'économie de la zone euro. Les mesures prises devraient être les plus ciblées et temporaires possible face à l'urgence de la pandémie. À cet égard, les trois filets de sécurité adoptés par le Conseil européen en faveur des travailleurs, des entreprises et des États souverains, pour un montant de 540 milliards d'euros, apportent un soutien important en matière de financement. Dans le même temps, il convient de prendre rapidement d'autres actions d'envergure afin de préparer et de soutenir la reprise. La proposition de la Commission européenne relative à un plan de relance visant à soutenir les régions et les secteurs les plus sévèrement touchés par la pandémie, à renforcer le Marché unique et à créer les conditions d'une reprise durable et prospère est donc vivement saluée.

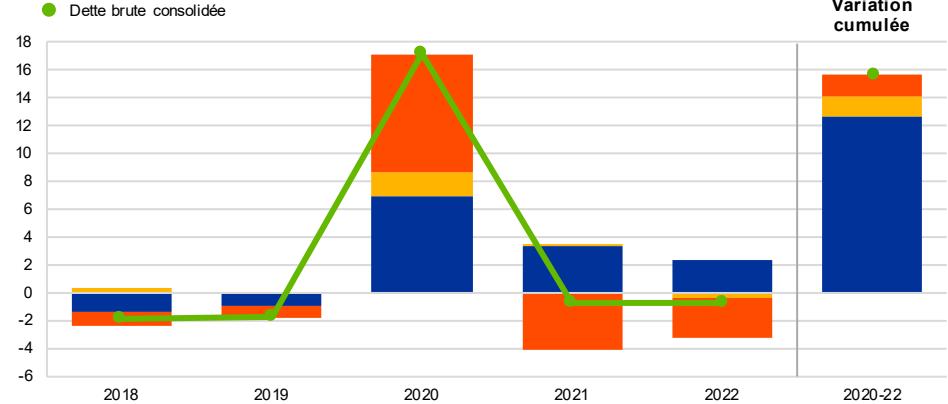
¹⁹ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « *L'orientation budgétaire de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

Graphique 27

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)

- Solde primaire (-)
- Ajustement dette-déficit
- Différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance
- Dette brute consolidée



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

Encadrés

1 Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages

Tobias Schuler

Les mesures de confinement adoptées pour endiguer la pandémie de coronavirus (COVID-19) ont un impact significatif sur les échanges de services de la zone euro, en particulier sur les voyages et le transport de passagers.

Selon les dernières données de balance des paiements disponibles, en mars 2020, les exportations de services ont baissé de 10,6 % et les importations de services de 3,3 % par rapport à l'année précédente. Parmi plusieurs secteurs hétérogènes, ceux impliquant un contact physique sont fortement touchés. L'indice des directeurs d'achat pour l'Europe²⁰ suggère que le tourisme et les services de loisirs ainsi que les services de transport sont les secteurs affichant la plus forte contraction de l'activité en avril 2020.

Le secteur mondial des voyages a connu de graves perturbations, par exemple en raison des restrictions de déplacement et de la fermeture des attractions touristiques. Plus de 110 pays ont interrompu les entrées de voyageurs et presque tous les pays ont mis en place des restrictions sous une forme ou une autre. Certains pays ont adopté des interdictions totales des déplacements, tandis que d'autres ont interdit les voyages seulement en provenance des zones comptant un grand nombre de cas d'infection. Le tourisme est fortement affecté, en particulier les voyages internationaux. Même après la levée des mesures de confinement strictes, la pandémie elle-même entraîne des effets durables sur le secteur en raison de l'aversion au risque et d'une modification des préférences.

Les voyages et le tourisme dans le cadre des échanges de services de la zone euro.

Le tourisme recouvre les voyages d'agrément ou d'affaires et fait intervenir plusieurs étapes et composantes, telles que la planification du voyage, le transport, l'hébergement, la restauration et le shopping, les déplacements locaux et les sites touristiques²¹. Le tourisme international est enregistré dans la

²⁰ Cf. le [communiqué de presse](#) publié par Markit le 8 mai 2020.

²¹ Pour les définitions des concepts de voyages et de tourisme, cf. la sixième édition du [Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale](#) (MBP6) et les recommandations internationales sur les statistiques du tourisme de l'Organisation mondiale du Tourisme des Nations Unies ([International Recommendations for Tourism Statistics by the United Nations World Tourism Organization](#), UNWTO). Même si les voyages (tels que définis dans le MBP6) et le tourisme (tel que défini par l'UNWTO) se recoupent largement, les concepts statistiques diffèrent à deux égards. Premièrement, les « voyages » incluent les achats effectués par les travailleurs frontaliers temporaires, qui ne sont pas considérés comme des dépenses de tourisme. Deuxièmement, le tourisme inclut les achats de services de transport (international) de passagers qui sont classés dans les transports plutôt que dans les services de voyages selon le MBP6.

balance des paiements d'un pays en tant qu'exportations et importations de services de voyages et de transport. Selon le Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale (MBP6), « les voyages recouvrent essentiellement les biens et services acquis par les voyageurs dans une économie (...) au cours de visites d'une durée inférieure à un an dans cette économie » et excluent le transport international de voyageurs, qui est couvert par les services aux passagers classés dans les transports.

Les échanges nets au titre des voyages ont contribué à hauteur de 42 milliards d'euros à l'excédent de 68 milliards du solde des échanges de services de la zone euro en 2019. Les exportations de services hors zone euro se sont élevées à 988 milliards d'euros, dont 124 milliards au titre des échanges de services de voyages, soit 17 % du montant total. Le secteur des transports représente 16 % et recouvre à la fois le fret et le transport de passagers, ce dernier comptant pour 23 % des exportations et 15 % des importations en 2019. Les importations se sont élevées à 920 milliards d'euros, les transports (16 %) et les voyages (13 %) représentant les catégories principales.

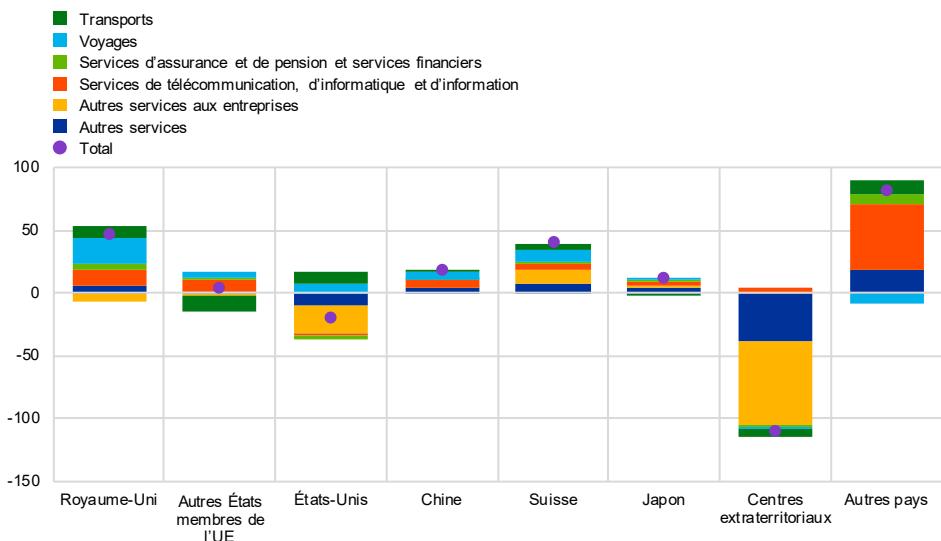
La zone euro est exposée au commerce international dans les secteurs des services fortement affectés, pour lesquels elle a enregistré un excédent en 2019. La ventilation géographique des soldes des échanges de services (cf. graphique A) illustre les différentes catégories des services pour la zone euro par principaux partenaires commerciaux. La zone euro a affiché un excédent global au titre des échanges de services de voyages, qui sont particulièrement exposés car ce secteur fait partie des plus touchés. Le Royaume-Uni, la Suisse et les États-Unis ont apporté les principales contributions à l'excédent commercial enregistré en 2019 au titre des voyages. D'autres secteurs, tels que les services d'assurance et de pension et les services financiers, ainsi que les échanges au titre des services de télécommunication, d'informatique et d'information sont moins affectés ²².

²² L'excédent au titre des services de télécommunication, d'informatique et d'information a été enregistré principalement vis-à-vis du Royaume-Uni, des autres États membres de l'UE et des autres pays. En revanche, la zone euro a enregistré un déficit au titre des échanges d'autres services aux entreprises, principalement vis-à-vis des centres extraterritoriaux et des États-Unis. La zone euro est importatrice nette d'« autres services », catégorie qui inclut les frais pour usage de la propriété intellectuelle et qui est largement influencée par les transactions internes des entreprises multinationales. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Les entreprises multinationales, les centres financiers et leurs conséquences pour les déséquilibres extérieurs du point de vue de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2020.

Graphique A

Ventilation géographique du solde des échanges de services de la zone euro en 2019

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Les autres services aux entreprises recouvrent les services de recherche et développement, les services spécialisés et services de conseil en gestion et les services techniques, liés au commerce et autres services aux entreprises non inclus dans les catégories précédentes. Les autres services recouvrent les services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers, les services d'entretien et de réparation, la construction, les frais pour usage de la propriété intellectuelle, les biens et services des administrations publiques, les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs ainsi que la catégorie « services non classés ».

La crise dans le secteur du transport de passagers

Le secteur aérien est confronté à d'importantes difficultés, les déplacements internationaux étant sévèrement affectés par les mesures d'endiguement du COVID-19. Le transport aérien, qui représente de loin la part la plus importante des valeurs à l'exportation et à l'importation pour le transport de passagers²³, est particulièrement touché. Les principaux aéroports dans la zone euro (notamment Paris, Amsterdam et Francfort) jouent le rôle de plaque tournante pour les liaisons internationales. Les transports par voie fluviale, routiers et ferroviaires sont affectés dans une moindre mesure²⁴.

La capacité de vol a été sensiblement réduite depuis l'épidémie de COVID-19 (cf. graphique B). Globalement, la capacité de vol programmée²⁵ a diminué de 65 %. Aux États-Unis et au Japon, la capacité de vol a chuté de 72 % et 48 %, respectivement. En Chine, elle a diminué de 71 % et s'est redressée depuis pour s'établir 20 % au-dessous des niveaux de 2019. En Italie, en Espagne, en France et

²³ D'après les statistiques du commerce international des services (*International Trade in Services*, ITS).

²⁴ Les services de croisière, qui ont été lourdement affectés par les mesures d'endiguement, sont inclus dans la catégorie « voyages » des statistiques ITS.

²⁵ La capacité de vol programmée au niveau mondial inclut les capacités de vol tant intérieures qu'internationales. En raison des restrictions de déplacement, le transport aérien international est plus durement touché que le transport aérien intérieur.

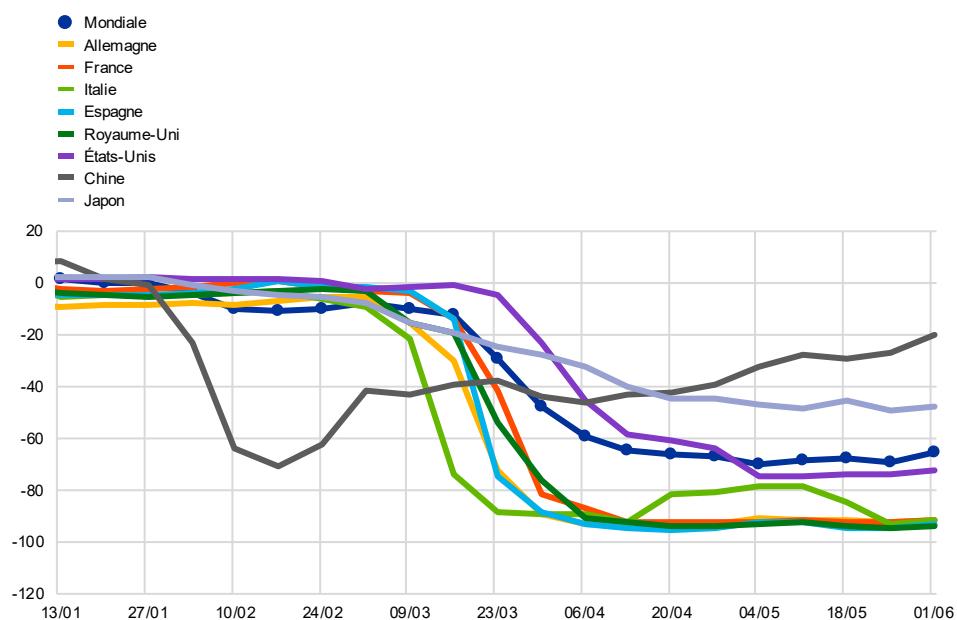
en Allemagne, elle a chuté de plus de 90 % par rapport à la même période de 2019 (selon des données publiées le 1^{er} juin 2020).

L'effondrement de la capacité de vol dans les différentes régions est sans précédent dans l'histoire de l'aviation. Les revenus des vols passagers avaient diminué de 15 % environ après les attentats de septembre 2001 et il avait fallu deux à trois ans pour une reprise complète aux États-Unis et en Europe²⁶. À la suite de l'épidémie de SRAS en 2002-2003, les revenus passagers avaient diminué de deux tiers environ et ne s'étaient pas redressés avant un an²⁷. La baisse de l'activité aérienne internationale en raison du COVID-19 est cependant beaucoup plus vaste et plus profonde et devrait avoir des conséquences plus durables pour le secteur que ces épisodes précédents.

Graphique B

Capacité mondiale de vol programmée en 2020

(variations en pourcentage par rapport à la même période en 2019)



Source : OAG Schedules Analyser.

Notes : Les données pour chaque semaine sont comparées avec la même semaine en 2019. La dernière observation se rapporte au 1^{er} juin 2020.

L'impact sur le secteur des voyages des différents pays de la zone euro

Les exportations de voyages jouent un rôle important pour plusieurs pays de la zone euro (cf. graphique C). Les exportations de voyages consistent

²⁶ Évaluation fondée sur les revenus-passagers-miles et les revenus-passagers-kilomètres, d'après le *Department of Transportation* des États-Unis et l'Association des compagnies européennes de navigation aérienne, respectivement. Les revenus-passagers-miles et les revenus-passagers-kilomètres sont calculés en multipliant le nombre de passagers payants par la distance parcourue.

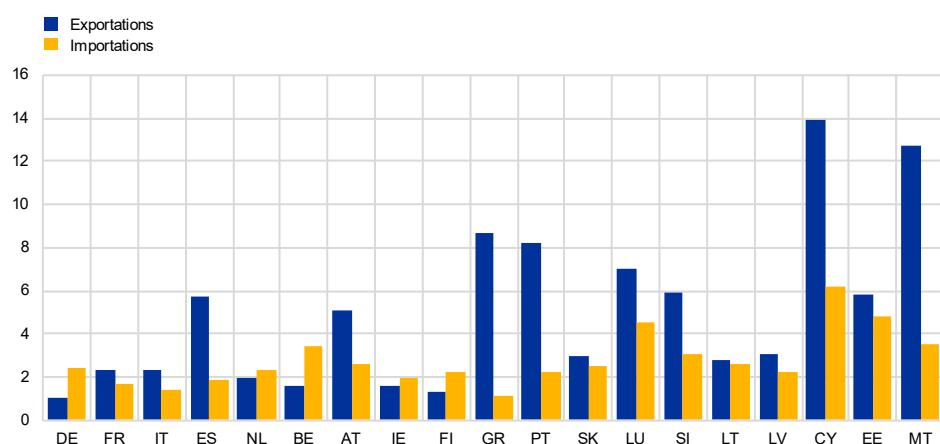
²⁷ Évaluation fondée sur des données fournies par l'Association du transport aérien international et l'Organisation de l'aviation civile internationale.

principalement en services d'hébergement et d'accueil fournis aux voyageurs. Les principaux exportateurs en termes de recettes sont l'Espagne, la France, l'Italie et l'Allemagne, avec plus de la moitié de leurs exportations de voyages vers des pays n'appartenant pas à la zone euro. L'Autriche, les Pays-Bas, la Grèce et le Portugal sont également des destinations de voyage prisées dans la zone euro, l'Autriche et les Pays-Bas enregistrant des parts plus élevées dans les exportations intra-zone euro. En termes relatifs, les exportations de voyages sont également significatives pour Chypre, Malte, la Grèce et le Portugal.

Graphique C

Exportations et importations de voyages des pays de la zone euro en part du PIB en 2018

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les exportations et les importations recouvrent les échanges commerciaux intra et extra-zone euro.

La majorité des pays de la zone euro dépensent entre 2 % et 4 % de leur PIB à l'étranger, ce qui est enregistré en importations de services de voyage.

L'Allemagne est de loin le principal importateur de services de voyage en termes absolus. La Belgique, le Luxembourg et Chypre sont des importateurs relativement importants de services de voyage par rapport à leur PIB, compte tenu de leurs interconnexions avec d'autres économies voisines.

Selon les estimations, les pays de la zone euro les plus exposés à l'impact de la pandémie en termes d'exportations nettes de services de voyage sont Chypre, Malte, la Grèce et le Portugal. L'Espagne, l'Autriche, le Luxembourg et la Slovénie devraient également finir par subir un choc important s'agissant des exportations nettes de voyages. En revanche, l'Allemagne et la Belgique devraient en profiter légèrement en termes d'exportations nettes dans la mesure où ces deux pays sont des importateurs importants de services de voyage.

Dans les pays dépendants des voyages et du tourisme, la pandémie de COVID-19 a un impact sévère et durable sur l'ensemble de l'économie.

Les voyages procurent des bénéfices directs par le biais des activités commerciales tout au long de leur chaîne de valeur (c'est-à-dire la planification des voyages, le transport, l'hébergement, la restauration et le shopping, les déplacements locaux

et les sites touristiques) ainsi que des bénéfices indirects au travers de la demande et de la croissance qu'ils génèrent dans de nombreux autres secteurs. Les mesures de confinement adoptées pour endiguer la pandémie et les effets de confiance ont des conséquences significatives sur les entreprises et les salariés dans le secteur des voyages à forte intensité en main-d'œuvre.

2

Coronavirus (COVID-19) : la crainte des marchés ressortant des prix des options

Miguel Ampudia, Ursel Baumann et Fabio Fornari

Introduction

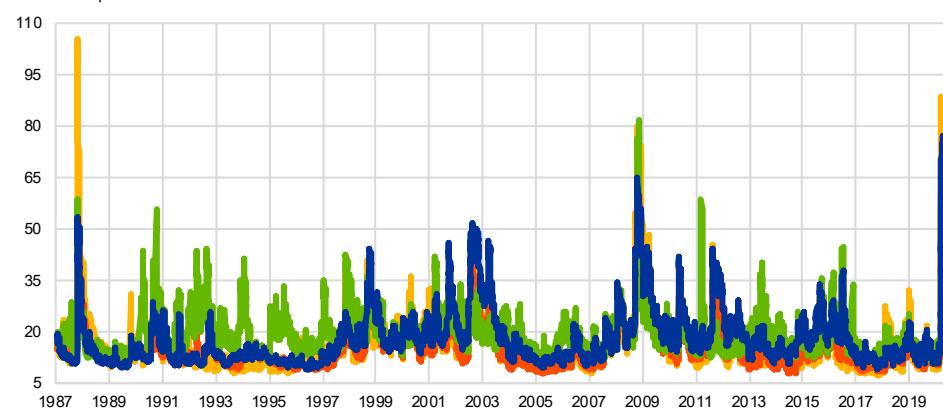
Les marchés boursiers du monde entier ont chuté à partir de fin février, lorsque les investisseurs internationaux ont commencé à craindre une propagation du coronavirus en dehors de la Chine et à redouter son impact sur l'économie mondiale. Malgré un redressement partiel des marchés d'actions depuis, l'EuroStoxx 50 a perdu 12,3 % au cours de la semaine s'achevant le 28 février, son recul hebdomadaire en pourcentage le plus prononcé depuis la crise financière mondiale de 2008. Le S&P 500 a diminué de plus de 11 % au cours d'une semaine tout aussi catastrophique. Dans l'ensemble, les marchés d'actions de la zone euro et des États-Unis ont perdu 35 % environ de leur valeur entre le pic observé le 19 février et le creux enregistré le 23 mars.

Graphique A

Écart type du rendement des actions

(pourcentages annualisés)

- Zone euro
- États-Unis
- Royaume-Uni
- Japon



Sources : Calculs des auteurs et Refinitiv.

Notes : Estimations fondées sur des modèles de l'écart type des rendements quotidiens des actions pour quatre indices : l'EuroStoxx 50, le S&P 500, le FTSE 100 et le Nikkei 225. Données quotidiennes. Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2020.

La baisse des prix des actions a entraîné une forte hausse de la variance de leurs rendements. L'écart type des rendements quotidiens des actions composant les principaux indices pour la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon se situe à des niveaux comparables aux pics observés lors du krach boursier d'octobre 1987 et de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 (cf. graphique A). Les récentes perturbations ont clairement revêtu un caractère mondial, comme le montre le bond substantiel de l'écart type pour les quatre indices. C'est ce que reflète également la forte hausse, à des valeurs proches de l'unité,

des corrélations bilatérales des rendements des actions pour les quatre principaux indices, ce qui met en évidence la présence d'un facteur commun parmi ces rendements. L'absence d'opportunités de diversification qui en a résulté amplifie également les pertes potentielles encourues par les investisseurs internationaux.

L'aversion accrue pour le risque qui est venue s'ajouter à la montée des risques a probablement amplifié les cessions massives sur les marchés d'actions et, de façon plus générale, parmi une large gamme d'actifs. Après les cessions massives initiales sur les marchés financiers, une question importante qui se pose aux autorités publiques pour évaluer leur réponse à la crise concerne la persistance de l'impact des restrictions liées au coronavirus sur le risque financier, sur les conditions financières et, au final, sur l'économie réelle. L'un des principaux canaux de propagation de ce choc sont les liens sur les marchés financiers et, plus particulièrement, la chute synchronisée des marchés boursiers à l'échelle mondiale. Les cessions massives ont pu résulter d'une accentuation de la perception du degré de risque présent sur les marchés, d'une plus forte réticence des investisseurs à prendre des risques, ou d'une combinaison des deux. Identifier la source principale de la baisse des prix des actions (et des actifs financiers en général) peut permettre aux autorités publiques de comprendre la persistance de ce recul et d'évaluer la réponse à apporter. Le présent encadré a pour objet d'évaluer les variations de la quantité et du prix du risque (extrême) à l'aide d'une estimation de l'aversion au risque extrême fondée sur le prix des options sur actions.

Densités neutres au risque

La densité neutre au risque du prix d'une action correspond à l'estimation par le marché de la distribution de probabilité relative au niveau futur du prix de cette action, corrigée de l'aversion au risque des investisseurs.

Par conséquent, la densité neutre au risque reflète à la fois les attitudes à l'égard du risque et les anticipations de prix des investisseurs. Les densités neutres au risque peuvent être considérées comme des densités physiques dont la forme a été modifiée afin de rendre plus visibles les états du monde associés à des résultats particulièrement défavorables et qui se traduisent donc par une moindre utilité marginale pour les investisseurs²⁸. On calcule la densité neutre au risque des rendements futurs à partir des prix quotidiens des options d'achat et de vente sur l'indice EuroStoxx 50²⁹. Un jour donné, ces options sont disponibles pour plus d'une échéance, ce qui permet d'estimer la densité neutre au risque pour la gamme d'échéances disponibles.

²⁸ Cette modification se traduit par une neutralité au risque des investisseurs dans le sens où tous les flux de trésorerie futurs générés par n'importe quel actif peuvent être actualisés à l'aide des taux sans risque.

²⁹ Cf. Breeden (D.) et Litzenberger (R.), « *Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices* », *The Journal of Business*, vol. 51, n° 4, 1978, p. 621-651, où les auteurs montrent que la deuxième dérivée d'une fonction de prix d'achat/vente par rapport au prix d'exercice correspond à la fonction de densité neutre au risque. Pour une explication détaillée de la méthode suivie pour réaliser les calculs, cf. Figlewski (S.), « *Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio* », dans Bollerslev (T.), Russell (J.) et Watson (M.) (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Royaume-Uni, 2010.

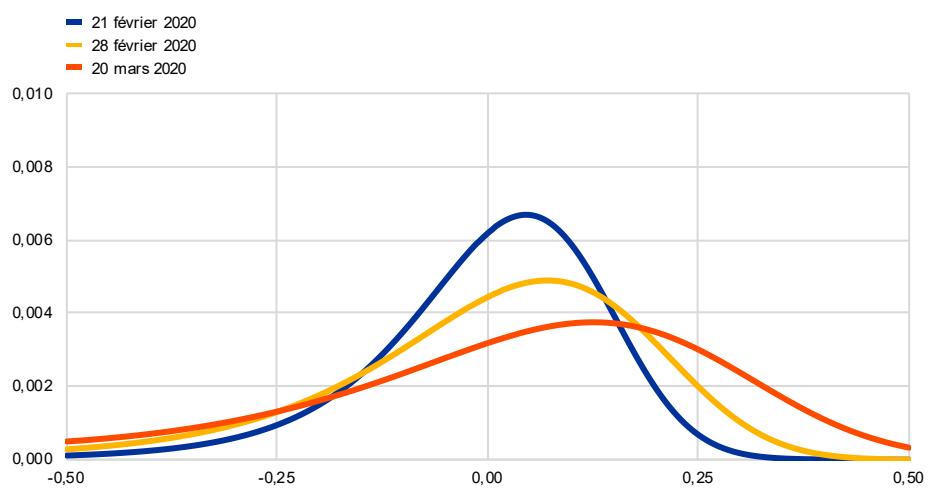
Les craintes d'un krach boursier sont nées dès les premiers stades d'apparition du virus en Europe, mais après l'annonce de vastes mesures de soutien de l'activité par les autorités publiques, le potentiel de hausse attendu des prix des actions a augmenté, en dépit de la persistance de risques élevés sur les marchés. Le graphique B présente la densité neutre au risque des rendements des actions pour l'EuroStoxx 50, extraite des options et couvrant un horizon inférieur ou égal à un an, pour trois dates : a) le 21 février, juste avant que l'épidémie ne frappe de plein fouet l'Europe ; b) une semaine plus tard (le 28 février) ; et c) le 20 mars, après l'annonce par les autorités publiques de vastes mesures de soutien dans la zone euro et aux États-Unis. On peut déjà observer une nette augmentation de la variance – ainsi qu'un aplatissement de la queue gauche – de la distribution au cours de la semaine s'achevant le 28 février, ce qui signale la crainte accrue d'un krach boursier³⁰. Au 20 mars, après l'annonce des vastes mesures de politiques monétaire et budgétaire et la forte baisse déjà observée sur les marchés d'actions, la queue gauche de la densité neutre au risque était demeurée globalement inchangée, mais la distribution est ensuite devenue plus asymétrique à la hausse, suggérant une amélioration des anticipations de rebond des rendements des actions³¹.

Graphique B

Densités neutres au risque tirées des options pour l'EuroStoxx 50

Pour les options à l'horizon d'un an approximativement

(densités)



Sources : Calculs des auteurs et Refinitiv.

Note : Densités neutres au risque des rendements futurs tirées des prix quotidiens des options d'achat et de vente sur l'indice EuroStoxx 50.

³⁰ La forte augmentation de la variance, due à la prise en compte par les investisseurs d'une plus forte probabilité des deux queues, a éclipsé la hausse du coefficient d'asymétrie.

³¹ On observe un tableau similaire pour les rendements des actions tirés des options arrivant à échéance sur des horizons courts, c'est-à-dire dont la durée de vie résiduelle est comprise entre 10 et 20 jours.

Un indicateur d'aversion au risque extrême

On peut calculer un indicateur des préférences ou de l'aversion des investisseurs pour le risque en comparant la densité neutre au risque avec une estimation de la densité physique des rendements des actions. La densité neutre au risque et la densité physique sont liées entre elles par le noyau d'évaluation (*pricing kernel*), qui renferme les préférences des investisseurs en matière de risque. La densité physique représente le meilleur avis des investisseurs au sujet des probabilités d'évolution future des prix. Les anticipations relatives aux densités physiques ne peuvent être déterminées à partir des prix de marché, car ces derniers renferment également les préférences des investisseurs en matière de risque. Les chercheurs se sont tournés vers des méthodes statistiques afin d'estimer ces densités³². Pour cela, on utilise un modèle multivarié quotidien d'hétéroscléasticité conditionnelle autorégressive généralisée (modèle GARCH)³³.

L'indicateur d'aversion au risque extrême est construit en comparant les queues gauches de la distribution neutre au risque et de la distribution physique. Les investisseurs présentent une aversion au risque si la probabilité neutre au risque qu'ils attachent aux événements défavorables est plus élevée que la densité physique. Les investisseurs qui présentent une aversion au risque extrême étant prêts à payer une prime pour se prémunir contre la désutilité liée à des résultats défavorables, les probabilités neutres au risque seront supérieures aux probabilités physiques correspondantes dans le cas d'événements extrêmes négatifs. Nous observons le comportement des queues gauches de la densité neutre au risque ainsi que de la densité physique pour les rendements d'actions sur un horizon de trois mois. L'indice d'aversion des investisseurs pour le risque extrême négatif est calculé comme l'aire située à gauche du point de la densité neutre au risque qui correspond au dixième percentile inférieur de la distribution physique des rendements (normalisé de 0,1, c'est-à-dire l'aire correspondante de la densité physique)³⁴. Un indice d'aversion au risque extrême supérieur à un indique que les investisseurs craignent la matérialisation d'événements extrêmes négatifs et sont donc prêts à se prémunir contre son apparition en payant davantage que ne le

³² Cf., par exemple, Barone-Adesi (G.), Engle (R.F.) et Mancini (L.), « A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation », *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 3, 2008, p. 1223-1258.

³³ Les modèles GARCH prennent en compte le phénomène d'accumulation des volatilités (*volatility clustering*) couramment observé dans les séries relatives aux rendements des actifs financiers, en particulier en période de tensions. Pour chaque date, on simule plusieurs trajectoires futures de rendements des actions à l'aide de ce modèle, jusqu'à l'échéance de l'option la plus longue négociée le même jour sur le marché. À partir de ces rendements on construit, pour une échéance donnée, leur densité physique future à l'aide d'une estimation par noyau. On estime la densité physique attendue des rendements des actions en simulant leurs moments d'ordres un et deux à l'aide de l'intégralité des erreurs historiques des résidus normalisés obtenus en centrant les taux de variation d'un indice boursier sur leur écart type conditionnel tiré du modèle GARCH. Comme il peut en résulter une surestimation de la variance des erreurs en présence d'une politique de stimulation, une autre solution consisterait à donner plus de poids aux erreurs enregistrées lors de la phase initiale du programme d'achats d'actifs en 2015 ou à réduire la variance des erreurs afin de simuler une atténuation des risques attendus.

³⁴ La procédure est la suivante : a) déterminer le rendement associé au dixième percentile inférieur de la distribution physique, b) rechercher ce rendement dans la distribution neutre au risque et calculer l'aire à sa gauche, et c) diviser cette aire par 0,1 (qui représente l'aire à gauche du dixième percentile de la distribution physique).

justifie sa probabilité historique³⁵. En revanche, une valeur d'indice comprise entre zéro et un peut être considérée comme cohérente avec une situation de forte appétence pour le risque.

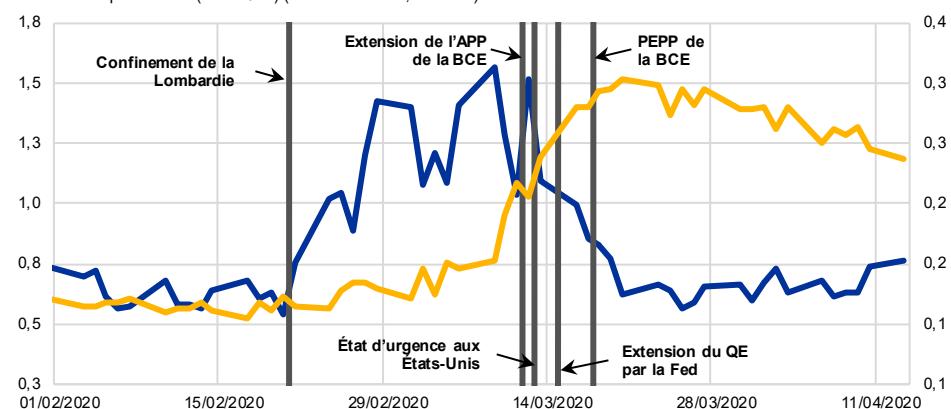
Graphique C

Indicateur d'aversion au risque extrême pour l'Euro Stoxx 50 et risque extrême

Pour les options à un horizon compris entre 10 et 20 jours

(indice)

- Aversion au risque extrême (échelle de gauche)
- Risque extrême (VaR-10 %) (échelle de droite, inversée)



Sources : Calculs des auteurs et Refinitiv.

Notes : « APP » signifie programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*), « Extension de l'APP » fait référence aux mesures de la BCE annoncées le 12 mars 2020, « PEPP » correspond au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*) annoncé le 18 mars 2020, « QE » signifie assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) et « VaR » valeur à risque (*value at risk*) (dixième percentile). Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2020.

L'aversion estimée pour le risque extrême a fortement augmenté à partir de la deuxième quinzaine de février. Mi-mars, au moment de l'introduction des mesures prises par les autorités publiques de part et d'autre de l'Atlantique, son évolution s'est inversée pour retrouver les niveaux de début février.

Le graphique C présente l'indicateur estimé d'aversion au risque extrême, ainsi qu'une mesure du risque extrême, définie comme le dixième percentile (inversé) de la distribution physique des rendements pour l'EuroStoxx 50. Initialement, comme le coronavirus était en grande partie limité à certaines régions de Chine, les marchés se sont montrés excessivement confiants dans la mesure où l'aversion au risque extrême n'a pratiquement pas augmenté. Au moment de l'apparition de la pandémie en Europe, en revanche, l'appétence des investisseurs pour le risque a nettement diminué, comme le reflète la hausse de l'indice d'aversion au risque extrême à compter du 21 février – début du confinement dans certaines parties de la région italienne de Lombardie. Autour de la mi-mars, le prix du risque extrême de gauche a recommencé à diminuer, avec l'annonce d'une série de mesures de politiques budgétaire et monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. En revanche, le risque extrême lui-même est demeuré globalement stable jusqu'à début mars avant de commencer à s'accentuer de manière significative, demeurant élevé même après l'introduction de mesures de soutien par les autorités publiques. On peut interpréter ces évolutions par le fait que les mesures mises en place par les banques centrales

³⁵ Lorsque l'indicateur est inférieur à un, les investisseurs sont encore prêts à se prémunir contre la matérialisation d'événements extrêmes négatifs, mais seulement à un prix inférieur à celui tiré de la probabilité historique. Un indicateur égal à un correspond à un investisseur neutre au risque.

et les gouvernements ont été capables de soutenir l'appétence pour le risque des investisseurs, freinant ainsi la hausse initiale du prix du risque et le ramenant à sa valeur observée vers la mi-février. Cette réduction du prix du risque a eu lieu en dépit de l'augmentation de degré de risque et a donc fortement contribué à réduire au maximum l'impact du choc sur les marchés financiers.

3

Pandémie de COVID-19 et accès au financement des petites et moyennes entreprises : ce que montrent les données d'enquêtes

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando et Juan Angel Garcia

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a affecté de manière significative l'activité économique mondiale. Pour essayer de ralentir la propagation du COVID-19, les gouvernements des différents pays du monde ont mis en place des mesures de distanciation sociale et de confinement et annulé des événements publics. Les frontières ont été fermées, même en Europe. En outre, l'incertitude entourant les évolutions futures de la pandémie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient avoir contribué à amplifier l'effet du choc conjugué de demande et d'offre. L'activité de nombreuses entreprises a été gravement perturbée, ce qui s'est traduit par un effet négatif sans précédent sur la croissance économique au niveau mondial.

La dernière Enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) montre une détérioration de l'activité des petites et moyennes entreprises (PME) au cours de la période sous revue allant d'octobre 2019 à mars 2020³⁶. L'enquête ayant été réalisée entre le 2 mars et le 8 avril, les entreprises ont pu, dans une certaine mesure, rendre compte de l'effet de la crise actuelle. Toutefois, les résultats de l'enquête concernant les questions rétrospectives pourraient ne montrer que certains effets partiels de la crise, la période sous revue étant presque arrivée à son terme avant l'intensification de la crise.

Une lecture rétrospective montre que les PME de la zone euro ont fait état d'une contraction de leur chiffre d'affaires pour la première fois depuis début 2014. En pourcentages nets³⁷, l'évolution indiquée pour le chiffre d'affaires s'est établie à – 2 % (après 20 % lors de la précédente enquête) pour la zone euro dans son ensemble (cf. graphique A). Abstraction faite de certaines différences d'un pays à l'autre, la détérioration a été généralisée. Les plus fortes baisses ont été enregistrées par l'Italie, suivie de la Slovaquie, la Grèce et l'Espagne, tandis qu'en Allemagne et en France un pourcentage net beaucoup plus faible de PME ont indiqué une hausse de leur chiffre d'affaires.

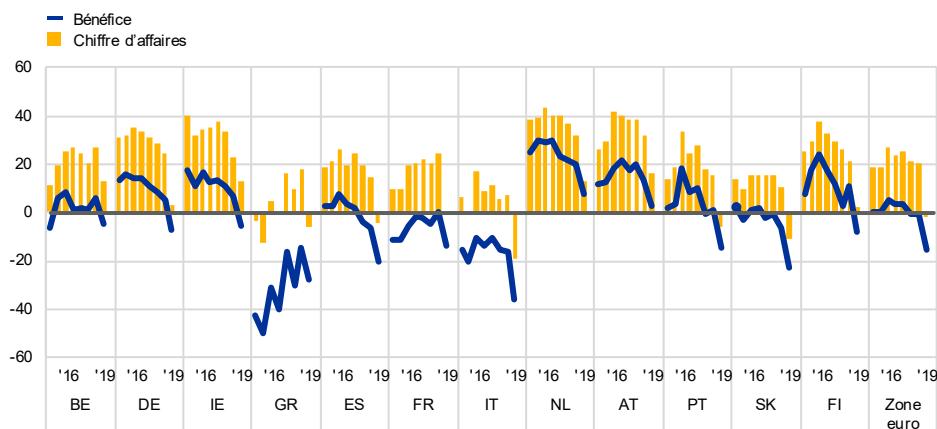
³⁶ La 22^e campagne de l'enquête SAFE a été réalisée entre le 2 mars et le 8 avril 2020 et couvrait la période allant d'octobre 2019 à mars 2020. L'effectif total de l'échantillon pour la zone euro était de 11 236 entreprises, dont 10 287 (92 %) comptent moins de 250 salariés. Pour un examen plus détaillé des derniers résultats, cf. *l'enquête sur l'accès des entreprises au financement*, BCE, mai 2020. En outre, l'article complémentaire intitulé « Accès au financement des PME depuis la crise financière : ce que montrent les données d'enquêtes » dans cette édition du *Bulletin économique* fournit des données supplémentaires correspondant aux résultats de l'enquête sur les dix dernières années.

³⁷ Les termes nets ou pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution.

Graphique A

Évolution du chiffre d'affaires et du bénéfice des PME des différents pays de la zone euro

(au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des participants)



Source : BCE et Commission européenne, enquête SAFE.

Notes : La base recouvre toutes les PME. Les chiffres se rapportent aux campagnes 15 (avril-septembre 2016) à 22 (octobre 2019-mars 2020) de l'enquête. Le pourcentage net correspond à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution.

La rentabilité des PME a également diminué dans les différents pays et secteurs économiques. Dans un contexte de détérioration du chiffre d'affaires, les coûts élevés de la main-d'œuvre (déclarés par 46 % des entreprises en termes nets) et des autres consommations intermédiaires (45 %) ont pesé sur les bénéfices des PME des pays de la zone euro (- 15 %, après - 1 %), malgré des conditions de financement accommodantes. La diminution des bénéfices a été particulièrement marquée pour les PME grecques, espagnoles, italiennes et slovaques. Au niveau sectoriel, l'industrie semble avoir été la plus touchée par la détérioration des bénéfices (- 20 %, après - 7 %), notamment en Italie. Dans le secteur du commerce, un pourcentage net de 19 % des PME de la zone euro ont également fait état d'une diminution de leurs bénéfices, ce pourcentage atteignant 37 % en Italie et 30 % en Espagne.

L'affaiblissement de la situation financière et la détérioration de l'environnement macroéconomique ont soulevé des inquiétudes concernant l'accès des PME au financement. La détérioration du chiffre d'affaires et des bénéfices pour les PME de la zone euro a été considérée comme un obstacle à l'obtention d'un financement externe (- 18 %, après 5 %) pour la première fois depuis septembre 2014, particulièrement pour les PME espagnoles, italiennes et portugaises. De plus, les PME ont également perçu les évolutions des perspectives économiques générales comme ayant exercé une influence négative sur l'accès au financement (- 30 %, après - 13 %), un tel pourcentage n'ayant pas été observé depuis mars 2013. La détérioration a été généralisée à l'ensemble des pays – plus particulièrement en Allemagne, en Italie et en Finlande – et des secteurs, avec - 31 % pour l'industrie, - 21 % pour la construction, - 31 % pour les services et - 30 % pour le commerce. En outre, par rapport aux grandes entreprises, les PME, et les microentreprises en particulier, semblent être plus préoccupées de l'effet

défavorable que leurs propres perspectives de ventes et de bénéfices exerçaient sur l'accès au financement externe.

Les anticipations par les entreprises de leur accès au financement dans un avenir proche ont permis de mieux comprendre la gravité de la crise du COVID-19. La déclaration de pandémie de l'Organisation mondiale de la Santé (OMS) le 11 mars et l'intensification qui a suivi des mesures de confinement dans la zone euro ont coïncidé en grande partie avec la dernière campagne d'enquête SAFE sur le terrain. Par conséquent, les réponses aux questions rétrospectives peuvent ne refléter que partiellement les perturbations de l'activité des entreprises. Toutefois, la composante prospective de l'enquête a permis de rendre compte de la détérioration en cours et anticipée de la situation économique.

Si l'on s'intéresse plus particulièrement aux réponses quotidiennes, les anticipations dans la zone euro ont commencé à se détériorer rapidement peu après la déclaration de pandémie de l'OMS, qui a été suivie de mesures de confinement et de contrôle aux frontières dans une grande partie de l'Europe. Les dates de déclaration des entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête ont été utilisées pour analyser l'évolution des anticipations des entreprises depuis le début de la pandémie³⁸. Le jour de l'annonce de l'OMS, 17 % des entreprises, en moyenne, s'attendaient à une détérioration de la disponibilité des prêts bancaires et des lignes de crédit, 20 % faisant une prévision analogue pour les crédits commerciaux (cf. graphique B). Lorsque le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) a été annoncé le 18 mars, les pourcentages respectifs représentaient déjà 41 % pour les prêts bancaires, 43 % pour les lignes de crédit et 46 % pour les crédits commerciaux.

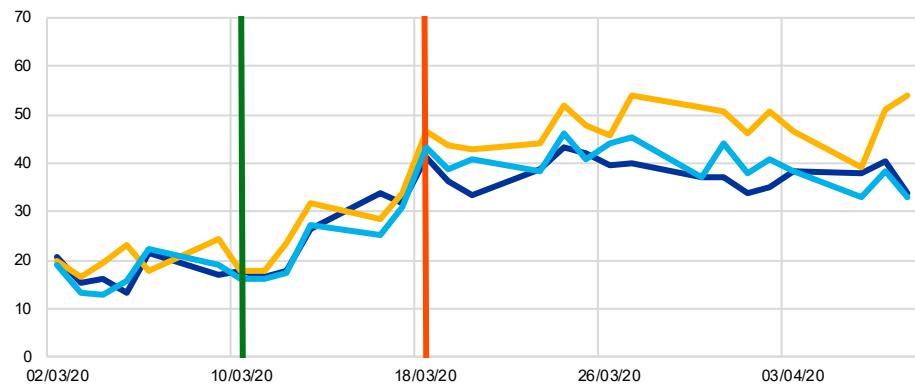
³⁸. Les pourcentages indiqués dans le graphique sont conditionnés aux effets spécifiques aux pays pour prendre en compte les degrés d'urgence différents selon les pays.

Graphique B

Entreprises anticipant une détérioration de la disponibilité du financement externe au cours des six prochains mois durant l'enquête sur le terrain

(pourcentages estimés)

- Prêts bancaires
- Crédits commerciaux
- Annonce du PEPP
- Lignes de crédit
- Pandémie pour l'OMS



Source : BCE et Commission européenne, enquête SAFE.

Notes : Les pourcentages estimés font référence aux effets fixes temporels d'une régression logistique selon les moindres carrés pondérés qui contrôle des effets fixes temporels et par pays. Les trois dernières observations (5-8 avril) se rapportent à un sous-échantillon de pays (Allemagne, Grèce, Espagne, France et Slovaquie), les entretiens dans les autres pays s'étant terminés le 3 avril.

La détérioration de l'accès anticipé au financement semble avoir plafonné après l'annonce du PEPP, du moins s'agissant des prêts bancaires et des lignes de crédit. Même s'il n'est pas possible de déterminer l'effet direct de l'annonce du PEPP sur les anticipations des entreprises, il semble qu'on observe une certaine atténuation de leur jugement pessimiste sur les produits bancaires à partir de cette date. En revanche, la détérioration des anticipations concernant l'accès aux crédits commerciaux s'est poursuivie un peu plus longtemps, reflétant essentiellement les tensions dans les relations fournisseurs avec des prévisions de retards dans la récupération des sommes dues en raison de la crise.

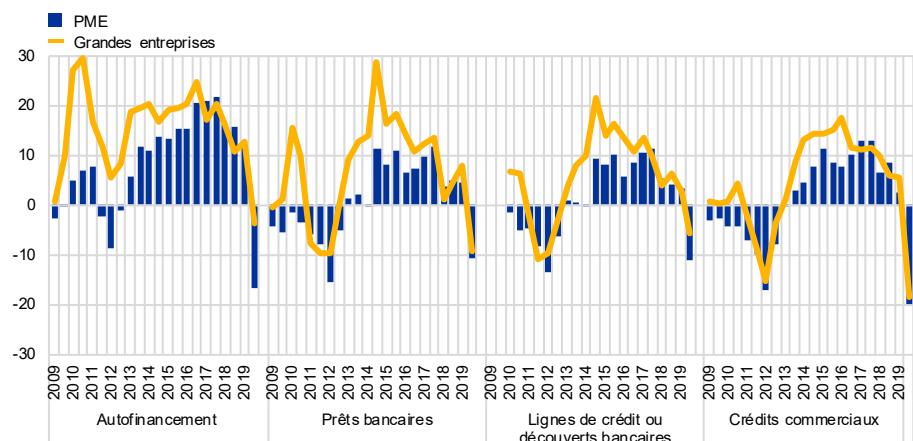
Les anticipations des entreprises relatives à la disponibilité du financement au cours des six prochains mois ont enregistré une très forte détérioration par rapport à la tendance positive observée depuis la fin de la crise de la dette souveraine (cf. graphique C). Si cette détérioration est évidente pour les sources de financement interne et externe, des différences existent entre les deux ³⁹.

³⁹ Les entreprises du secteur des services semblent être les plus pessimistes, ce qui reflète peut-être les effets particulièrement défavorables des mesures de confinement qu'elles ont subies. S'agissant de la taille des entités, les microentreprises sont les plus affectées, selon l'enquête, les grandes entreprises faisant état d'une détérioration de moindre ampleur.

Graphique C

Évolution des prévisions de disponibilité du financement pour les entreprises de la zone euro

(au cours des six prochains mois ; en pourcentage net des participants)



Source : BCE et Commission européenne, enquête SAFE.

Notes : La base recouvre les entreprises pour lesquelles l'instrument présente de l'intérêt. Les chiffres se rapportent aux campagnes 1 (avril-septembre 2009) à 22 (octobre 2019-mars 2020) de l'enquête.

S'agissant des sources de financement interne, les PME ont fait état d'une diminution nette importante de la disponibilité attendue des financements (- 17 %, après 12 %). Cela reflète probablement les difficultés anticipées pour l'activité économique, ce qui a des conséquences majeures sur la rentabilité des entreprises. À l'exception des Pays-Bas, la détérioration concerne l'ensemble des pays, les plus forts pourcentages étant enregistrés au Portugal (- 26 %), en France (- 23 %) et en Italie (- 21 %). Dans l'ensemble, la détérioration de la disponibilité de l'autofinancement est plus forte que le point bas enregistré lors de la crise de la dette souveraine (avril à septembre 2012), où 9 % des PME faisaient état d'une diminution.

La disponibilité attendue des sources de financement externe a également enregistré une détérioration, moins importante toutefois que les sources de financement interne. Les PME de la zone euro ont fait état de fortes baisses nettes (- 11 %) pour les produits associés aux banques, à savoir les prêts bancaires, les lignes de crédit et les découverts bancaires. Cette détérioration relativement plus faible par rapport à l'autofinancement pourrait refléter les effets positifs des mesures de politique monétaire accommodantes et des différents programmes que les gouvernements ont annoncé depuis le début de la pandémie. S'agissant des crédits commerciaux, un pourcentage net de PME tablent sur une diminution significative (- 20 %), ce qui pourrait indiquer qu'elles prévoient des interruptions des activités habituelles des entreprises, qui affecterait à leur tour les relations entre les entreprises. Les plus fortes baisses de la disponibilité attendue du financement externe ont été rapportées par les PME d'Espagne, d'Italie, du Portugal et de Slovaquie. La détérioration de l'accès futur aux prêts bancaires restait plus limitée qu'en 2012, où un pourcentage net de 15 % des PME avaient fait état d'une détérioration de la disponibilité attendue. En ce qui concerne les crédits commerciaux, toutefois, la détérioration est déjà un peu plus sensible que lors de la

précédente crise de 2012, lors de laquelle un pourcentage net de 17 % s'attendait à une réduction.

4

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 29 janvier au 5 mai 2020

Svetla Daskalova et Marco Weißler

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les deux premières périodes de constitution de réserves de 2020, qui se sont déroulées du 29 janvier au 5 mai. En réponse à la crise du coronavirus (COVID-19) et compte tenu de la volatilité accrue du marché financier, l'Eurosystème a adopté une série de mesures afin d'assouplir les conditions de financement et la disponibilité de la liquidité dans l'ensemble des secteurs et des juridictions au cours des deux périodes de constitution des réserves sous revue.

S'agissant de l'apport de liquidité, dans le cadre des mesures prises en liaison avec le COVID-19, l'Eurosystème a annoncé des modifications des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) existantes et a introduit une série d'opérations d'appels d'offres supplémentaires ainsi qu'un vaste ensemble de mesures d'assouplissement des garanties pour les contreparties de l'Eurosystème. Le 12 mars, un assouplissement des conditions des TLTRO III et une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (*additional longer-term refinancing operations*, LTRO) ont été introduits afin de fournir aux banques un soutien immédiat en liquidité et de préserver les conditions sur le marché monétaire. Ces mesures visaient à servir de filet de sécurité durant les perturbations récentes. Les LTRO supplémentaires sont conduites sur une base hebdomadaire et arriveront à échéance le 24 juin 2020, comblant efficacement le besoin de liquidité sur la période allant jusqu'au règlement de la quatrième opération TLTRO III⁴⁰.

S'agissant des achats d'actifs, outre l'enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros d'achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) adoptée le 12 mars, la BCE a annoncé, le 18 mars, un nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) d'un montant de 750 milliards d'euros devant se poursuivre au moins jusqu'à fin 2020. Ces achats supplémentaires sont destinés à contrecarrer les risques que la crise du COVID-19 fait peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans la zone euro. Ces achats seront réalisés de façon souple et pourront être étendus si la phase de crise se prolonge au-delà de la fin de l'année⁴¹.

Afin d'améliorer encore les conditions de financement sur le marché mondial du financement en dollars, l'Eurosystème, en coordination avec la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque du Canada et

⁴⁰ Par la suite, le 30 avril, des recalibrages supplémentaires des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO) ont été introduits afin de renforcer le soutien à l'économie réelle et d'assurer la fluidité du fonctionnement du marché monétaire. Ces deux mesures n'influenceront la fourniture de liquidité qu'à partir de la troisième période de constitution des réserves de 2020.

⁴¹ De fait, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 4 juin d'augmenter la taille du PEPP de 600 milliards d'euros et d'étendre l'horizon jusqu'à au moins fin juin 2021.

la Banque nationale suisse a amélioré la fourniture de liquidité en dollars via les lignes de swap en dollars existantes. De plus, la BCE a mis en place des lignes de swap avec plusieurs banques centrales de l'UE pour fournir des liquidités en euros. L'action coordonnée pour améliorer la fourniture existante de liquidité en dollars a été annoncée le 15 mars, réduisant le taux appliqué aux liquidités en dollars et introduisant une opération supplémentaire en dollars d'une durée de 84 jours. De plus, à compter du 20 mars, la fréquence des opérations d'apport de liquidités en dollars d'une durée de sept jours a été augmenté, devenant quotidienne au lieu d'hebdomadaire. Ces mesures ont contribué à assouplir de façon significative les conditions de financement sur les marchés de financement en dollars.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 613,4 milliards d'euros (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). Cela représente une hausse de 107,7 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les deux dernières périodes de constitution de réserves de 2019). Le solde des facteurs autonomes a augmenté de 106,3 milliards d'euros, s'établissant à 1 477,8 milliards, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté de 1,4 milliard pour ressortir à 135,7 milliards.

Les principaux déterminants de la liquidité au cours des deux premières périodes de constitution des réserves de 2020 ont été l'augmentation des dépôts des administrations publiques, la demande de billets, les achats d'actifs et la nouvelle série de LTRO supplémentaires. L'absorption de liquidité par les facteurs autonomes a augmenté de 106,3 milliards d'euros, en moyenne, principalement sous l'effet d'une augmentation exceptionnelle de 101,7 milliards des dépôts des administrations publiques liée à la gestion prudente de la trésorerie par les administrations publiques compte tenu du COVID-19. Dans le même contexte, une demande de billets plus élevée a contribué à une absorption de liquidité supplémentaire à hauteur de 27,7 milliards d'euros, la diminution saisonnière postérieure à la fin d'année de la détention de billets durant la première période de constitution des réserves ayant été contrebalancée par l'augmentation enregistrée au cours de la deuxième période de constitution. Les évolutions des facteurs autonomes à l'actif, avec une augmentation nette de 23,7 milliards d'euros, ont toutefois exercé un léger effet de compensation. Les actifs nets libellés en euros ont diminué de 51,9 milliards d'euros, tandis que les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 75,6 milliards et ont partiellement compensé l'absorption de liquidité par les dépôts des administrations publiques et les billets. Les dynamiques observées à l'actif au cours de la deuxième période de constitution des réserves ont principalement résulté d'une hausse de la demande au titre des opérations d'apport de liquidité en dollars, avec un encours total de 142 milliards d'euros à la fin de la deuxième période de constitution de 2020.

Tableau A
Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020				Précédente période sous revue : du 30 octobre 2019 au 28 janvier 2020
	Première et deuxième périodes de constitution	Première période de constitution : du 29 janvier au 17 mars	Deuxième période de constitution : du 18 mars au 5 mai	Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 510,3 (+130,0)	2 421,8 (+46,9)	2 598,7 (+176,9)	2 380,2 (-0,4)	
Billets en circulation	1 299,5 (+27,7)	1 277,1 (-5,1)	1 321,9 (+44,7)	1 271,8 (+20,0)	
Dépôts des administrations publiques	321,5 (+101,7)	268,6 (+56,7)	374,4 (+105,8)	219,8 (-62,7)	
Autres facteurs autonomes ¹	889,3 (+0,6)	876,1 (-4,8)	902,5 (+26,3)	888,7 (+42,3)	
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	1 595,6 (+85,5)	1 506,7 (+17,5)	1 684,5 (+177,8)	1 510,1 (+284,9)	
Réserves obligatoires	135,7 (+1,4)	135,7 (+1,2)	135,7 (+0,1)	134,3 (+1,7)	
Facilité de dépôt	258,2 (+1,8)	244,6 (-10,0)	271,8 (+27,2)	256,4 (-253,6)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Source : BCE.

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

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

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020				Précédente période sous revue : du 30 octobre 2019 au 28 janvier 2020	
	Première et deuxième périodes de constitution	Première période de constitution : du 29 janvier au 17 mars	Deuxième période de constitution : du 18 mars au 5 mai	Septième et huitième périodes de constitution		
Facteurs autonomes de la liquidité	1 032,8 (+23,7)	1 025,1 (+29,7)	1 040,5 (+15,5)	1 009,1 (+55,1)		
Avoirs extérieurs nets	846,7 (+75,6)	767,1 (-1,4)	926,3 (+159,2)	771,1 (+33,2)		
Avoirs nets libellés en euros	186,1 (-51,9)	257,9 (+31,1)	114,2 (-143,7)	238,0 (+21,9)		
Instruments de politique monétaire	3 467,2 (+195,0)	3 284,0 (+25,9)	3 650,5 (+366,5)	3 272,2 (-22,4)		
Opérations d' <i>open market</i>	3 467,2 (+195,0)	3 284,0 (+25,9)	3 650,5 (+366,5)	3 272,2 (-22,4)		
Opérations d'appels d'offres	741,8 (+97,7)	617,3 (-1,8)	866,3 (+249,0)	644,0 (-39,9)		
Opérations principales de refinancement	1,0 (-1,3)	1,4 (-1,5)	0,6 (-0,8)	2,3 (-0,2)		
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	3,1 (-0,3)	4,0 (-0,3)	2,3 (-1,7)	3,4 (+0,5)		
Opérations TLTRO II	471,1 (-118,8)	510,8 (-0,0)	431,4 (-79,4)	589,8 (-87,3)		
Opérations TLTRO III	150,4 (+101,9)	101,1 (+0,0)	199,7 (+98,6)	48,5 (+47,2)		
Opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires	116,2 (+116,2)	0,0 (+0,0)	232,4 (+232,4)	0,0 (+0,0)		
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 725,4 (+97,3)	2 666,7 (+27,6)	2 784,2 (+117,6)	2 628,2 (+17,5)		
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	1,1 (-0,9)	1,3 (-0,4)	0,9 (-0,5)	2,0 (-0,8)		
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,9 (-0,0)	2,9 (+0,0)	2,9 (-0,0)	2,9 (-0,3)		
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	273,0 (+9,2)	269,9 (+5,1)	276,1 (+6,3)	263,8 (+2,8)		
Programme pour les marchés de titres	42,2 (-5,6)	43,9 (-4,0)	40,6 (-3,3)	47,9 (-4,9)		
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	29,9 (+1,7)	28,5 (-0,0)	31,2 (+2,7)	28,2 (+2,1)		
Programme d'achats de titres du secteur public	2 150,7 (+50,8)	2 126,5 (+18,9)	2 174,9 (+48,4)	2 099,9 (+12,3)		
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	199,0 (+15,6)	193,7 (+8,0)	204,4 (+10,7)	183,5 (+6,2)		
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	26,6 (+26,6)	0,0 (+0,0)	53,2 (+53,2)	0,0 (+0,0)		
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 : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020				Précédente période sous revue : du 30 octobre 2019 au 28 janvier 2020	
	Première et deuxième périodes de constitution	Première période de constitution : du 29 janvier au 17 mars	Deuxième période de constitution : du 18 mars au 5 mai	Septième et huitième périodes de constitution		
Besoin global de financement ¹	1 613,4 (+107,7)	1 532,6 (+18,3)	1 694,2 (+161,6)	1 505,7 (-53,7)		
Solde des facteurs autonomes ²	1 477,8 (+106,3)	1 397,0 (+17,2)	1 558,5 (+161,6)	1 371,4 (-55,4)		
Excédent de liquidité ³	1 853,8 (+87,3)	1 751,3 (+7,5)	1 956,3 (+205,0)	1 766,5 (+31,3)		

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020				Précédente période sous revue : du 30 octobre 2019 au 28 janvier 2020	
	Première et deuxième périodes de constitution	Première période de constitution : du 29 janvier au 17 mars	Deuxième période de constitution : du 18 mars au 5 mai	Septième et huitième périodes de constitution		
Opérations principales de refinancement	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25 (+0,00)	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)	-0,50 (-0,05)	
Eonia ¹	-0,451 (+0,00)	-0,454 (-0,00)	-0,449 (+0,01)	-0,454 (-0,05)		
€STR	-0,536 (+0,00)	-0,539 (+0,00)	-0,533 (+0,01)	-0,539 (-0,04)		

Source : BCE.

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

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

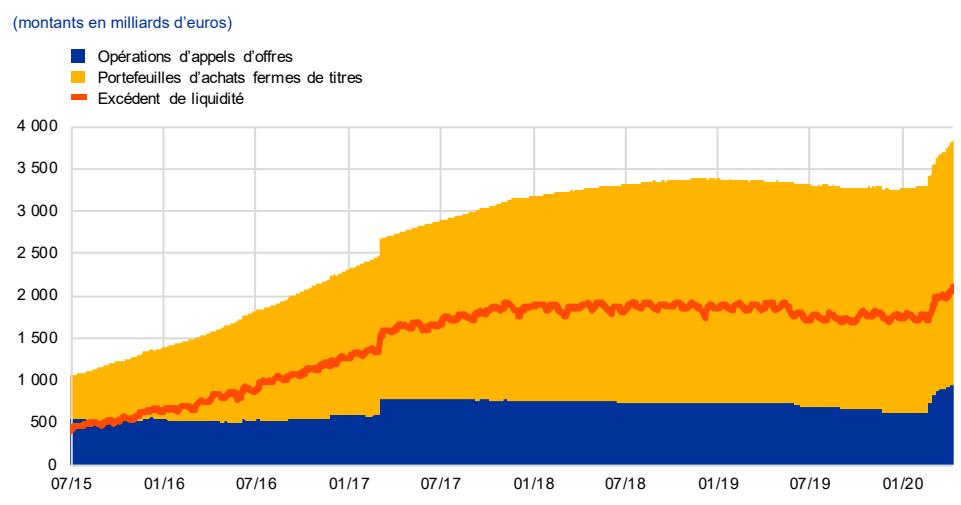
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (opérations d'appels d'offres et portefeuilles de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire) a augmenté de 195 milliards d'euros pour s'établir à 3 467,2 milliards (cf. graphique A). L'augmentation globale déclarée pour l'excédent de liquidité au cours des deux premières périodes de constitution des réserves de 2020 a résulté des opérations d'appels d'offres et des achats fermes de l'Eurosystème, avec des montants similaires. Les LTRO supplémentaires ainsi que les achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats de titres du

secteur public (PSPP) et du nouveau PEPP ont été les principales sources à l'origine de cette liquidité supplémentaire.

Graphique A

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 5 mai 2020.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 97,7 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue. Alors qu'il est resté pratiquement inchangé au cours de la première période de constitution de 2020 (– 1,8 milliard d'euros), il a augmenté de 249,0 milliards lors de la deuxième période. Cette évolution a principalement résulté d'un recours à hauteur de 232,4 milliards d'euros aux LTRO nouvellement mises en place. De plus, des remboursements de 93 milliards d'euros au titre des TLTRO II et un recours à hauteur de 115 milliards aux TLTRO III ont été réglés le 25 mars, entraînant une injection nette de liquidité de 19,2 milliards en moyenne au cours de la deuxième période de constitution. La fourniture de liquidité par le biais des opérations principales de refinancement a diminué de 1,3 milliard d'euros par rapport à la précédente période sous revue. Cette évolution est principalement due aux volumes élevés enregistrés au titre de ces opérations lors de la période de constitution des réserves précédente qui couvrait la fin de l'année et elle est globalement conforme aux variations observées l'année dernière. L'encours des LTRO d'une durée de trois mois a légèrement diminué, de 0,3 milliard d'euros.

Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 97,3 milliards d'euros, passant de 2 628,2 milliards à 2 725,4 milliards, en raison de la reprise des achats nets augmentés dans le cadre de l'APP à la suite de l'adoption d'une enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros jusqu'à fin 2020 et du démarrage des achats au titre du nouveau PEPP.

Les encours moyens ont augmenté de 50,8 milliards d'euros pour s'établir à 2 150,7 milliards dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et de 15,6 milliards pour s'établir à 199,0 milliards dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) – ce qui est

conforme aux montants d'achats annoncés. De plus, le 26 mars, l'Eurosystème a débuté ses achats dans le cadre du nouveau PEPP. À la fin de la deuxième période de constitution des réserves, l'apport de liquidité au titre du PEPP s'élevait à 53,2 milliards d'euros en moyenne au cours de la période de constitution – soit près de 18 milliards d'achats hebdomadaires.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 87,3 milliards d'euros, passant de 1 766,5 milliards à 1 853,8 milliards (cf. graphique A). Cette évolution résulte d'un accroissement de la fourniture de liquidité par le biais des opérations de politique monétaire notamment les portefeuilles d'achats fermes de titres (195,0 milliards), tandis que les facteurs autonomes ont absorbé de la liquidité (106,3 milliards) dans la zone euro.

De plus, même si l'excédent de liquidité détenu au titre de la facilité de dépôt de l'Eurosystème a augmenté, sa part relative a encore diminué en raison du système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité.

Dans la mesure où seuls les soldes détenus en compte courant par les institutions financières, à concurrence du quota maximum, sont exemptés de la rémunération négative correspondant au taux applicable à la facilité de dépôt, les institutions financières continuent de stocker des fonds sur leurs comptes courants, qui ont augmenté de 85,5 milliards d'euros, plutôt qu'au titre de la facilité de dépôt qui n'a augmenté que légèrement, de 1,8 milliard d'euros.

Évolutions des taux d'intérêt

L'€STR est resté globalement stable au cours des deux premières périodes de constitution. Le taux de la facilité de dépôt de la BCE ainsi que ceux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été laissés inchangés par le Conseil des gouverneurs au cours de cette période.

Par conséquent, l'€STR est demeuré stable à – 53,6 points de base (+ 0,3 point de base par rapport à la précédente période sous revue). L'Eonia, qui depuis octobre 2019 est calculé comme l'€STR majoré d'un *spread* fixe, a évolué en parallèle de l'€STR.

5

Évolutions régionales du marché du travail pendant la grande crise financière et la reprise ultérieure

Vasco Botelho, Claudia Foroni et Lara Vivian

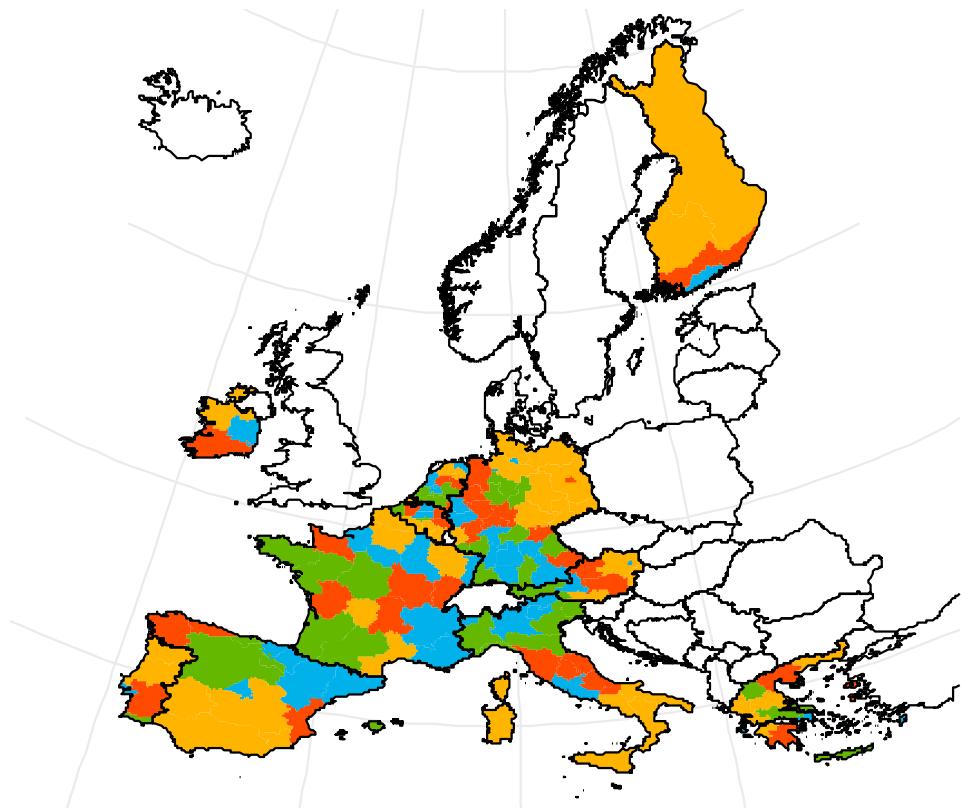
Le présent encadré examine les évolutions régionales du facteur travail dans la zone euro entre 2007, le pic d'activité économique antérieur à la crise financière mondiale, et 2018. Cet encadré utilise les indicateurs régionaux relatifs au marché du travail tirés de la base de données régionale annuelle de la Commission européenne (*Annual Regional Database of the European Commission, ARDECO*)⁴². À des fins de comparaison, nous divisons les régions en quatre groupes distincts (ou quartiles) selon la distribution du PIB par tête observée en 2007 pour chaque pays (cf. figure A). Ces groupes sont fixes dans le temps.

⁴² La base de données ARDECO a été créée par la Direction générale de la politique régionale et urbaine de la Commission européenne et est actuellement maintenue et mise à jour par le Centre commun de recherches. Cet encadré utilise la mise à jour des données du 7 avril 2020 et se concentre sur les régions non ultrapériphériques telles qu'identifiées dans le niveau 2 de la nomenclature des unités territoriales statistiques (NUTS2). Les pays considérés dans l'analyse sont la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Les chiffres présentés pour l'ensemble de la zone euro recouvrent l'agrégation des régions de ces 11 pays (zone euro 11), qui correspondent à la zone euro en 2007 hors Luxembourg et Slovénie.

Figure A

Zone euro - Distribution régionale du PIB par tête en 2007

- Quartile inférieur
- 25 % à 50 %
- 50 % à 75 %
- Quartile supérieur



Sources : ARDECO et calculs des services de la BCE.

Note : Les régions sont regroupées en fonction de la distribution du PIB par tête pour 2007 dans chaque pays.

En 2018, le nombre total d'heures travaillées n'avait retrouvé son niveau d'avant la crise que dans les régions au sommet de la distribution du PIB par tête, tandis qu'il restait inférieur à son niveau de 2007 dans les autres régions⁴³. La réaction du nombre total d'heures travaillées au cours de la période 2007-2018 a été asymétrique, l'emploi dans les régions appartenant au quartile inférieur ayant enregistré durant la récession des pertes supérieures aux gains affichés durant la reprise qui a suivi (cf. graphique A)⁴⁴. Entre 2007 et 2018, le nombre total d'heures travaillées a baissé de 5,6 % dans les régions du quartile inférieur, alors qu'il a augmenté de 3,2 % dans les régions du quartile supérieur.

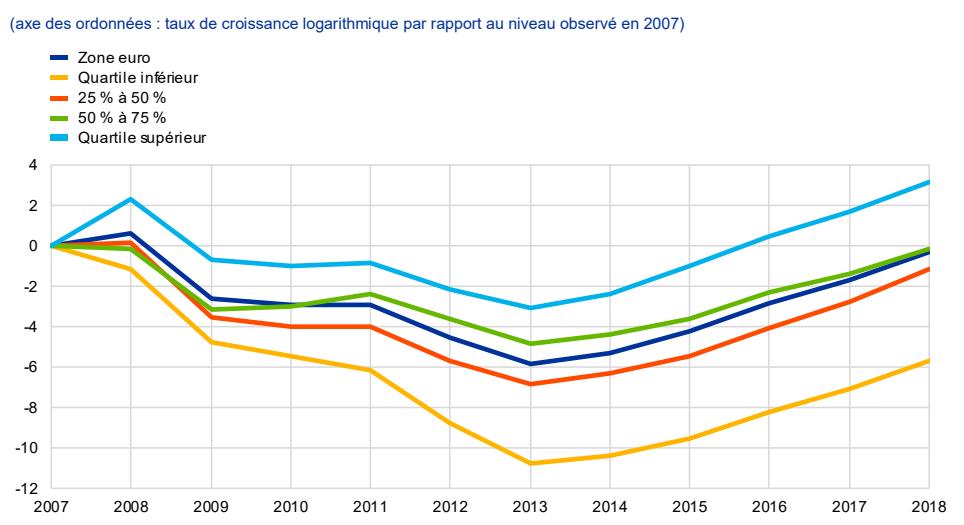
⁴³ Les résultats ne sont pas déterminés par l'affectation des régions aux différents quartiles de la distribution du PIB par tête intra-pays en 2007, l'analyse décrite dans cet encadré restant valable lorsque les régions sont regroupées selon la distribution du PIB par tête dans la zone euro en 2007 ou quand un seul pays est exclu de l'analyse.

⁴⁴ Pendant la phase de contraction (2007-2013), le taux de variation annuel moyen du nombre total d'heures travaillées s'est établi à – 0,5 % pour les régions du quartile supérieur, – 0,8 % pour les régions du groupe situé au-dessus de la médiane, – 1,1 % pour les régions inférieures à la médiane et – 1,8 % pour les régions du groupe appartenant au quartile inférieur. Pour l'ensemble de la zone euro, la baisse annuelle moyenne du nombre total d'heures travaillées entre 2007 et 2013 s'est établie à – 0,97 %. Le rythme d'accroissement du nombre total d'heures travaillées durant la phase de redressement a été plus rapide dans les régions appartenant au quartile supérieur (1,2 %) que dans les autres régions (environ 1 % par an).

Dans les deux quartiles du milieu, le nombre total d'heures travaillées a affiché un profil similaire à celui de l'agrégat pour la zone euro et a renoué en 2018 avec des niveaux proches de ceux observés en 2007. En conséquence, la part du nombre total d'heures travaillées dans les régions du quartile supérieur a augmenté de 1,4 point de pourcentage (passant de 38,7 % en 2007 à 40,1 % en 2018), tandis que la part des régions du quartile inférieur a diminué de 1,2 point de pourcentage (revenant de 23,2 % en 2007 à 22 % en 2018).

Graphique A

Évolution régionale du nombre total d'heures travaillées entre 2007 et 2018



Sources : ARDECO et calculs des services de la BCE.

Notes : Les régions sont regroupées en fonction de la distribution du PIB par tête pour 2007 dans chaque pays. Les chiffres relatifs à la zone euro sont agrégés à partir des données des 11 pays de la zone euro cités dans la note de bas de page 1.

Le recul plus faible du nombre total d'heures travaillées observé dans les régions riches pendant la période de ralentissement, ainsi que les évolutions relativement homogènes entre les régions pendant la reprise, sont imputables aux variations du taux d'emploi, à la baisse du nombre moyen d'heures travaillées pendant la récession et aux différences régionales en matière de croissance de la population au cours des deux phases, qui sont cohérentes avec la migration de la main-d'œuvre des régions pauvres vers les régions riches. Le graphique B montre comment les différents facteurs ont contribué à la dynamique du nombre total d'heures travaillées dans les quatre groupes régionaux⁴⁵. D'un point de vue quantitatif, le taux d'emploi est le déterminant le plus important des variations du nombre total d'heures travaillées, représentant plus de 50 %, pour l'ensemble des groupes régionaux, de la baisse du nombre total d'heures travaillées pendant la récession comme de la hausse du nombre total d'heures travaillées pendant la reprise. Durant la reprise, la contribution la plus élevée est venue des régions qui appartiennent au quartile inférieur. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées a également constitué un déterminant important du recul du nombre total d'heures travaillées pendant la récession dans toutes les régions,

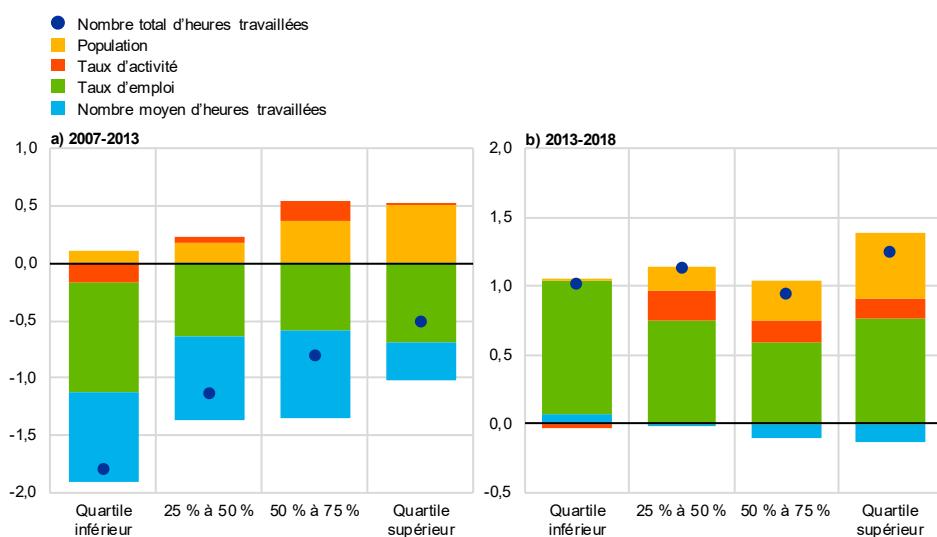
⁴⁵ Les variations à long terme du nombre total d'heures travaillées sur une période donnée peuvent être reformulées comme la somme du taux de croissance de la population sur cette période, des variations du taux d'activité, des variations du taux d'emploi et du taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées par salarié.

tandis que sa stabilisation au niveau régional après 2013 a limité son impact durant la reprise. D'un point de vue qualitatif, les canaux du taux d'emploi et du nombre moyen d'heures travaillées ont évolué de manière similaire dans tous les groupes régionaux. Les évolutions du taux d'activité et de la croissance de la population ont davantage contribué à la croissance du nombre total d'heures travaillées dans les régions riches que dans les régions pauvres. La croissance de la population s'est accélérée de façon monotone avec la distribution du PIB par tête, les taux de croissance annualisés moyens allant de 0,1 % pour les régions du quartile inférieur à 0,5 % pour les régions du quartile supérieur, tandis que les différences de croissance de la population entre les régions se sont accentuées pendant la reprise. Enfin, les variations du taux d'activité reflètent celles de la croissance de la population, malgré leur contribution quantitativement plus faible sur les deux périodes. Ces profils d'évolution sont cohérents avec l'existence de flux migratoires des régions pauvres vers les régions riches, la population et le taux d'activité augmentant dans les régions riches aux dépens des régions pauvres. Par ailleurs, les flux migratoires contribuent à un redressement initial du taux d'emploi et du nombre moyen d'heures travaillées dans les régions pauvres, tandis que l'impact de la migration sur l'emploi et le nombre d'heures travaillées dans les régions riches peut être soit atténué soit amélioré par les facteurs de demande.

Graphique B

Déterminants des variations à long terme du nombre total d'heures travaillées par région

(axe des ordonnées : contribution au taux de croissance du nombre total d'heures travaillées, en pourcentage ; axe des abscisses : groupes de régions)



Sources : ARDECO et calculs des services de la BCE.

Notes : Les régions sont regroupées en fonction de la distribution du PIB par tête pour 2007 dans chaque pays. Les chiffres relatifs à la zone euro sont agrégés à partir des données des 11 pays de la zone euro cités dans la note de bas de page 1.

Le creusement de l'écart en matière de rémunération des salariés observé entre les régions s'explique principalement par la dispersion régionale des variations à long terme du nombre total d'heures travaillées, le taux de croissance de la rémunération par heure travaillée étant globalement comparable dans les différentes régions (cf. tableau A). La part de la

rémunération des salariés dans les régions du quartile supérieur a augmenté de 0,7 point de pourcentage entre 2007 et 2018, passant de 45,2 % en 2007 à 45,9 % en 2018. Dans les régions du quartile inférieur, cette part a diminué de 0,9 point de pourcentage environ au cours de la même période, revenant de 18,1 % en 2007 à 17,2 % en 2018. Toutefois, le creusement de l'écart entre les régions en matière de rémunération des salariés émane principalement des évolutions régionales du facteur travail. Le taux de croissance de la rémunération par heure travaillée est en effet comparable entre les régions et a même été plus bas dans les régions appartenant aux 25 % les plus riches que dans les autres. Cette évolution peut s'expliquer par le fait que l'offre de main-d'œuvre s'est accrue dans les régions riches en raison des flux migratoires en provenance des régions pauvres et de l'extérieur de la zone euro. Le taux de croissance de la rémunération par heure travaillée dans les différentes régions peut être relié à la forte hausse de l'offre de main-d'œuvre dans les régions riches et au ralentissement de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées dans les autres régions durant la phase de contraction. Les évolutions de la rémunération par heure travaillée peuvent également être reliées à la composition par pays et par secteur des groupes de régions et, par conséquent, à l'impact des politiques relatives au marché du travail en place durant la grande crise financière et la reprise ultérieure, telles que les dispositifs de chômage partiel et les accords salariaux⁴⁶.

Tableau A

Croissance du nombre total d'heures travaillées et de la rémunération des salariés dans la zone euro

	2007-2013 (taux de croissance logarithmique annuel, en pourcentage)			2013-2018 (taux de croissance logarithmique annuel, en pourcentage)		
	Rémunération des salariés (total)	Nombre total d'heures travaillées	Rémunération par heure travaillée (moyenne)	Rémunération des salariés (total)	Nombre total d'heures travaillées	Rémunération par heure travaillée (moyenne)
Total	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
Quartile supérieur	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Supérieur à la médiane	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Inférieur à la médiane	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
Quartile inférieur	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Sources : ARDECO et calculs des services de la BCE.

Notes : Les régions sont regroupées en fonction de la distribution du PIB par tête pour 2007 dans chaque pays. Les chiffres relatifs à la zone euro sont agrégés à partir des données des 11 pays de la zone euro cités dans la note de bas de page 1.

Globalement, l'évolution du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro entre 2007 et 2018 a été très hétérogène selon les régions, les régions les plus riches ayant été plus isolées pendant la récession et les régions les plus pauvres ne rattrapant pas complètement leur retard au cours de la reprise.

⁴⁶ Les dispositifs de chômage partiel peuvent avoir influé sur la hausse de la rémunération par heure travaillée en permettant une plus grande flexibilité en matière de baisse du nombre d'heures travaillées par salarié pendant la phase de contraction, tout en protégeant le salaire des travailleurs sur cette période. Dans le même temps, les accords salariaux nationaux peuvent également expliquer en partie la plus forte croissance du salaire horaire observée dans les deux quartiles inférieurs par rapport aux régions appartenant aux deux quartiles supérieurs.

Ces profils différents selon les régions sont imputables aux variations du taux d'emploi, à la baisse du nombre moyen d'heures travaillées pendant la récession et à la stabilité des différences régionales en matière de croissance de la population pendant les périodes de récession et de reprise. Les flux migratoires des régions pauvres vers les régions riches au sein de la zone euro constituent probablement un facteur déterminant de ces tendances et pourraient avoir contribué à accentuer les différences régionales en matière de rémunération des salariés entre 2007 et 2018. De plus, l'écart entre les régions riches et les régions pauvres en matière de croissance cumulée du nombre total d'heures travaillées, d'emploi et de rémunération des salariés s'est creusé dans plusieurs pays de la zone euro entre 2007 et 2018, s'ajoutant à l'hétérogénéité visible d'un pays à l'autre des évolutions du marché du travail. L'impact hétérogène exercé sur le nombre total d'heures travaillées, l'emploi et la rémunération pourrait également être lié aux différences observées dans la composition sectorielle des divers groupes régionaux, les secteurs subissant la plus forte baisse de l'emploi et des salaires cumulés tendant à être situés dans les régions ayant un taux de croissance du PIB par tête plus faible, tandis que les secteurs florissants sont principalement établis dans les régions les plus riches.

6

Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible

António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni et Gerrit Koester

Le chômage partiel et le chômage technique constituent des instruments essentiels pour amortir l'impact économique de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Plusieurs pays de la zone euro ont mis en œuvre ou révisé leurs dispositifs de chômage partiel ou de chômage technique⁴⁷ afin de limiter les pertes de revenus des ménages et les coûts salariaux des entreprises⁴⁸. Ces dispositifs soutiennent également la reprise économique : ils préservent les relations de travail de sorte que les travailleurs soient disponibles et les entreprises prêtes à reprendre l'activité une fois levées les mesures de confinement. De nombreux éléments montrent que ces dispositifs de soutien freinent considérablement les pertes d'emplois dans la zone euro, par rapport aux pays où ces systèmes sont rares (par exemple les États-Unis) ou inexistant⁴⁹. Ces dispositifs sont conçus pour combler les insuffisances temporaires de l'activité et de la demande et doivent être équilibrés par rapport aux besoins de restructuration de l'économie et de réaffectation de l'emploi au sein et entre les secteurs.

Cet encadré évalue les taux d'utilisation et calcule les taux de remplacement des salaires pour les dispositifs des cinq plus grands pays de la zone euro. Ces économies représentent plus de 80 % de la rémunération des salariés à l'échelle de la zone euro. En associant les taux de remplacement des salaires au nombre de participants, il est possible de calculer l'impact du chômage partiel sur le revenu disponible des ménages durant la pandémie. Il est important de comprendre les effets des dispositifs de chômage partiel et de chômage technique actuels et prévus pour élaborer des projections macroéconomiques. Par conséquent, les effets des dispositifs doivent être contrôlés à mesure que de nouvelles informations deviennent disponibles sur leur utilisation effective.

Les effets des dispositifs de chômage partiel sur les pertes de revenus varient en fonction de la réduction de la durée du travail. Le graphique A montre qu'un salarié moyen couvert par un dispositif de chômage partiel – par exemple en Allemagne⁵⁰, en Italie ou en Espagne – peut s'attendre à une perte de salaire net de 25 % environ en travaillant à 50 % de ses heures réglementaires et à une perte de

⁴⁷ Les modifications apportées aux dispositifs de chômage partiel existants ont généralement concerné le traitement plus rapide des demandes, une éligibilité plus large, la compensation des charges sociales, l'extension aux travailleurs temporaires ou une modification de la durée du dispositif.

⁴⁸ À la suite de la propagation de la pandémie de coronavirus en Europe, la Commission européenne a également proposé un règlement du Conseil créant un instrument de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE).

⁴⁹ Pour une analyse du chômage partiel au cours de la crise actuelle, cf., par exemple, Giupponi (G.) et Landais (C.), « *Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis* », VOX-EU, 1^{er} avril 2020 ; ou Adams-Prassl (A.), Boneva (T.), Golin (M.) et Rauh (C.), « *Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys* », IZA Discussion Paper Series, n° 13183, 2020.

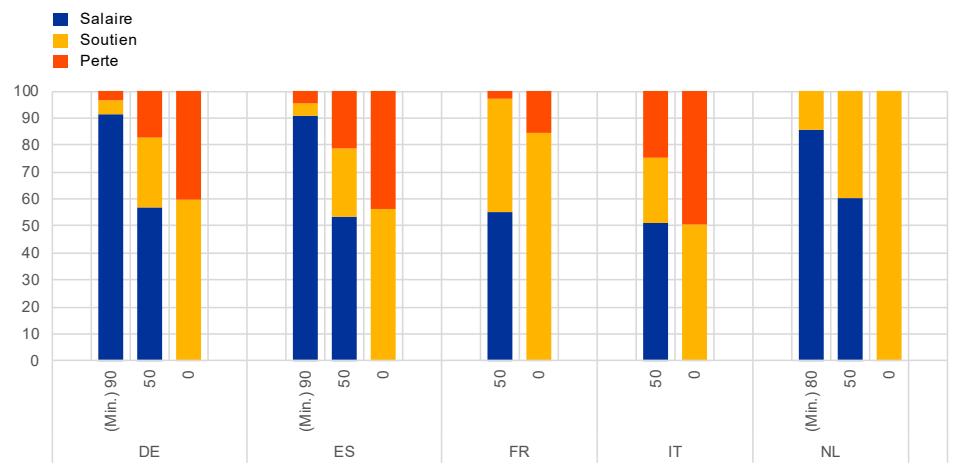
⁵⁰ En Allemagne, une disposition spéciale est prévue pour 2020 : à partir du quatrième mois de chômage partiel, la part de la perte de revenus compensée par le dispositif est portée à 70 % pour les bénéficiaires sans enfant subissant une perte en heures de travail d'au moins 50 %.

50 % environ en ne travaillant pas du tout (abstraction faite d'autres réglementations spécifiques au secteur ou à l'entreprise). La durée maximale des dispositifs varie sensiblement d'un pays à l'autre.

Graphique A

Taux de remplacement des salaires pour les salariés moyens

(pourcentage des salaires et traitements nets par salarié en fonction du pourcentage d'heures normalement travaillées à plein temps)



Sources: Estimations des services de la BCE reposant sur les réglementations nationales et les contributions des banques centrales nationales.

Notes : Les calculs représentent le revenu salarial net des ménages sans enfant durant les premiers mois de perception de l'indemnité. « Min. » reflète la réduction minimale du temps de travail nécessaire pour percevoir l'indemnité.

En fonction de la conception des dispositifs nationaux, leurs effets sur les mesures de la rémunération par tête et sur la rémunération horaire peuvent différer sensiblement d'un pays de la zone euro à l'autre. Alors qu'en Allemagne et en Espagne, les prestations sont versées directement aux salariés, aux Pays-Bas, en France et en Italie, les employeurs reçoivent une subvention pour financer les paiements versés aux salariés. Dans les différents pays, ces dispositifs peuvent se traduire de diverses manières dans les statistiques, selon la classification décidée par Eurostat. Si les prestations sont versées directement aux salariés et enregistrées sous forme de transferts sociaux, alors que les traitements et salaires diminuent à raison du nombre d'heures travaillées, ces dispositifs peuvent entraîner une forte baisse de la rémunération par tête. En revanche, dans les pays où ces dispositifs sont fondés sur une subvention versée aux employeurs, qui continuent de payer l'intégralité des salaires pour un nombre réduit d'heures travaillées, ils peuvent impliquer une rémunération horaire plus élevée.

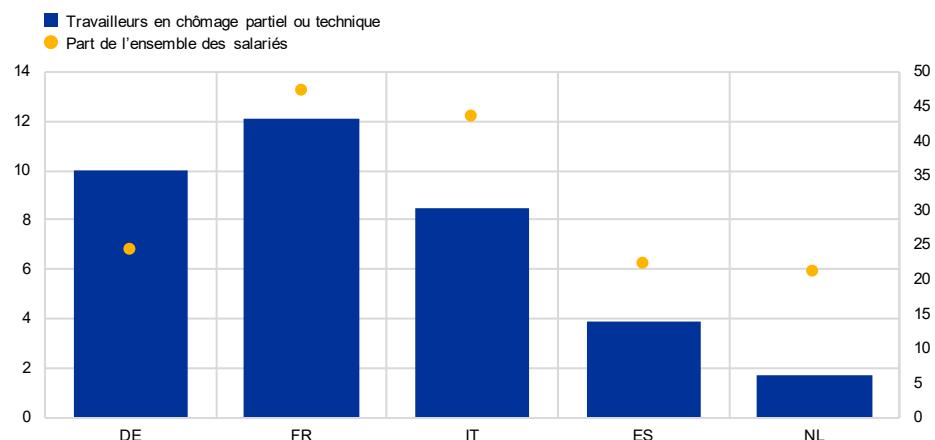
Dans les cinq principaux pays de la zone euro, une part importante des salariés est probablement en situation de chômage partiel ou de chômage technique. Des estimations provisoires (cf. graphique B) reposant sur différentes sources laissent penser que 10 millions de salariés environ seraient couverts par ces dispositifs en Allemagne (24 % des salariés) et 12 millions environ en France (47 % des salariés). Les chiffres correspondants sont estimés à 8,5 millions en Italie (44 % des salariés), 3,9 millions en Espagne (23 % des salariés) et 1,7 million aux Pays-Bas (21 % des salariés). Les données officielles pour certains de ces pays n'étant pas encore publiées, ces chiffres doivent être considérés avec prudence. Ils sont ici utilisés à des fins d'illustration pour évaluer les effets des mesures prises

sur les revenus. En outre, les chiffres sont probablement un plafond, reflétant les taux d'utilisation lorsque les mesures de confinement étaient en vigueur. Les mesures gouvernementales supplémentaires visant à aider les travailleurs indépendants ne sont pas analysées dans le présent encadré.

Graphique B

Estimations du nombre de salariés en situation de chômage partiel ou de chômage technique

(échelle de gauche : en millions de salariés ; échelle de droite : en pourcentage des salariés)



Sources : Estimations des services de la BCE fondées sur les informations de l'IAB (pour l'Allemagne), de la Dares (pour la France), de l'INPS (pour l'Italie), de Factiva (pour l'Espagne) et de l'UWV (pour les Pays-Bas).

Note : Sur la base des données collectées jusqu'à mi-mai 2020.

L'effet précis du chômage partiel sur le revenu disponible des ménages est encore incertain. Non seulement le nombre de bénéficiaires a évolué rapidement, mais la réduction précise du nombre d'heures travaillées par bénéficiaire reste également inconnue. Afin d'évaluer l'importance des dispositifs de chômage partiel pour le revenu disponible des ménages, le graphique C présente deux illustrations, montrant une période de forte incidence (*pendant* les confinements) et une période de faible incidence (avec des contraintes relativement moins strictes, *après* les confinements) reposant sur des calculs relatifs aux cinq plus grands pays de la zone euro. Globalement, les caractéristiques de ces deux périodes sont conformes au scénario *moyen* pour l'activité dans la zone euro au deuxième trimestre 2020, avec des confinements stricts se terminant courant mai 2020⁵¹.

Les prestations de chômage partiel atténuent sensiblement l'impact du COVID-19 sur le revenu disponible des ménages. En l'absence de chômage partiel, la diminution des revenus du travail des ménages de la zone euro induite par la baisse des heures travaillées pourrait atteindre – 22 % durant les confinements (graphique C, période de fort impact)⁵². Toutefois, grâce aux indemnités de

⁵¹ Cf. le scénario moyen décrit dans l'encadré intitulé « Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

⁵² On part de l'hypothèse que pour chaque bénéficiaire les heures de travail sont réduites de 75 % en moyenne. Cette réduction des heures travaillées est, par exemple, supérieure à la réduction effective des heures travaillées pour les bénéficiaires d'indemnités de chômage partiel en Allemagne lors de la crise financière. Toutefois, cela semble raisonnable compte tenu de la réduction importante des heures travaillées dans plusieurs secteurs durant le confinement.

chômage partiel, la baisse des revenus nets du travail devrait se limiter à – 7 %, même si des différences significatives entre particuliers et entre pays doivent être signalées. Les revenus du travail représentant environ deux tiers du revenu disponible des ménages, on pourrait s'attendre à ce que les dispositifs de chômage partiel fournissent un volant de 10 % environ du revenu disponible des ménages (c'est-à-dire abstraction faite du revenu mixte et des revenus de la propriété). Après la fin des confinements, en période de faible impact, la perte de revenus nets du travail pourrait se réduire à – 3 %, tandis que les indemnités de chômage partiel diminueront rapidement.

Les dispositifs de chômage partiel contribuant à préserver l'emploi pendant la crise, ils atténuent également la hausse de l'incertitude relative aux revenus.

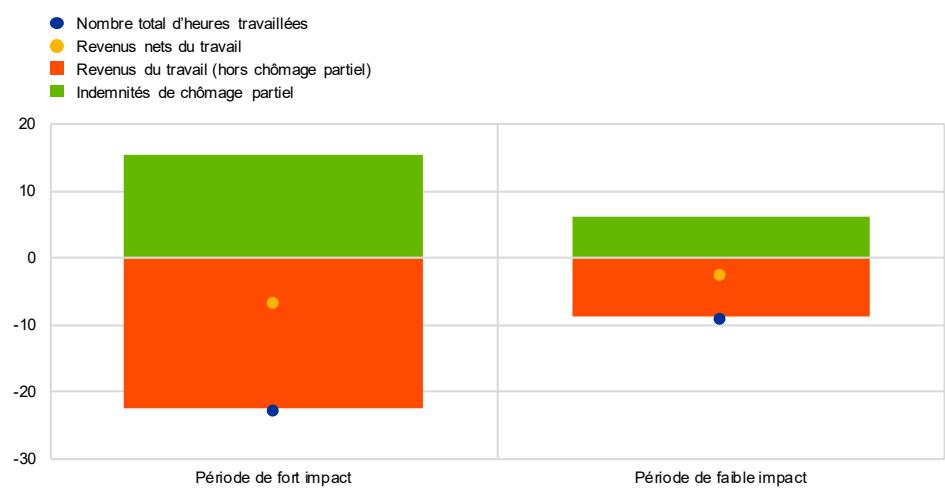
Les dispositifs de chômage partiel n'aident pas seulement les ménages à préserver leurs revenus, ils aident aussi les entreprises à préserver leur trésorerie.

Par conséquent, moins d'emplois devraient être menacés jusqu'au moment de la reprise économique. La réduction de l'incertitude relative aux revenus des ménages est un autre canal par lequel les politiques publiques peuvent contribuer à atténuer les effets négatifs de la pandémie de coronavirus sur les dépenses des ménages.

Graphique C

Chômage partiel et revenus du travail dans la zone euro

(variations en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources: Estimations des services de la BCE pour les cinq principaux pays de la zone euro sur la base d'informations préliminaires relatives au nombre de travailleurs en chômage partiel provenant de l'IAB (pour l'Allemagne), de la Dares (pour la France), de l'INPS (pour l'Italie), de Factiva (pour l'Espagne) et de l'UWV (pour les Pays-Bas).

Notes : La période de fort impact utilise le nombre de salariés en chômage partiel estimé dans le graphique B et suppose une réduction des heures travaillées de 75 % en moyenne par bénéficiaire. La période de faible impact repose sur l'hypothèse d'un nombre de salariés touchés moitié moindre que dans le scénario de fort impact. Elle suppose une réduction plus faible des heures travaillées par bénéficiaire, de 60 % en moyenne.

La crise du COVID-19 et ses implications pour les politiques budgétaires

Préparé par Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Nadine Leiner-Killinger

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a fait peser des charges sans précédent sur les économies des pays de la zone euro et sur leurs finances publiques, ce qui nécessitera une réponse vigoureuse de l'UE en complément des mesures prises au niveau national. Le 20 mai, la Commission européenne a publié ses recommandations spécifiques par pays pour les politiques économiques et budgétaires dans le cadre du Semestre européen 2020⁵³. Le 27 mai, elle a publié des propositions concernant un fonds de relance visant à soutenir la reprise via de futurs investissements et des réformes structurelles⁵⁴. Le présent encadré examine la manière dont les politiques budgétaires nationales sont coordonnées dans le cadre du Semestre européen de cette année et explique que, pour garantir une reprise égale dans les pays de la zone euro et pour combattre la fragmentation, un soutien important sera nécessaire au-delà de celui déjà accordé au niveau national.

En réponse au choc de grande ampleur provoqué par le COVID-19, tous les pays de la zone euro ont mis en œuvre des trains de mesures budgétaires.

Ces ensembles de mesures se composent de mesures de relance budgétaire discrétionnaires, de garanties d'État pour les prêts aux entreprises et d'autres mesures de soutien de la liquidité. Une composante importante des mesures discrétionnaires concerne le soutien aux entreprises, en particulier en vue de préserver l'emploi⁵⁵. Des pays ont également mis l'accent sur les dépenses de santé et sur des mesures visant à soutenir les chômeurs et d'autres groupes vulnérables au moyen de différents transferts sociaux. Sur le plan des revenus, des reports d'impôts et de cotisations à la sécurité sociale ont pour principal objectif de fournir un soutien en liquidité aux ménages et aux entreprises. Selon les [Prévisions économiques du printemps 2020](#) de la Commission européenne, les mesures budgétaires discrétionnaires représentent 3,25 % du PIB au niveau agrégé de la zone euro. De plus, les garanties d'État pour les prêts aux entreprises ainsi que d'autres mesures de soutien de la liquidité s'élèvent à 20 % environ du PIB de la zone euro, selon les plans budgétaires des gouvernements, tels que définis dans les programmes de stabilité publiés fin avril⁵⁶. Ces plans présentent toutefois des différences importantes entre pays quant à l'ampleur des trains de mesures adoptés, et en particulier quant au montant des garanties d'État octroyées. De telles différences accroissent le risque d'une reprise inégale au sein de la zone euro et d'une fragmentation entre les économies qui la composent.

⁵³ Pour plus de détails, cf. « [Semestre européen 2020 : recommandations spécifiques par pays/ Recommandations de la Commission](#) » (disponible uniquement en anglais). Ces recommandations ont été avalisées par le Conseil Ecofin le 9 juin.

⁵⁴ Pour plus de détails, cf. « [L'heure de l'Europe : réparer les dommages et préparer l'avenir pour la prochaine génération](#) ».

⁵⁵ Cf. également encadré 6.

⁵⁶ Pour plus d'informations, cf. « [Semestre européen 2020 : programmes de réformes nationaux et programmes de stabilité/convergence](#) » (disponible uniquement en anglais).

Afin de faciliter une réponse immédiate suffisante face à la crise exceptionnelle, le Conseil Ecofin du 23 mars a activé la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance. En cas de grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'Union et pour autant que la soutenabilité de la dette ne soit pas mise en péril, l'activation de cette clause permet aux pays de s'écartez de l'ajustement budgétaire requis qui s'appliquerait normalement dans le cadre des règles budgétaires de l'UE⁵⁷. Le Conseil Ecofin a souligné que le soutien qui en résulte devrait être « conçu, autant qu'il conviendra, pour être mis en place en temps opportun, à titre temporaire et de manière ciblée ».

La sévérité du choc lié au COVID-19 et l'ampleur de la réaction budgétaire ont conduit à une dégradation considérable et à une hétérogénéité des situations budgétaires. D'après les Prévisions économiques du printemps 2020 de la Commission européenne, le déficit budgétaire de la zone euro devrait grimper de 0,6 % du PIB en 2019 à 8,5 % en 2020. Alors qu'onze pays avaient affiché un excédent budgétaire en 2019, l'ensemble des pays de la zone euro enregistreraient cette année des déficits budgétaires dépassant la valeur de référence de 3 % du PIB. Les déficits les plus importants sont attendus pour la Belgique, l'Espagne, la France et l'Italie, qui figurent parmi les pays ayant entamé la crise avec des ratios dette publique/PIB élevés (cf. graphiques A et B). L'on prévoit une hausse sensible du ratio dette/PIB agrégé de la zone euro, qui augmenterait de 16,7 points de pourcentage pour s'établir à 102,7 % du PIB en 2020, avec une grande hétérogénéité entre pays. Les pays ayant entamé la crise avec des ratios de dette aux alentours de 100 % verront leur endettement s'alourdir le plus considérablement. Seuls six pays de la zone euro (l'Estonie, le Luxembourg, la Lettonie, la Lituanie, Malte et la Slovaquie) devraient garder en 2020 des ratios d'endettement inférieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB. À politiques inchangées, les déficits publics et les ratios dette/PIB se réduiraient en 2021, tout en demeurant à des niveaux bien supérieurs à ceux enregistrés avant la crise.

La Commission estime qu'aucun pays membre de la zone euro ne se conforme actuellement au critère relatif au déficit des administrations publiques défini par le Traité, certains d'entre eux ne respectant de surcroît pas le critère relatif à leur dette publique⁵⁸. Cependant, au vu du degré d'incertitude exceptionnellement élevé qui entoure les évolutions économiques, « y compris lorsqu'il s'agit de donner une orientation crédible à la politique budgétaire »⁵⁹, la Commission ne recommande pas, pour l'heure, l'ouverture de procédures de

⁵⁷ Pour plus de détails, cf. la [Déclaration des ministres des Finances de l'UE sur le pacte de stabilité et de croissance à la lumière de la crise du COVID-19](#) du 23 mars 2020.

⁵⁸ La Commission européenne a adopté des rapports au titre de l'article 126, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne pour tous les États membres, à l'exception de la Roumanie (cf. [Procédure de déficit excessif – synthèse](#), disponible uniquement en anglais). Ces rapports examinent le respect, par les États membres, du critère du déficit en 2020, sur la base de leurs plans ou des prévisions économiques de la Commission pour le printemps 2020. Dans tous les cas, hormis celui de la Bulgarie, la Commission européenne conclut au non-respect du critère du déficit. En outre, les rapports concernant la Belgique, Chypre, l'Espagne, la France, la Grèce et l'Italie évaluent également le respect du critère de la dette en 2019 sur la base des données réelles. Pour ce qui est de la Belgique, de l'Espagne et de la France, la Commission conclut que le critère de la dette n'est pas respecté, tandis que pour Chypre et la Grèce, elle conclut au respect dudit critère. Dans le cas de l'Italie, la Commission européenne conclut qu'il n'y a pas suffisamment d'éléments permettant de conclure au respect ou au non-respect du critère de la dette.

⁵⁹ Cf. [Communication de la Commission. Semestre européen 2020 : recommandations par pays](#).

déficit excessif. Plus tard dans l'année, elle réévaluera les situations budgétaires des États membres sur la base de ses prévisions économiques pour l'automne 2020 et des projets de plans budgétaires des États membres de la zone euro pour 2021.

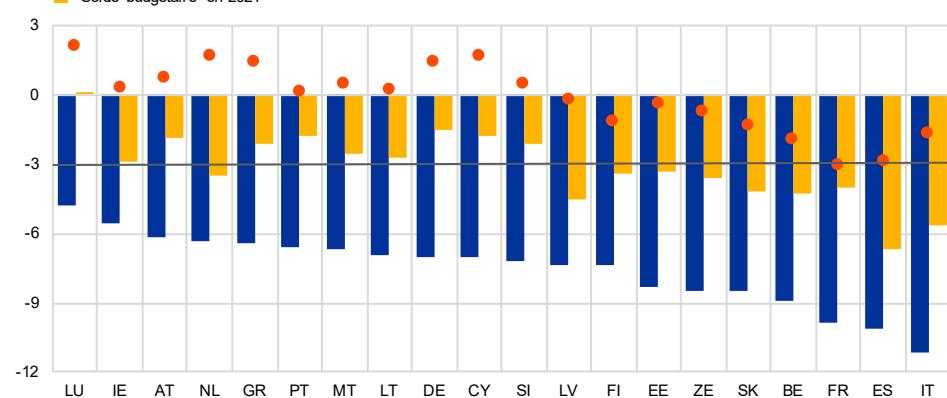
Tous les pays devront continuer de soutenir leurs économies afin de se remettre du grave choc qu'elles ont subi, tout en préservant la soutenabilité à moyen terme des finances publiques. Les recommandations de la Commission quant aux politiques budgétaires pour 2020-2021 disposent que, conformément à la clause dérogatoire générale, les pays devront prendre toutes les mesures nécessaires pour lutter efficacement contre la pandémie, soutenir l'économie et favoriser la reprise subséquente. Par la suite, lorsque les conditions économiques le permettront, la Commission recommande la conduite de politiques budgétaires visant à parvenir à des positions budgétaires prudentes à moyen terme et à garantir la soutenabilité de la dette, tout en stimulant les investissements. Lorsque la profonde récession économique se dissipera et avant que des doutes n'émergent quant à la soutenabilité de la dette à moyen terme, il conviendra de suspendre le recours à la clause dérogatoire générale prévue par le Pacte. Les politiques budgétaires devront renouer avec les ajustements visés dans le Pacte.

Graphique A

Soldes budgétaires des administrations publiques, 2019-2021

(en pourcentage du PIB)

- Solde budgétaire en 2019
- Solde budgétaire en 2020
- Solde budgétaire en 2021

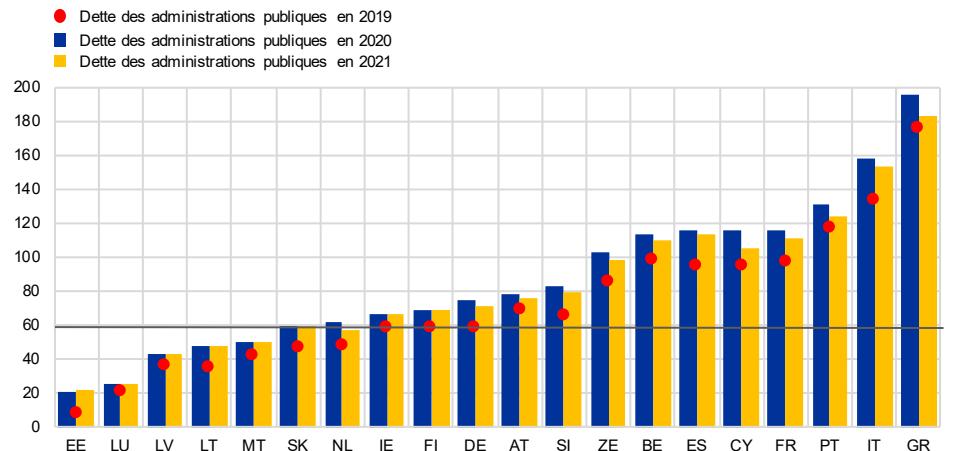


Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

Graphique B

Dette brute des administrations publiques, 2019-2021

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

Une réponse forte à l'échelle européenne est nécessaire pour soutenir la reprise et éviter la fragmentation économique dans la zone euro ; les premières mesures en ce sens ont été prises. Des filets de sécurité ont été mis en place pour les travailleurs, les entreprises et les États, totalisant 540 milliards d'euros. Premièrement, un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* – SURE) apportera, sous la forme de prêts, une assistance financière aux États pour leur permettre de mobiliser des fonds afin de financer les dispositifs nationaux de chômage partiel ainsi que certaines dépenses de santé publique pendant la durée de l'urgence. Des prêts seront octroyés aux États membres à des conditions favorables pour un montant total de 100 milliards d'euros, qui seront prélevés autant que faire se peut sur le budget de l'UE et seront nantis par des garanties apportées par les États membres⁶⁰. Deuxièmement, un fonds de garantie paneuropéen doté de 25 milliards d'euros sera constitué afin d'appuyer les activités de la Banque européenne d'investissement (BEI). Ce fonds pourra soutenir des financements aux entreprises à hauteur de 200 milliards d'euros, également par la voie des banques de développement nationales⁶¹. Troisièmement, à titre de garantie pour les États membres de la zone euro, un instrument de soutien dans le cadre de la crise pandémique (*Pandemic Crisis Support*) a été mis en place sur la base de la ligne de crédit de précaution existante du mécanisme européen de stabilité (MES), à savoir la ligne de crédit assortie de conditions renforcées (*Enhanced Conditions Credit Line* – ECCL). L'accès à cette ligne de crédit s'effectuera jusqu'à concurrence de 2 % des PIB respectifs de 2019 des États membres, pour une enveloppe globale de 240 milliards d'euros. La seule exigence à respecter pour pouvoir tirer sur cette ligne de crédit

⁶⁰ Cf. « Règlement (UE) 2020/672 du Conseil du 19 mai 2020 portant création d'un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) engendrée par la propagation de la COVID-19 » (JO L 159, 20.05.2020, p.1).

⁶¹ Cf. « COVID-19 : le Conseil d'administration de la BEI approuve le Fonds de garantie paneuropéen, doté de 25 milliards d'EUR, mis en place pour faire face à la crise ».

sera, pour les États membres qui sollicitent cette aide, de s'engager à utiliser ladite ligne de crédit pour soutenir le financement national des coûts directs et indirects en matière de soins de santé, de traitements et de prévention occasionnés par la crise du COVID-19⁶².

Pour autant, des efforts supplémentaires seront nécessaires pour préparer et soutenir la reprise au niveau de l'UE. Le 27 mai, la Commission européenne a présenté ses propositions relatives à un plan de relance incluant un nouvel instrument de relance doté de 750 milliards d'euros, baptisé « *Next Generation EU* » et ancré dans un cadre financier pluriannuel renforcé. *Next Generation EU* devrait se constituer de dons aux États membres à hauteur de 500 milliards d'euros et de prêts pour un montant de 250 milliards d'euros, étant entendu que la finalité première est de soutenir les investissements et les réformes structurelles. Priorité sera donnée aux investissements stratégiques à long terme destinés à favoriser la transition écologique et numérique. À l'avenir, il importe que les États membres de l'UE parviennent en temps opportun à un accord sur les importants efforts qu'il conviendra de déployer afin de soutenir leurs économies.

⁶² Cf. « *ESM Pandemic Crisis Support* ».

Articles

1 Les attitudes des citoyens de l'UE à l'égard de la BCE, de l'euro et de l'Union économique et monétaire

Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson et Hanni Schölermann

En s'appuyant sur la littérature relative à la confiance dans les institutions, le présent article examine l'état, l'évolution et la ventilation sociodémographique de la confiance des citoyens dans la BCE et de leur soutien à l'euro. Sur la base d'une nouvelle typologie des attitudes vis-à-vis de l'Union économique et monétaire (UEM) et de microdonnées tirées des enquêtes de l'Eurobaromètre depuis l'introduction de la monnaie unique, l'analyse s'intéresse à l'évolution de la prévalence des partisans de l'UEM et des sceptiques au fil du temps et dans l'ensemble des pays de la zone euro. Elle examine plus en détail les caractéristiques sociodémographiques, les perceptions économiques et, plus largement, le sentiment européen au sein de ces groupes. Elle fournit ainsi des informations sur les facteurs qui déterminent les attitudes des citoyens vis-à-vis de la BCE, de l'euro et de l'UEM et permet d'identifier des voies d'amélioration de la confiance. L'analyse montre que le soutien populaire à l'UEM, en particulier la confiance accordée à la BCE, dépend dans une large mesure de la perception par les citoyens de leur situation personnelle et du contexte économique global, ainsi que de leur attitude globale envers l'Union européenne, tandis que d'autres indicateurs sociodémographiques semblent être moins pertinents.

1 Introduction

La crise financière et de la dette souveraine a placé les questions d'intégration économique et monétaire au premier plan des débats politiques européens et nationaux. Le présent article analyse l'incidence de ces évolutions sur l'opinion publique. À cette fin, il suit les évolutions de l'attitude des citoyens à l'égard de l'Union économique et monétaire européenne (UEM) autour de deux axes principaux : le soutien des citoyens à l'euro comme résultat le plus tangible de l'intégration économique et monétaire au niveau européen ; et la confiance accordée par les citoyens à la Banque centrale européenne (BCE) en tant qu'institution chargée de définir et de mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro et de préserver la stabilité de la monnaie unique européenne.

L'euro et la BCE sont étroitement liés au niveau institutionnel, mais l'opinion publique a suivi des tendances divergentes vis-à-vis de l'un et l'autre depuis la crise. Le soutien des citoyens à l'euro est demeuré stable à des niveaux élevés, même au plus fort de la crise. En revanche, la confiance accordée par le public à la BCE a fortement diminué pendant la crise et a ensuite été lente à se redresser. À l'automne 2019, le soutien à l'euro des citoyens de la zone euro est ressorti

à 76 %, après une hausse presque continue depuis le printemps 2016, tandis que 18 % des personnes interrogées dans la zone euro étaient opposées à l'euro. En revanche, 42 % des personnes interrogées dans la zone euro ont exprimé leur confiance dans la BCE, contre 44 % qui ont déclaré ne pas faire confiance à cette institution⁶³. Par conséquent, la confiance nette accordée à la BCE reste négative, tandis que le soutien net apporté à l'euro a augmenté régulièrement depuis 2013 et a atteint un niveau record à l'automne 2019 (cf. graphique 1).

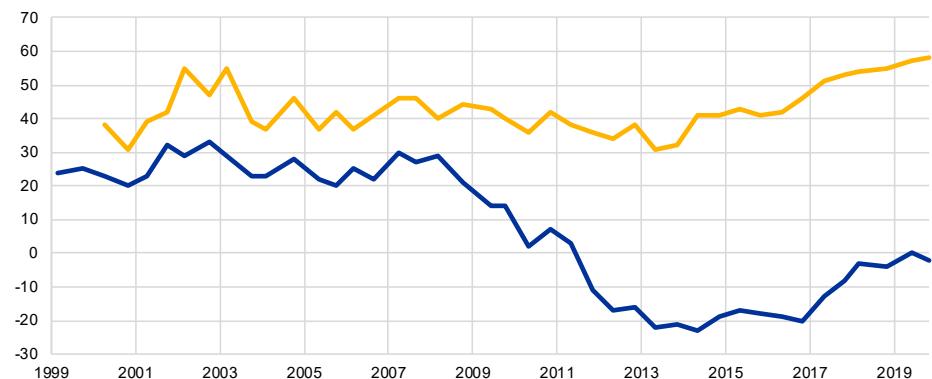
Graphique 1

Confiance nette accordée à la BCE et soutien net apporté à l'euro

Zone euro, printemps 1999 – automne 2019

(en points de pourcentage)

- Confiance nette accordée à la BCE
- Soutien net apporté à l'euro



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : Le soutien net à l'euro est calculé par la différence entre la proportion des réponses « pour » et celle des réponses « contre » à la question « Veuillez me dire si vous êtes pour ou contre une union économique et monétaire européenne avec une monnaie unique, l'euro ». La confiance nette est calculée par différence entre la proportion des réponses « Tendance à faire confiance » et celle des réponses « Tendance à ne pas faire confiance » à la question « Veuillez me dire si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à la Banque centrale européenne ». Les réponses « Ne sait pas » sont exclues dans les deux cas.

Cet article analyse de manière plus détaillée la divergence entre le soutien des citoyens à l'euro et la confiance qu'ils accordent à la BCE. Qui sont les citoyens qui soutiennent la monnaie commune, mais n'ont pas confiance dans la BCE ? En quoi sont-ils différents des citoyens qui soutiennent l'euro et font confiance à la BCE ? Pour explorer ces questions, nous introduisons une typologie comportant quatre types d'attitudes envers l'UEM, fondée sur différentes combinaisons d'opinions des citoyens à propos de l'euro et de la BCE. En nous appuyant sur les données de l'enquête Eurobaromètre, nous analysons la prévalence de différents groupes du grand public de la zone euro depuis la création de la monnaie commune en 1999 jusqu'en 2019⁶⁴. Nous analysons les variations au niveau des États membres de l'UE appartenant à la zone euro et au niveau régional, entre les différents groupes sociodémographiques et en fonction des perceptions économiques et des orientations socio-politiques des citoyens.

⁶³ Commission européenne, *Enquête Eurobaromètre standard de l'automne 2019 (EB 92) – L'opinion publique dans l'Union européenne*, Premiers résultats (enquête menée en octobre 2019), novembre 2019.

⁶⁴ Pour des raisons de disponibilité des données, cette analyse ne peut évaluer les changements potentiels dans l'opinion publique vis-à-vis de l'euro et de la BCE dans le contexte de la pandémie de coronavirus (COVID-9) qui a commencé début 2020.

2 L'importance de la confiance accordée par le public à la BCE et du soutien qu'il apporte à l'euro

La confiance du public est importante pour les banques centrales. Les banques centrales s'appuient sur le pilotage des anticipations d'inflation pour remplir leur mandat. Cela nécessite une compréhension élémentaire des questions économiques et financières et un niveau de confiance élevé au sein du public. Un niveau de confiance élevé dans la capacité de la banque centrale à remplir son mandat facilite sa mission d'ancrage des anticipations d'inflation, renforçant l'efficacité des mesures de politique monétaire de la banque centrale. À l'inverse, un manque de confiance du public rend la banque centrale plus vulnérable aux pressions politiques, car les autorités sont davantage incitées à formuler des commentaires critiques et sont susceptibles de compromettre son indépendance⁶⁵.

La confiance dans la BCE est corrélée avec la compréhension de son mandat par les citoyens et affecte la formation des anticipations d'inflation des ménages. Des éléments montrent que les anticipations d'inflation des particuliers sont liées à leur connaissance de l'objectif de politique monétaire de la BCE et de la manière dont la BCE fournit des informations sur son processus d'élaboration de la politique monétaire⁶⁶. La recherche suggère également que la confiance dans la BCE affecte la formation des anticipations d'inflation des ménages⁶⁷, y compris si l'on prend en compte la connaissance par les personnes interrogées des objectifs de la BCE et leur niveau d'éducation financière⁶⁸.

Le soutien des citoyens confère sa légitimité au projet de l'UEM. Le soutien des citoyens confère la légitimité nécessaire à une gouvernance supranationale dans un domaine de compétence traditionnel de l'État-nation, à savoir la conduite de sa propre politique monétaire. Il est important que le public comprenne et accepte les politiques de la BCE afin de renforcer encore son indépendance politique. En outre, si la soutenabilité d'une monnaie est généralement considérée comme acquise dans le contexte national, il a été argumenté qu'en tant qu'union d'États souverains, l'UEM doit, *in fine*, s'appuyer sur un « sens de l'intérêt commun⁶⁹ » qui constitue un lien politique entre membres de l'union monétaire au-delà des arguments économiques standard⁷⁰. Ces liens politiques ont été d'autant plus importants lors de la crise

⁶⁵ Cf. Ehrmann (M.) et Fratzscher (M.), « *Politics and Monetary Policy* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 93, 2011, p. 941-960 ; Ehrmann (M.), Soudan (M.) et Stracca (L.), « *Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, 2013, p. 781-807.

⁶⁶ Cf., par exemple, van der Cruijsen (C.) Jansen (D.-J.) et de Haan (J.), « *How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households* », *International Journal of Central Banking*, vol. 11, 2015, p. 169-218 ; van der Cruijsen (C.A.B.) et Eijffinger (S.C.W.), « *From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank* », *Journal of Economic Psychology*, vol. 31, 2010, p. 388-399.

⁶⁷ Cf., par exemple, Mellina (S.) et Schmidt (T.), « *The Role of Central Bank Knowledge and Trust for the Public's Inflation Expectations* », *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n° 32, 2018 ou Baerg (N.), Duell (D.) et Lowe (W.), « *Central Bank Communication as Public Opinion: Experimental Evidence* », 2018, étude en cours.

⁶⁸ Cf. Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.) et van Rooij (M.), « *Trust in the Central Bank and Inflation Expectation* », *Working Paper Series*, n° 2375, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2020.

⁶⁹ De Grauwe (P.), *Economics of Monetary Union*, 11^e édition, Oxford University Press, 2016.

⁷⁰ Cf. Bergbauer (S.), Jamet (J.-F.), Schölermann (H.), Stracca (L.) et Stubenrauch (C.), « *Global Lessons from Euroscepticism* », *VoxEU*, septembre 2019.

financière mondiale qui a débuté en 2008, lorsque la participation à la zone euro a été accusée à tort de créer des gagnants et des perdants, et que des questions relatives à l'opportunité de l'intégration économique européenne sont devenues essentielles dans les débats politiques et les campagnes électorales à l'échelle nationale⁷¹

3 Un puzzle à quatre pièces : une typologie des attitudes vis-à-vis de l'UEM

Le soutien à l'euro peut être conceptualisé comme reflétant à la fois la satisfaction vis à-vis de ce qu'a apporté concrètement la monnaie unique et la défense des mérites de l'intégration économique. Les perceptions de l'euro par les citoyens sont susceptibles de représenter à la fois leurs expériences concrètes avec la monnaie unique dans la vie quotidienne et un soutien plus diffus de l'idée d'union monétaire et des mérites de l'intégration économique et monétaire qui sous-tend le régime de l'UEM. En effet, l'euro est considéré comme l'une des manifestations les plus visibles de l'UE⁷² et le soutien des citoyens aux mérites de l'intégration européenne est positivement lié au soutien à l'euro⁷³.

La confiance accordée à la BCE représente une forme de confiance institutionnelle, reflétant une perception positive de la banque centrale et de ses politiques spécifiques. Le résultat le plus concret et la référence évidente pour évaluer les performances de la BCE est le taux d'inflation comme mesure de la stabilité des prix, qui constitue l'objectif principal de la BCE en vertu du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Toutefois, au cours de la crise financière mondiale, la BCE a été considérée par les médias comme l'un des principaux acteurs chargés de résoudre la crise économique⁷⁴. En effet, pendant la crise, les citoyens ont été davantage informés sur la BCE et sont devenus plus enclins à exprimer un avis sur la confiance qu'ils peuvent lui accorder⁷⁵. Cependant, puisqu'il s'agit d'une institution de l'UE, les citoyens sont susceptibles d'évaluer la BCE dans le cadre global de l'UE, au même titre que les autres institutions, comme la Commission européenne ou le Parlement européen. Ainsi, lorsqu'on leur demande s'ils font confiance à la BCE, les citoyens peuvent ne pas seulement tenir

⁷¹ Cramme (O.) et Hobolt (S.B.), *Democratic Politics in a European Union under Stress*, Oxford University Press, 2014.

⁷² En effet, au printemps 2019, l'euro a été la deuxième réponse la plus fréquemment donnée, ce qui signifie que les personnes interrogées l'ont associé à l'UE tout de suite après la liberté de circulation. Commission européenne, *Enquête Eurobaromètre standard du printemps 2019 (EB 91) – L'opinion publique dans l'Union européenne* (menée en juin 2019).

⁷³ Cf. Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, janvier 2020.

⁷⁴ Cf., par exemple, les conclusions de Picard (R.G), (ed.), « *The euro crisis in the media: Journalistic coverage of economic crisis and European institutions* », Londres-New-York : I.B. Tauris, 2015.

⁷⁵ En fait, les données de l'enquête Eurobaromètre montrent un renforcement notable de l'information du public à propos la BCE durant la crise financière mondiale. La part des personnes interrogées qui ont déclaré avoir « entendu parler » de la BCE est passée de 70 % en 1999 à 85 % en 2015, la majeure partie de cette augmentation étant intervenue pendant les années de crise. De même, la part des personnes répondant « Ne sait pas » lorsqu'on leur demande s'ils font confiance à la BCE est revenue de 31 % en 1999 à 17 % en 2015.

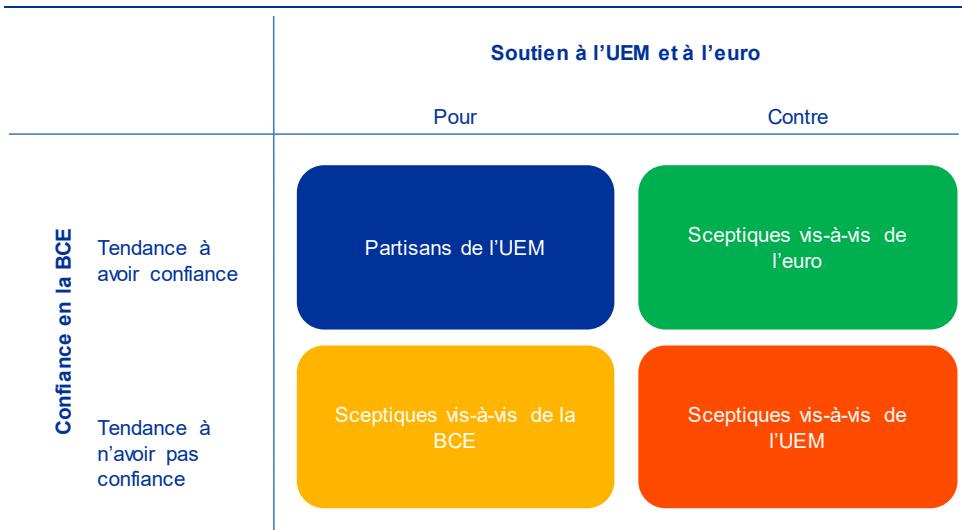
compte de l'évolution de l'inflation, mais aussi d'autres évolutions macroéconomiques et de leur perception globale de l'UE.

Globalement, les opinions des citoyens sur l'euro, d'une part, et sur la BCE, d'autre part, apportent un éclairage sur leurs attitudes à l'égard de l'UEM.

Les citoyens peuvent avoir des opinions régulièrement positives ou négatives sur l'euro comme sur la BCE, mais avoir aussi des avis divergents sur la monnaie unique et sur la banque centrale. La figure 1 présente un tableau croisé du soutien à l'euro et de la confiance dans la BCE, qui se traduit par quatre groupes de partisans de l'UEM et de sceptiques vis-à-vis de celle-ci : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (partisans de l'UEM)⁷⁶.

Figure 1

Typologie des attitudes à l'égard de l'UEM



Note : Le cinquième groupe, qui comprend les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une ou à chacune des questions, ne figure pas dans l'aperçu.

Des combinaisons d'attitudes différentes à l'égard de l'UEM ont des implications différentes pour l'intégration économique et monétaire. Parmi

ces quatre groupes, il faut particulièrement s'attacher à comprendre le premier, les « sceptiques vis-à-vis de l'UEM », dans la mesure où ces citoyens qui ne sont favorables ni à l'euro ni à la BCE peuvent être ouverts à, ou soutenir activement, une annulation de l'intégration économique et monétaire, compromettant potentiellement le bon fonctionnement de l'UEM. Une forte prévalence du deuxième groupe, à savoir les citoyens de la zone euro « sceptiques vis-à-vis de la BCE », peut affaiblir l'acceptation des actions de la BCE ; tandis que le soutien continu de ce groupe à la monnaie unique indique une perspective en principe pro-européenne. Le troisième

⁷⁶ La typologie est tirée de Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, janvier 2020.

groupe, les « sceptiques vis-à-vis de l'euro », est déconcertant dans la mesure où ces citoyens font confiance à la BCE, mais sont opposés à une monnaie unique. Cela peut s'expliquer par un scepticisme général à l'égard de l'élaboration de politiques au niveau de l'UE ou par l'attachement aux monnaies nationales qui ont été remplacées par l'euro, associé à des niveaux de confiance élevés dans le fonctionnement des institutions. Le quatrième groupe, les « partisans de l'UEM », apporte le soutien le plus solide au projet d'intégration économique et monétaire dans la mesure où ces citoyens sont favorables à la monnaie unique et expriment leur confiance dans la BCE.

4 Ce que nous savons des différents groupes à partir de la typologie des attitudes à l'égard de l'UEM

4.1 La mesure de la confiance accordée à la BCE et du soutien apporté à l'euro

L'analyse empirique de la prévalence des différents groupes de partisans de l'UEM s'appuie sur les données de l'enquête Eurobaromètre. Nous utilisons les données d'enquêtes individuelles provenant de 40 campagnes d'enquête Eurobaromètre semestrielles standard réalisées de 1999⁷⁷ à 2019. L'analyse est limitée aux réponses provenant des États membres de la zone euro. L'Eurobaromètre est une enquête transversale (répétée) qui ne permet pas l'analyse de panel ni le suivi des changements d'attitude individuels au fil du temps. Néanmoins, elle donne un aperçu des attitudes des citoyens de la zone euro vis-à-vis de l'euro et de la BCE, au fil du temps et des variations des situations politiques et macroéconomiques. L'Eurobaromètre a été critiqué pour un certain nombre de raisons méthodologiques, mais il demeure l'une des enquêtes transnationales les plus largement utilisées et est devenu la principale source de données pour les recherches empiriques comparatives sur l'opinion publique dans l'UE ainsi que sur les politiques et la sociologie de l'unification européenne.

Le soutien à l'euro et la confiance en la BCE sont exploités au moyen de mesures standard dans la littérature. Pour évaluer le soutien des personnes interrogées à la monnaie unique, nous utilisons la question suivante : « Quel est votre avis sur chacune des déclarations suivantes ? Veuillez me dire si vous êtes d'accord ou non avec chaque déclaration : Une union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie, l'euro. » Pour évaluer le soutien des personnes interrogées à la BCE, nous utilisons la question suivante : « Veuillez me dire si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à ces institutions européennes : La Banque centrale européenne ». Les personnes qui répondent « Ne sait pas » à une ou à chacune des deux questions sont classées dans un cinquième groupe intitulé « Autres (ne savent pas) », tandis que celles qui

⁷⁷ Ou l'année où le pays correspondant a rejoint la zone euro.

refusent de répondre ne sont pas prises en compte dans l'analyse⁷⁸. Selon la campagne d'enquête considérée, de 20 % à 35 % des personnes interrogées entrent dans cette cinquième catégorie (cf. graphique 2) et, parmi elles, environ les deux tiers répondent « Ne sait pas » à la question relative à la confiance dans la BCE.

La conception du questionnaire de l'Eurobaromètre peut avoir une incidence sur les comportements de réponse pour les éléments relatifs au soutien à l'euro et à la confiance dans la BCE. En particulier, l'indicateur de confiance dans la BCE fait partie d'une série de questions qui évaluent la confiance des personnes interrogées dans les différentes institutions de l'UE, notamment la Commission européenne et le Parlement européen. Cette conception peut inciter à se satisfaire d'une réflexion minimale, les personnes interrogées ne différenciant pas suffisamment chacune des questions faute d'avis distinct sur chacune des institutions et/ou parce qu'elles essaient d'être cohérentes dans leurs comportements de réponse, en soutenant ou en rejetant l'ensemble des propositions de la série de questions⁷⁹. En outre, l'ordre des questions dans le questionnaire peut influencer le comportement de réponse, les questions posées antérieurement dans l'enquête pouvant avoir une incidence sur ce comportement au moment de répondre aux questions suivantes.

Une comparaison des conclusions de l'Eurobaromètre avec d'autres ensembles de données apporte une validation externe de ces résultats.

On ne peut exclure que des effets liés au questionnaire aient une incidence sur les résultats, mais une validation croisée des niveaux de confiance dans la BCE et de soutien à l'euro, mesurés par l'enquête Eurobaromètre, avec des éléments attestant des attitudes des citoyens à l'égard de la monnaie unique et de la BCE, issus d'autres ensembles de données nationaux et à l'échelle de l'UE, montre que les résultats sont globalement comparables d'un ensemble de données à l'autre.

Par exemple, l'enquête Eurobaromètre standard de l'automne 2019⁸⁰ (menée en novembre 2019) a montré que 76 % des personnes interrogées dans la zone euro étaient favorables à la monnaie unique. Dans une enquête Flash Eurobaromètre⁸¹ menée à peu près sur la même période (en octobre 2019), 65 % des personnes interrogées ont indiqué que l'euro était une bonne chose pour leur pays et 76 % ont estimé que c'était une bonne chose pour l'UE. Les enquêtes Standard et Flash Eurobaromètre ont observé toutes deux une tendance haussière du soutien à l'euro depuis 2016. Les enquêtes nationales qui comportent parfois des questions sur la

⁷⁸ La proportion de personnes refusant de répondre à ces deux questions de l'enquête Eurobaromètre est très faible. Il n'existe pas de données sur les refus de répondre à la question sur la confiance dans la BCE et moins de 1 % des personnes interrogées auraient refusé de répondre à la question relative au soutien à l'euro dans les campagnes de l'Eurobaromètre depuis 2018. Ces refus de répondre sont exclus de notre analyse.

⁷⁹ Dans Ehrmann (M.), Soudan (M.) et Stracca (L.), « *Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, 2013, p. 781-807, les deux tiers des personnes interrogées donnent la même réponse pour toutes les institutions de l'UE ciblées par la série de questions sur la confiance institutionnelle.

⁸⁰ Commission européenne, *Enquête Eurobaromètre standard de l'automne 2019 (EB 92) – L'opinion publique dans l'Union européenne, Premiers résultats*, (menée en octobre 2019), novembre 2019.

⁸¹ Commission européenne, *Enquête Flash Eurobaromètre (EB 481) sur les opinions et les attitudes relatifs à l'euro dans les 19 pays de la zone euro*, (menée en octobre 2019), novembre 2019.

confiance dans la BCE font apparaître des niveaux de confiance comparables à ceux observés sur la base des données des enquêtes de l' Eurobaromètre⁸².

Les sections suivantes évaluent par une analyse univariée le soutien accordé à l'UEM. Les variations de la composition des différents groupes de la typologie sont illustrées selon différents indicateurs sociodémographiques. Les données agrégées à l'échelle de la zone euro sont pondérées pour tenir compte des différences de taille de population entre pays de la zone euro en appliquant les pondérations post-stratification standard fournies par les données de l'enquête Eurobaromètre. Cette analyse peut mesurer les corrélations simples entre le type de soutien apporté à l'UEM et les indicateurs sociodémographiques individuels en question et, par sa dimension temporelle, identifier les points de retournement et les éventuels facteurs déclencheurs de modifications du soutien à l'UEM. Toutefois, l'analyse n'intègre pas de variables de confusion, ni ne fournit d'estimations quantitatives de l'ampleur des corrélations observées, et n'est pas non plus en mesure d'établir une causalité⁸³.

4.2 Le soutien en faveur de l'UEM depuis la crise financière mondiale

Au niveau de l'agréat zone euro, les partisans de l'UEM forment le groupe le plus important, qui a affiché un rebond après le point bas enregistré durant la crise financière mondiale. Le graphique 2 montre la part des personnes interrogées dans chacun des quatre groupes de l'agréat zone euro, pour la période allant de 1999⁸⁴ à 2019. Avant la crise, une relative majorité (40 % environ) de citoyens de la zone euro étaient partisans de l'UEM (ligne bleu foncé du graphique 2). Ce groupe a diminué en importance dès le début de la crise financière et économique en 2008-2009, atteignant un point bas en 2013-2014. Il s'est stabilisé au cours des années suivantes, retrouvant en 2017-2018 des niveaux tout juste inférieurs à ceux observés avant la crise. À l'issue de la crise, les citoyens européens semblaient avoir perdu confiance dans la BCE, sans nécessairement se retourner contre le projet de monnaie unique proprement dit, comme en témoigne le nombre croissant de personnes qui continuent de soutenir l'euro, mais n'ont pas confiance dans la BCE. Ce groupe est devenu le groupe le plus important au cours des années 2013-2016 (ligne jaune du graphique 2). Le nombre de sceptiques à l'égard de l'UEM (ligne rouge du graphique 2) a également augmenté, atteignant un

⁸² Cf., par exemple, pour l'Allemagne, les conclusions de Hayo (B.) et Neuenkirch (E.), « *The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 47, 2014, p. 286-303 ; pour les Pays-Bas, van der Cruijsen (C.A.B.) et Eijffinger (S.C.W.), « *From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank* », *Journal of Economic Psychology*, vol. 31, 2010, p. 388-399.

⁸³ Pour des analyses multivariées récentes du soutien à l'euro et de la confiance dans la BCE, cf., par exemple, Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.-F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, janvier 2020) ; Hobolt (S. B.) et Wratil (C.), « *Public opinion and the crisis: The dynamics of support for the euro* », *Journal of European Public Policy*, vol. 22(2), 2015, p. 238-256 ; Kaltenthaler (K.), Anderson (C.J.) et Miller (W.J.), « *Accountability and independent central banks: Europeans and distrust of the European Central Bank* », *JCMS: Journal of Common Market Studies*, vol. 48, 2010, p.1261-128 ; Kuhn (T.) et Stoeckel (F.), « *When European integration becomes costly: The euro crisis and public support for European economic governance* », *Journal of European Public Policy*, 21(4), p. 624-641.

⁸⁴ Ou l'année respective d'adhésion d'un pays à la zone euro.

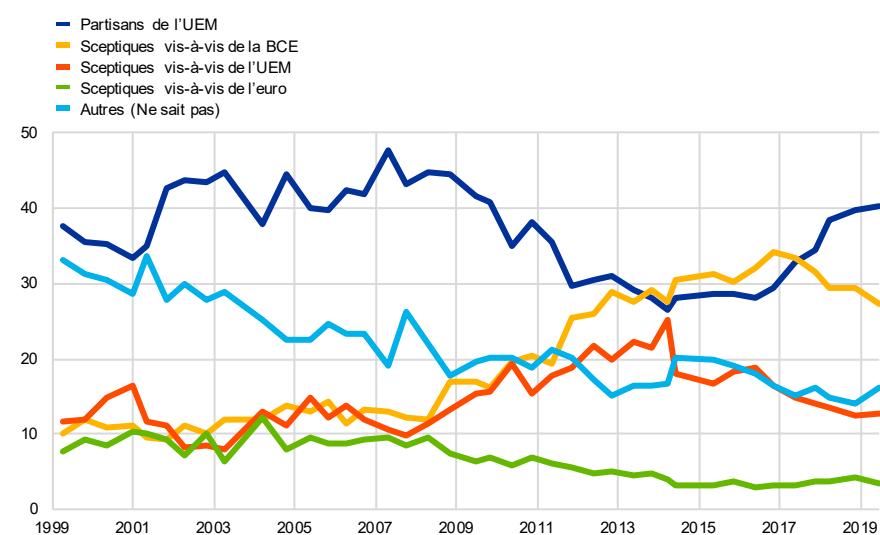
pic en 2014, lorsque près de 25 % des citoyens de la zone euro ne soutenaient ni l'euro ni la BCE. Au printemps 2018, ce groupe s'était réduit, représentant moins de 15 % des participants. Le quatrième groupe, c'est-à-dire les citoyens qui soutiennent la BCE mais pas l'euro (ligne verte du graphique 2), a encore diminué depuis de bas niveaux, devenant négligeable dans l'ensemble de la zone euro ces dernières années (moins de 5 % des participants). Enfin, le nombre décroissant de réponses « Ne sait pas » à l'une ou l'autre des questions (ligne bleu clair du graphique 2) indique que la prise de conscience et la familiarisation croissantes avec la monnaie unique et avec la BCE – que ce soit par l'expérience au quotidien de l'euro comme moyen de paiement ou du fait de l'attention accrue des médias pour la BCE durant la crise – ont également amené les citoyens à exprimer de manière plus confiante leur opinion sur ces deux points.

Graphique 2

Évolution de la typologie des attitudes vis-à-vis de l'UEM

Zone euro, printemps 1999 – printemps 2019

(en pourcentage)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions.

L'évolution à l'échelle de la zone euro du soutien en faveur de l'UEM et du scepticisme à son égard, tels que mesurés par l'Eurobaromètre, montre que la confiance dans la BCE est plus volatile que le soutien en faveur de l'euro.

La diminution relative de la taille du groupe des partisans de l'UEM au cours de la période 2008-2013 est principalement due à la détérioration concomitante de la confiance dans la BCE, comme l'indique le nombre croissant de sceptiques vis-à-vis de la BCE au cours de la même période (cf. graphique 2). Ces observations suggèrent que le soutien en faveur de l'euro résiste mieux à des expériences négatives comme la crise, alors que la détérioration de la confiance dans la BCE durant la période de ralentissement économique indique une orientation davantage

liée à la performance, conformément aux conclusions récentes d'autres études⁸⁵. Dans le même temps, la part croissante durant la crise de citoyens de la zone euro qui ne font pas confiance à la BCE et ne sont pas favorables à l'euro (sceptiques vis-à-vis de l'UEM) suggère que les expériences négatives durant la crise ont également eu une incidence négative sur le soutien au projet d'UEM d'une manière plus générale, probablement en raison du mécontentement à l'égard des résultats produits par la gouvernance économique européenne. Toutefois, cette tendance a semblé s'interrompre pour finalement s'inverser avec la reprise de l'économie. Pour des raisons de disponibilité des données, ces tendances ne reflètent pas l'impact potentiel de la pandémie de coronavirus (COVID-19) qui est apparue début 2020.

La détérioration de la confiance dans la BCE s'inscrit dans un contexte de dégradation plus large de la confiance dans les institutions publiques à l'issue de la crise financière mondiale. En effet, non seulement la BCE, mais la plupart des institutions publiques nationales et supranationales en Europe ont connu une détérioration de la confiance du public au cours des dix dernières années, la détérioration de la confiance dans la BCE s'inscrivant donc dans une tendance plus large. Actuellement, le degré de confiance dans la BCE semble être neutre, la proportion de personnes exprimant de la confiance à l'égard de la BCE étant pratiquement équivalente à celle des personnes exprimant de la défiance. L'encadré 1 résume les évolutions de la confiance du public dans l'UE et dans les institutions nationales depuis la crise financière mondiale.

Encadré 1

Évolution de la confiance dans les institutions publiques depuis la crise financière mondiale

Nils Hernborg et Hanni Schölermann

La détérioration de la confiance du public dans la BCE au cours des dix dernières années s'inscrit dans un contexte de dégradation plus large de la confiance dans les institutions publiques. Depuis le début de la crise financière mondiale, la confiance dans les institutions publiques en Europe s'est détériorée au niveau national comme au niveau supranational. En effet, cette tendance peut être observée dans la plupart des économies avancées. La détérioration de la confiance dans la BCE constatée au cours des dix dernières années n'est donc pas spécifique à la BCE. Dans le même temps, les enquêtes d'attitude indiquent que la confiance du public dans la BCE a diminué dans de plus fortes proportions que la confiance dans les institutions nationales et même dans d'autres institutions de l'UE. Le présent encadré analyse les évolutions de la confiance dans la BCE par rapport à d'autres institutions afin d'identifier les caractéristiques communes et distinctes de la détérioration, ainsi que les améliorations récentes de la confiance du public dans la BCE.

La confiance dans les institutions de l'UE et dans les institutions nationales

Au cours de la décennie précédant la crise financière mondiale, la confiance nette des citoyens de la zone euro dans la Commission européenne, dans le Parlement européen et dans la BCE

⁸⁵ Cf. Bergbauer (S.), Hernborg (N.), Jamet (J.F.) et Persson (E.), « *The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?* », *Journal of European Public Policy*, janvier 2020.

s'établissait à des niveaux nettement positifs et globalement comparables, le Parlement européen se situant légèrement en tête (cf. graphique A). La confiance nette dans ces institutions de l'UE était nettement plus élevée, de 20 à 40 points de pourcentage, que la confiance nette dans les gouvernements ou Parlements nationaux. Même avant la crise, la confiance nette dans les gouvernements ou Parlements nationaux tendait déjà à être négative (les participants à l'enquête exprimant une défiance à l'égard des institutions nationales étant plus nombreux que ceux exprimant de la confiance). Avec l'arrivée de la crise, la confiance dans les institutions nationales s'est encore détériorée, mais la confiance nette dans les institutions de l'UE mentionnées précédemment et dans l'UE en général a également diminué pour s'inscrire en territoire négatif.

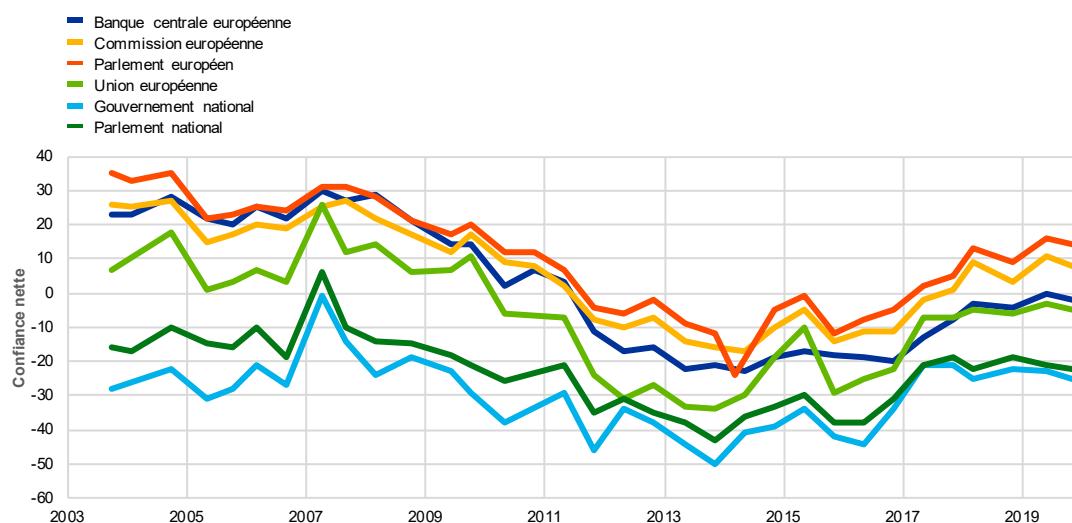
Alors que la détérioration de la confiance à l'égard des institutions publiques était initialement assez généralisée, la perte de confiance a été plus prononcée vis-à-vis des institutions de l'UE, et le redressement de la confiance à leur égard a été inégal d'une institution à l'autre. En effet, par rapport aux institutions de l'UE ainsi qu'aux institutions nationales, la confiance dans la BCE semble avoir été affectée de manière disproportionnée par la crise, enregistrant une plus forte détérioration et un redressement plus lent. Il en résulte que la confiance nette dans la BCE est encore légèrement négative aujourd'hui, s'établissant à – 2 points de pourcentage à l'automne 2019, alors que la confiance nette dans la Commission européenne et dans le Parlement européen est positive depuis 2017.

Graphique A

Confiance dans les institutions européennes et nationales

Zone euro, automne 2003 – automne 2019

(en points de pourcentage)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La confiance nette correspond à la part de réponses « Tend à faire confiance » moins la part de réponses « Tend à ne pas faire confiance » à la question « Veuillez préciser si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à : NOM DE L'INSTITUTION ». Les participants ayant répondu « Ne sait pas » sont exclus dans les deux cas.

La confiance dans la BCE comparée à la confiance dans les institutions nationales

Après avoir atteint un point bas au printemps 2014, la confiance nette dans la BCE s'est partiellement redressée, et l'écart par rapport aux gouvernements nationaux s'est de nouveau légèrement creusé. Au niveau agrégé de la zone euro, fin 2019, la confiance nette dans la BCE s'est inscrite 23 points de pourcentage au-dessus de la confiance nette dans les gouvernements

nationaux. Toutefois, un examen plus attentif montre que le creusement de l'écart masque des évolutions hétérogènes au niveau des pays. Dans l'ensemble, bien que toujours légèrement négative au niveau agrégé de la zone euro fin 2019, la confiance nette dans la BCE s'est établie à un niveau supérieur à celui de la confiance nette dans les gouvernements nationaux dans l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de l'Autriche, de l'Allemagne et du Luxembourg (cf. figure A).

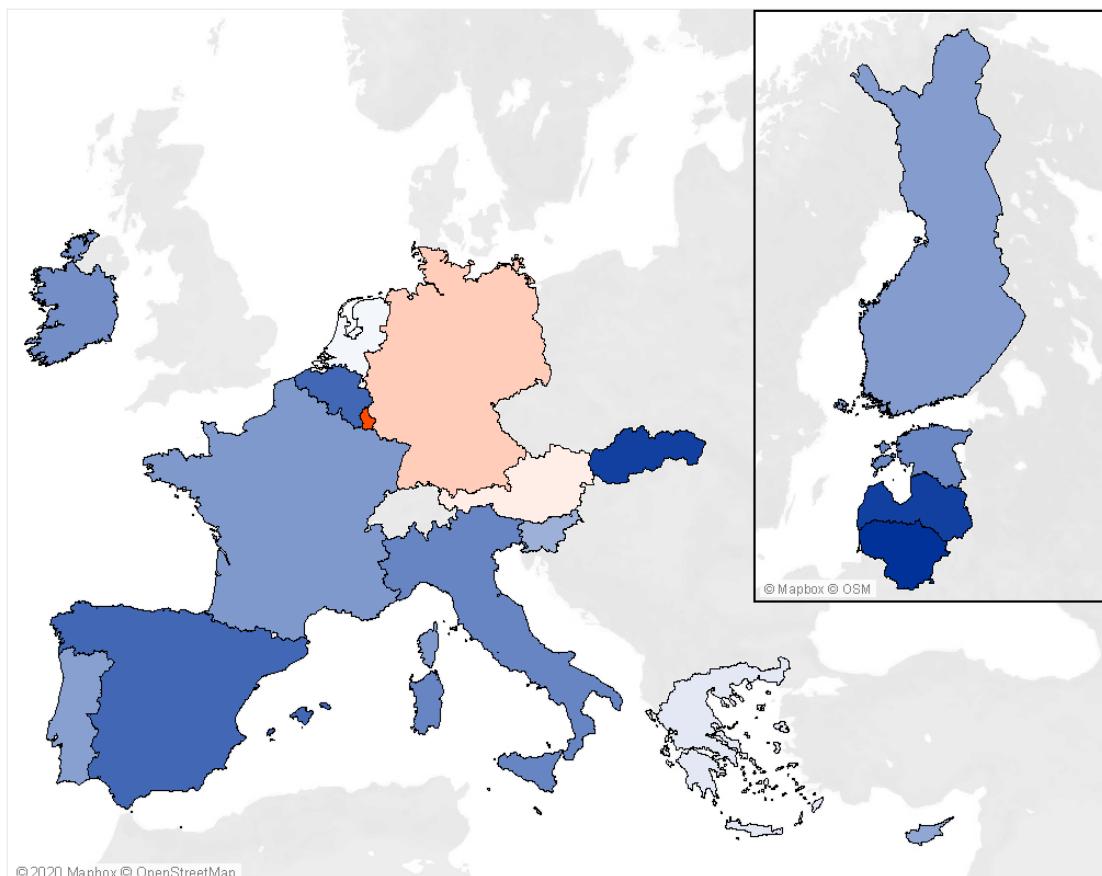
De façon générale, il apparaît que l'écart de confiance s'est davantage resserré dans les pays où il était le plus élevé avant la crise, et que la confiance dans la BCE comparée à la confiance dans les gouvernements nationaux a été particulièrement affectée dans les pays les plus touchés par la crise ainsi qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. L'Espagne et Chypre sont les principales exceptions parmi les pays gravement touchés par la crise. Cela corrobore la conclusion plus générale du présent article selon laquelle les citoyens considèrent la BCE comme davantage responsable que leurs gouvernements nationaux de la situation économique générale au niveau national comme au niveau européen, ainsi que de leur situation financière personnelle, ou du moins qu'ils l'associent davantage à cette situation.

Figure A

Écart entre la confiance nette dans la BCE et la confiance nette dans les gouvernements nationaux

Pays de la zone euro, automne 2019

(en points de pourcentage)



© 2020 Mapbox © OpenStreetMap

	LT	LV	SK	BE	ES	IT	EE	IE	MT	FR	FI	PT	CY	SI	GR	NL	AT	DE	LU
Écart de confiance (points de pourcentage)	62	58	58	46	46	37	36	34	32	31	30	29	27	24	7	3	-1	-3	-11
Variation sur cinq ans (automne 2014)	+4	+12	+5	+20	+18	+2	+27	+5	+12	-11	-6	-21	+18	-28	-18	-17	-4	+19	-17
Variation sur dix ans (automne 2009)	-24	-18	-12	-1	-3	-18	-7	-54	-18	-17	-26	-32	+10	-25	-9	-37	-17	-33	-5

Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La confiance nette correspond à la part de réponses « Tendance à faire confiance » moins la part de réponses « Tendance à ne pas faire confiance » à la question « Veuillez préciser si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à : NOM DE L'INSTITUTION ». Les participants ayant répondu « Ne sait pas » sont exclus dans les deux cas. L'écart de confiance varie entre -200 et 200, étant donné que la confiance nette dans chaque institution varie entre -100 et 100.

4.3 Corrélations géographiques du soutien en faveur de l'UEM

Parmi les États membres de la zone euro, le soutien en faveur de l'UEM s'est amélioré depuis la crise. S'agissant de l'évolution du soutien en faveur de l'UEM par pays, les pays de la zone euro se répartissent globalement en deux groupes : ceux dans lesquels le soutien en faveur de l'UEM a diminué durant la crise mais a largement rebondi depuis, et ceux qui ont affiché un soutien robuste en faveur de l'UEM tout au long des années de crise (cf. graphique 3).

Dans les pays sévèrement touchés par la crise économique, le soutien en faveur de l'UEM a fléchi. Il n'est pas surprenant que le premier profil s'observe presque exclusivement dans les pays sévèrement touchés par la crise économique après 2008 et 2009, tout particulièrement en Irlande, en Grèce, en Espagne, à Chypre, au Portugal et en Slovénie. À l'exception de la Slovénie, tous ces pays ont bénéficié d'un programme d'assistance financière durant la crise. Dans ces pays, en général, la part de sceptiques vis-à-vis de la BCE a augmenté principalement durant la crise. La part des sceptiques vis-à-vis de l'euro a également connu une hausse temporaire, mais elle est presque revenue depuis lors aux niveaux précédant la crise.

Les pays moins touchés par la crise tendent à afficher un soutien relativement stable en faveur de l'UEM. Le second profil de soutien élevé et relativement stable en faveur de l'UEM peut être observé dans les pays qui ont été moins touchés par la crise, comme la Belgique, le Luxembourg, les Pays-Bas, Malte, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande. Dans ces pays, depuis la crise, la part de sceptiques vis-à-vis de la BCE a généralement augmenté de façon modérée et à un rythme régulier à partir d'un très bas niveau, affichant une tendance légèrement supérieure à la part des sceptiques vis-à-vis de l'euro. Toutefois, les sceptiques à l'égard de la BCE comme de l'euro sont restés minoritaires tout au long de la crise et par la suite.

L'Allemagne, la France et l'Italie affichent des profils idiosyncratiques de soutien en faveur de l'UEM. Les trois principaux pays de la zone euro – l'Allemagne, la France et l'Italie – sont des exceptions importantes aux deux profils précédemment décrits. Ils suivent un profil d'évolution commun qui leur est propre, caractérisé par un soutien en faveur de l'UEM qui est également relativement stable mais modéré. Durant la crise, lorsque le soutien en faveur de l'UEM a légèrement fléchi, les sceptiques vis-à-vis de la BCE (en France et en Allemagne) et les sceptiques vis-à-vis de l'UEM (en Italie) ont temporairement constitué les groupes les plus importants. Les tailles relatives de ces groupes se sont inversées depuis, mais la part de sceptiques vis-à-vis de la BCE dans ces pays s'est stabilisée à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise (et comparables, en France, à ceux de la part des partisans de l'UEM).

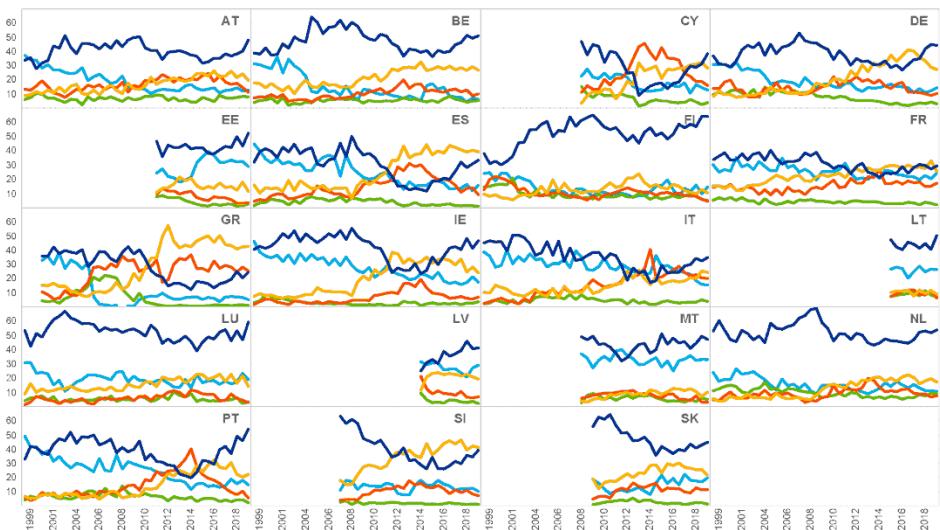
Graphique 3

Typologie des attitudes vis-à-vis de l'UEM par pays

Pays de la zone euro, printemps 1999 – printemps 2019

(en pourcentage)

- Partisans de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de la BCE
- Sceptiques vis-à-vis de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de l'euro
- Autres (Ne sait pas)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions.

Le profil de soutien en faveur de l'UEM présente également des différences considérables au sein des pays. Si l'on applique la typologie des attitudes à l'égard de l'UEM au niveau régional afin d'identifier le groupe prédominant par région⁸⁶, on constate que la géographie du soutien en faveur de l'UEM varie considérablement selon le pays (cf. figure 2)⁸⁷. En indiquant uniquement le groupe prédominant dans chaque région, qui dans certains cas n'a qu'une très légère avance sur les autres groupes, la carte a tendance à surestimer les différences entre régions. Elle sert néanmoins à illustrer le fait que, dans certains pays, un groupe de la typologie prédomine constamment, alors que d'autres pays affichent de nettes différences régionales. Parmi les pays dont les attitudes sont particulièrement homogènes au niveau régional, on peut citer l'Irlande, les Pays-Bas, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Finlande, où les partisans de l'UEM constituent le groupe prédominant dans l'ensemble du pays. La Slovénie présente

⁸⁶ La définition des régions correspond à la nomenclature européenne des unités territoriales statistiques (NUTS), en utilisant le niveau 1 (NUTS 1) pour les grands États membres de l'UE faisant partie de la zone euro (Allemagne, France et Italie) et le niveau 2 (NUTS 2) pour les autres pays de la zone.

⁸⁷ Afin de garantir un nombre suffisant d'observations par région, les observations réalisées au niveau régional pour chaque groupe de la typologie des attitudes vis-à-vis de l'UEM sont agrégées entre l'automne 2016 et le printemps 2019. Cela garantit au moins 100 observations pour la plupart des régions NUTS 2. Toutefois, conformément aux évolutions du soutien en faveur de l'UEM observées depuis la crise, caractérisées par une part croissante de partisans de l'UEM, ces observations surestiment probablement le nombre de régions où les sceptiques vis-à-vis de l'UEM ou de la BCE sont prédominants.

une homogénéité comparable, mais elle est majoritairement sceptique vis-à-vis de la BCE.

Dans les pays présentant des profils hétérogènes de soutien en faveur de l'UEM au niveau infranational, deux groupes tendent à prédominer. S'agissant de la Belgique, de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France et du Portugal, on constate une répartition relativement égale entre les régions dans lesquelles les partisans de l'UEM sont majoritaires et les régions dans lesquelles les sceptiques vis-à-vis de la BCE sont majoritaires. En Italie, les régions sont soit majoritairement partisanes de l'UEM, soit sceptiques vis-à-vis de l'UEM et en Grèce, elles sont essentiellement sceptiques vis-à-vis de l'UEM ou de la BCE. L'Autriche se situe entre ces deux profils et présente une relative homogénéité, les partisans de l'UEM constituant la majorité dans la plupart des régions, avec cependant une région principalement sceptique vis-à-vis de l'UEM et une autre majoritairement sceptique vis-à-vis de la BCE.

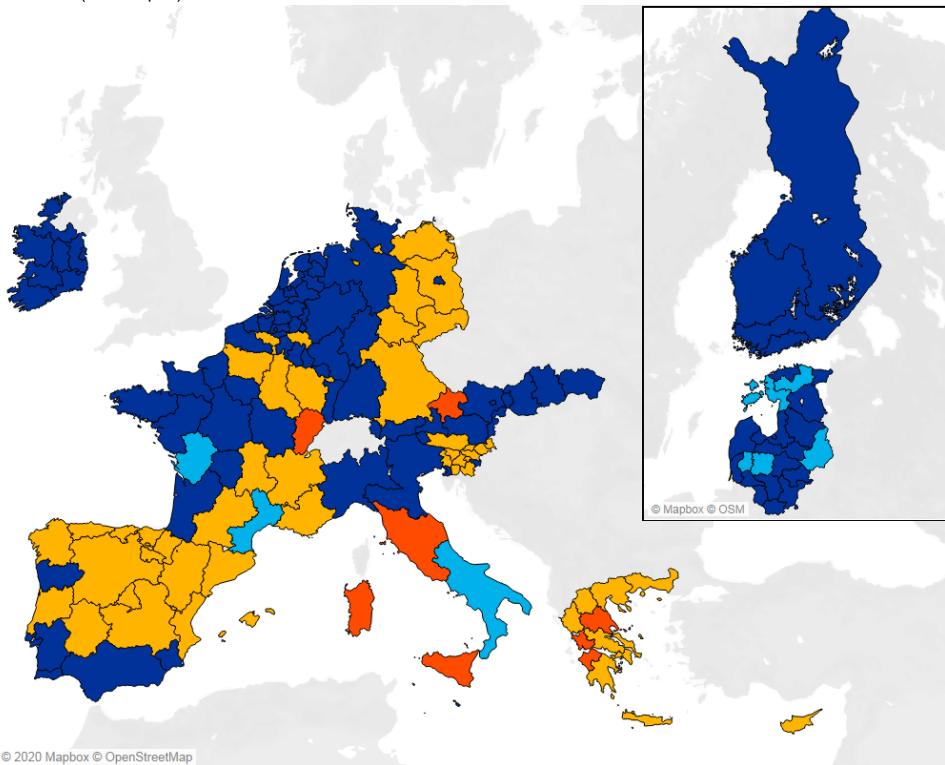
Figure 2

Carte de la typologie des attitudes à l'égard de l'UEM

Régions NUTS de la zone euro, automne 2016 – printemps 2019

(groupe comprenant la plus grande part de participants à l'enquête dans chaque région NUTS)

- Partisans de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de la BCE
- Sceptiques vis-à-vis de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de l'euro
- Autres (Ne sait pas)



Source : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. La classification NUTS varie entre NUTS 1 et NUTS 2 d'un État membre à l'autre et dépend de la granularité codée dans l'enquête Eurobaromètre.

4.4 Corrélations sociodémographiques du soutien en faveur de l'UEM

Les différentes générations présentent des attitudes remarquablement similaires vis-à-vis de l'euro et de la BCE. L'évaluation du soutien en faveur de l'UEM entre les différentes générations fait apparaître que les différentes cohortes présentent des attitudes remarquablement similaires à l'égard de l'euro et de la BCE (cf. graphique 4). Au sein des différentes cohortes – la génération de la guerre née avant 1946, les « baby boomers » nés jusqu'en 1964, la génération X née jusqu'en 1980 et la génération Y née après 1980 – les tailles relatives des groupes des différents types de partisans de l'UEM ont été constamment proches de celles observées au sein de l'ensemble de la population de la zone euro au cours des vingt dernières années.

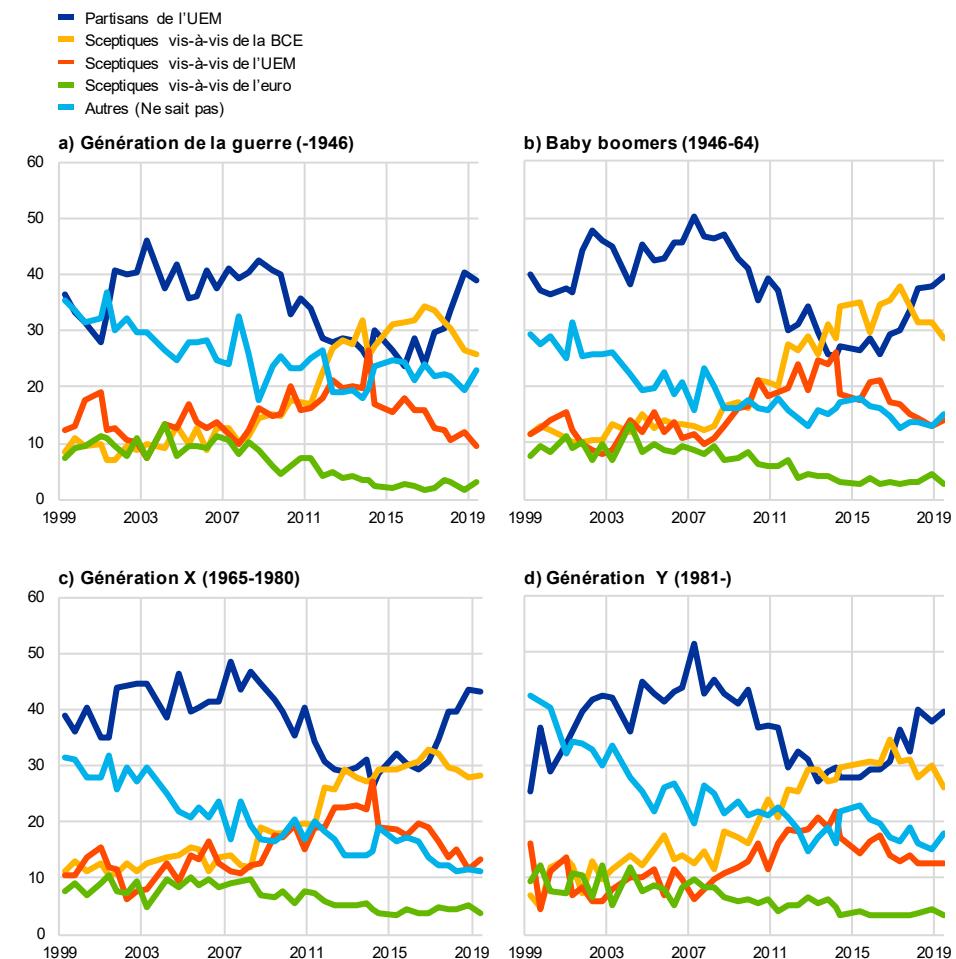
S'agissant de la génération de la guerre, c'est-à-dire la cohorte la plus âgée, la part de réponses « Ne sait pas » est plus élevée que dans les trois autres cohortes. Avant la crise, cette cohorte représentait une part légèrement, mais constamment, plus faible de partisans de l'UEM. Au cours des dernières années, cependant, cette cohorte a compté légèrement moins de sceptiques vis-à-vis de l'UEM et de la BCE que les cohortes plus jeunes. La part élevée de personnes interrogées ayant répondu « Ne sait pas » semble suggérer que les personnes plus âgées ont probablement plus de difficultés que les cohortes plus jeunes à se forger une opinion au sujet des étapes récentes de l'intégration européenne, qu'elle revête la forme de nouvelles institutions telles que la BCE ou d'une monnaie unique. Une analyse approfondie des données sous-jacentes montre que la génération de la guerre en particulier tend à répondre plus fréquemment « Ne sait pas » à la question sur la confiance dans la BCE, et que ses réponses aux questions relatives à la confiance dans d'autres institutions de l'UE présentent un profil analogue. Par conséquent, il apparaît que les attitudes des personnes plus âgées à l'égard des institutions européennes sont moins tranchées que celles des autres cohortes mais qu'elles ne sont pas spécifiques à la récente intégration européenne ni à la BCE.

Graphique 4

Typologie des attitudes à l'égard de l'UEM par cohorte

Cohortes de la zone euro, printemps 1999 – printemps 2019

(en pourcentage)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. L'année de naissance est approximée par l'année de l'enquête moins l'âge exact du participant à l'enquête.

L'appartenance des personnes interrogées au groupe des partisans de l'UEM est associée à leur niveau d'instruction et à leur profession, avec une légère différence cependant entre hommes et femmes. Le soutien en faveur de l'UEM tend à augmenter avec le nombre d'années d'études (cf. graphique 5). Si 30 % environ des personnes qui ont fini leurs études à temps plein à l'âge de 15 ans ou moins sont partisans de l'UEM, 40 % environ des personnes ayant fini leurs études entre l'âge de 16 et 19 ans le sont également, tout comme 50 % environ des personnes âgées de 20 ans ou plus lorsqu'elles sont allées à l'issue de leurs études. Les personnes n'ayant pas reçu d'instruction à temps plein affichent des attitudes de même nature, mais plus volatiles, que celles du premier groupe. Parmi ces niveaux d'instruction, la part des sceptiques vis-à-vis de la BCE a suivi une tendance à la hausse au fil du temps.

Ce profil se reflète également dans le soutien en faveur de l'UEM selon la profession, les cadres, étudiants, autres cols blancs et travailleurs indépendants faisant majoritairement partie du groupe des partisans de l'UEM, suivis des retraités, tandis que les travailleurs manuels, les personnes au foyer et les chômeurs ont une probabilité moins élevée de 10 à 20 points de pourcentage d'être partisans de l'UEM et ils constituent un nombre presque égal de sceptiques vis-à-vis de la BCE.

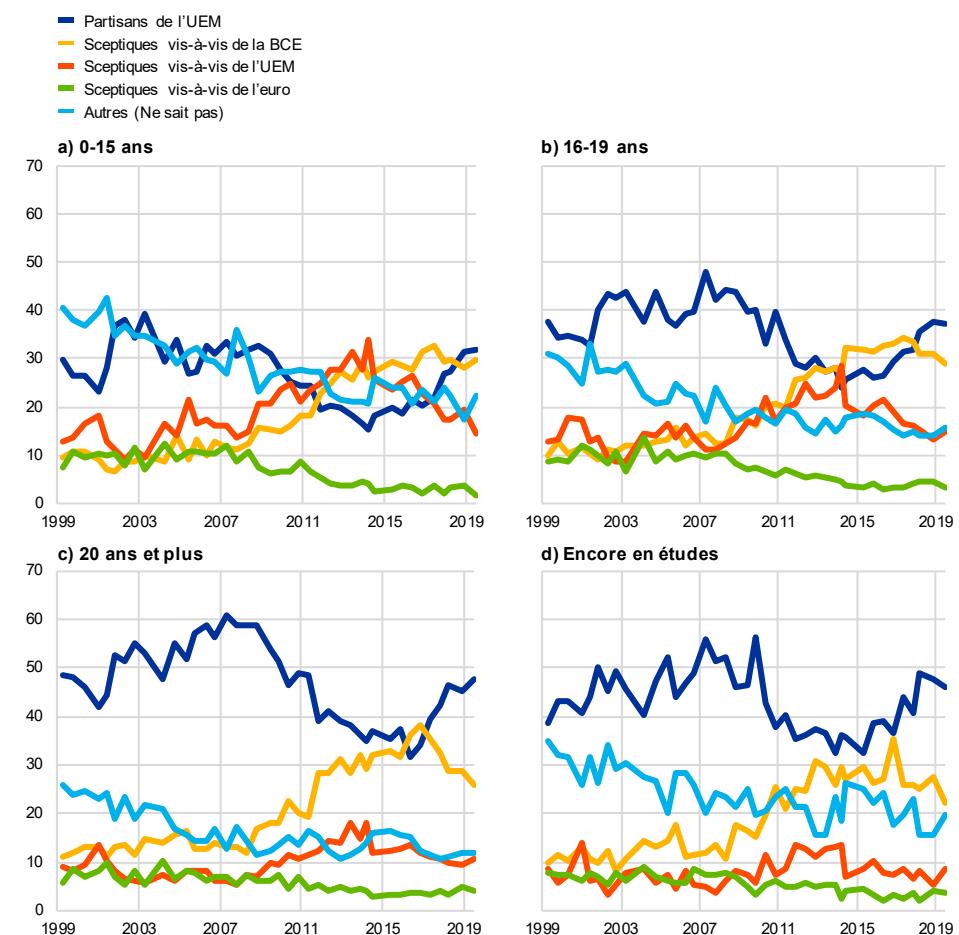
Les hommes et les femmes ont une attitude largement similaire à l'égard de la BCE et de l'euro, avec comme principale différence que la part des femmes dans le groupe des partisans de l'UEM est légèrement moins importante. Les femmes ont également répondu « Ne sait pas » plus souvent dans l'enquête Eurobaromètre (résultats non indiqués ; l'écart entre les hommes et les femmes ayant répondu « Ne sait pas » est de 5 points de pourcentage environ).

Graphique 5

Typologie du soutien en faveur de l'UEM par niveau d'instruction

Zone euro, printemps 1999 – printemps 2019

(en pourcentage)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. Les catégories correspondent à la réponse à la question « Quel âge aviez-vous lorsque vous avez achevé vos études à temps plein ? ».

4.5 Perceptions économiques et soutien à l'UEM

Le soutien à l'euro et à la BCE est plus élevé parmi les citoyens dont l'évaluation de l'économie européenne ou nationale est positive. Même si beaucoup de citoyens ont une connaissance limitée des missions et du mandat précis de la BCE⁸⁸, on peut s'attendre à ce qu'ils connaissent le rôle général que joue la BCE dans l'environnement macroéconomique et qu'ils utilisent leur évaluation de la situation économique pour se forger une opinion sur les questions relatives à l'Union économique et monétaire. En effet, pour l'ensemble des années étudiées, les partisans de l'UEM constituent le groupe dominant parmi ceux qui considèrent l'économie européenne en bonne santé ou en très bonne santé (cf. graphique 6). Néanmoins, quelle que soit l'évaluation de l'économie européenne, le groupe des partisans de l'UEM s'est réduit dans le sillage de la crise, la baisse la plus forte ayant été observée parmi les participants qui ont un point de vue négatif sur la situation de l'économie européenne. En effet, fin 2019, les sceptiques vis-à-vis de l'UEM dominaient parmi ceux qui jugent l'économie européenne en très mauvaise santé. Ceux qui considèrent que l'économie européenne est plutôt en mauvaise santé semblent pour l'essentiel accorder peu de confiance à la BCE, les sceptiques vis-à-vis de la BCE représentant le groupe le plus important depuis 2011. Des orientations très similaires peuvent être observées lorsque l'on décompose le soutien à l'UEM en fonction de la perception par des participants de la situation économique intérieure (non indiqué).

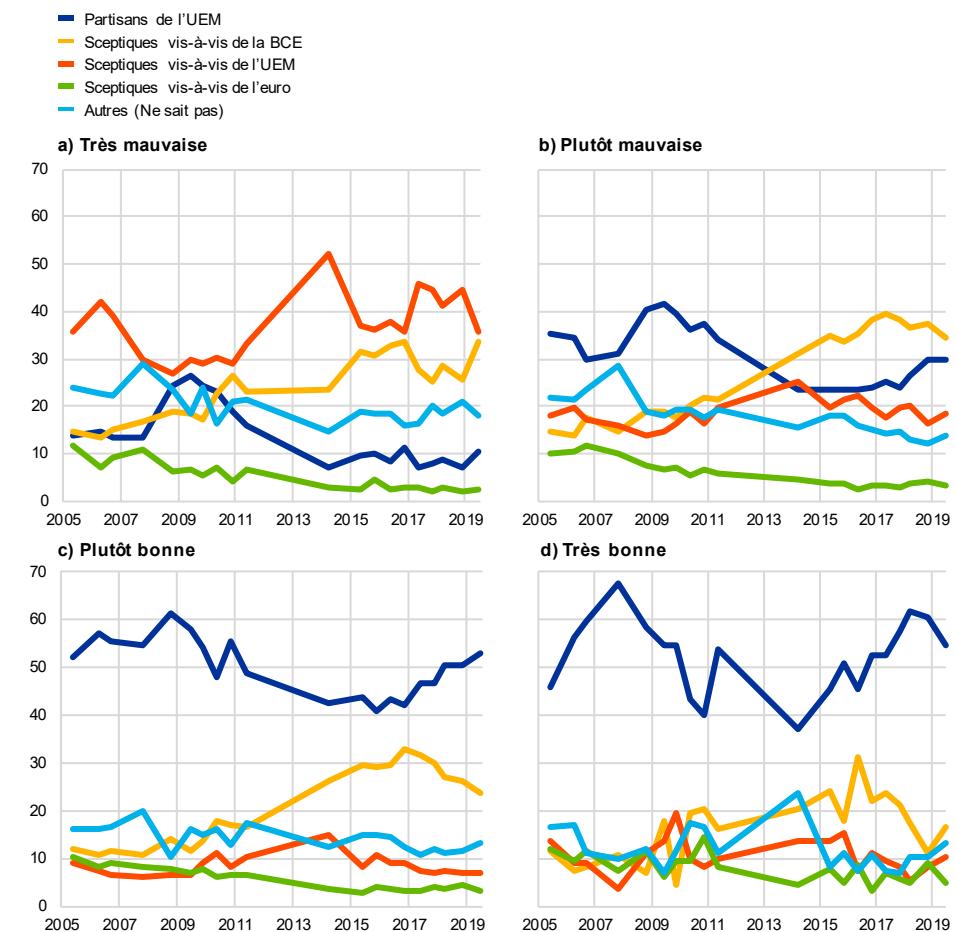
⁸⁸ Cf., par exemple, Carvalho (C.) et Nechoio (F.), « *Do people understand monetary policy?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 66, 2014, p. 108-123 ou van der Cruijsen (C.), Jansen (D.-J.) et de Haan (J.), « *How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households* », *International Journal of Central Banking*, vol. 11, 2014, p. 169-218.

Graphique 6

Typologie du soutien à l'UEM en fonction de la perception de la situation actuelle de l'économie européenne

Zone euro, printemps 2005 – printemps 2019

(en pourcentages)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. Les catégories correspondent à la réponse à la question « Comment jugez-vous la situation actuelle dans chacune des catégories suivantes ? Situation de l'économie européenne ». Observations manquantes pour la période allant de l'automne 2011 à l'automne 2013.

Les citoyens satisfaits de leur situation financière tendent à soutenir davantage l'euro et la BCE.

Pour presque toutes les années étudiées, les partisans de l'UEM ont été le groupe prépondérant parmi les ménages qui considèrent leur situation financière actuelle comme bonne ou très bonne. Il convient toutefois de noter que la part des sceptiques vis-à-vis de la BCE se rapproche de celle des partisans de l'UEM en 2015-2016 (cf. graphique 7). Le tableau inverse émerge parmi les ménages qui sont très insatisfaits de leur situation financière : les partisans de l'UEM représentent à peine plus de 10 % des participants issu de ce groupe à fin 2019, soit une nouvelle baisse après les niveaux déjà faibles enregistrés avant la crise. Les sceptiques vis-à-vis de l'UEM ont constitué la majorité de ces participants jusqu'à récemment, lorsque les sceptiques vis-à-vis de la BCE sont devenus le

groupe le plus important, avec un peu plus de 35 % des participants. L'évolution la plus importante entre les groupes est observée pour les ménages qui jugent l'état de leurs finances « Plutôt mauvais ». Si les partisans de l'UEM étaient majoritaires avant la crise, leur nombre a baissé pour revenir à un point bas de 20 % en 2011 et en 2015, tandis que le nombre de ceux qui n'accordent pas leur confiance à la BCE et de ceux qui perdent confiance en la BCE et en l'euro s'est accru en parallèle. Depuis 2014, le soutien à l'euro s'est redressé, tandis que la confiance accordée à la BCE doit encore se renforcer. En 2019, les sceptiques vis-à-vis de la BCE sont donc restés majoritaires, représentant un peu plus de 30 % des participants.

Un tableau analogue émerge si l'on évalue la prévalence des différents groupes de sceptiques et de partisans de l'UEM selon la capacité des participants à payer leurs factures (non indiqué). Si les partisans de l'UEM constituent de loin la majorité des participants qui n'ont pas de difficulté à boucler les fins de mois, ils restent minoritaires parmi ceux qui rencontrent la plupart du temps des difficultés pour payer leurs factures. Plus de 30 % des participants de ce groupe appartiennent désormais à la catégorie des sceptiques vis-à-vis de la BCE.

Graphique 7

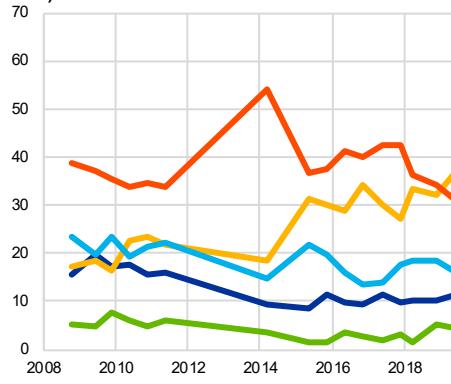
Typologie du soutien à l'UEM en fonction de la perception de la situation actuelle de l'économie européenne

Zone euro, automne 2008 – printemps 2019

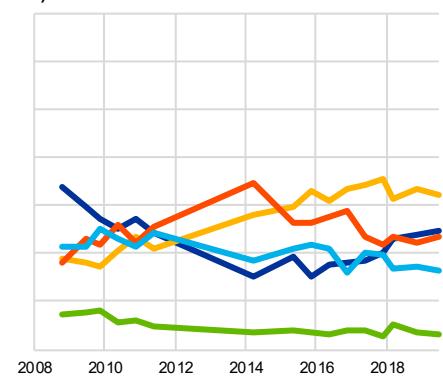
(en pourcentages)

- Partisans de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de la BCE
- Sceptiques vis-à-vis de l'UEM
- Sceptiques vis-à-vis de l'euro
- Autres (Ne sait pas)

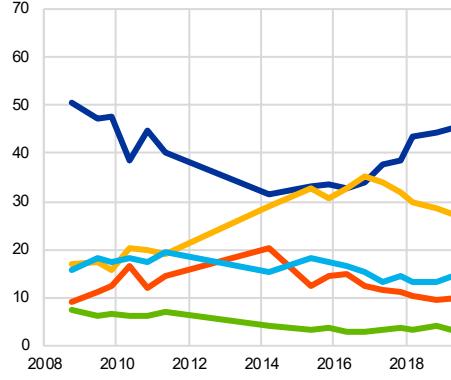
a) Très mauvaise



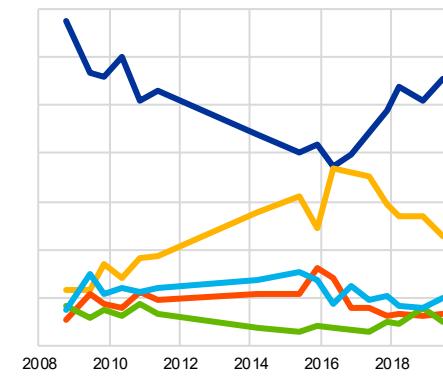
b) Plutôt mauvaise



c) Plutôt bonne



d) Très bonne



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. Les catégories correspondent à la réponse à la question « Comment jugez-vous la situation actuelle dans chacune des catégories suivantes ? Situation financière de votre ménage ». Observations manquantes pour la période allant de l'automne 2011 à l'automne 2013.

4.6 Attitude vis-à-vis de l'Europe et orientation politique

L'attitude des citoyens vis-à-vis de l'UE est fortement corrélée avec leur opinion sur l'euro et la BCE. L'euro et la BCE faisant partie du cadre institutionnel de l'UE et de l'élaboration de la politique monétaire au niveau européen, on peut donc s'attendre à ce que l'attitude envers eux soit déterminée par l'attitude globale des citoyens vis-à-vis du projet européen. Cette idée est de fait soutenue par les données. En prenant comme indicateur de leur attitude générale vis-à-vis de l'UE l'image qu'en ont les citoyens et en la reliant à la typologie des attitudes vis-à-vis de l'UEM, on constate que la part la plus importante des citoyens ayant une image

négative de l'UE tend également à être sceptique vis-à-vis de l'euro, tandis que la très grande majorité de ceux qui ont une image positive de l'UE tendent à être partisans de l'UEM (non indiqué).

De plus, l'intérêt pour la politique semble modérément lié au soutien à l'UEM.

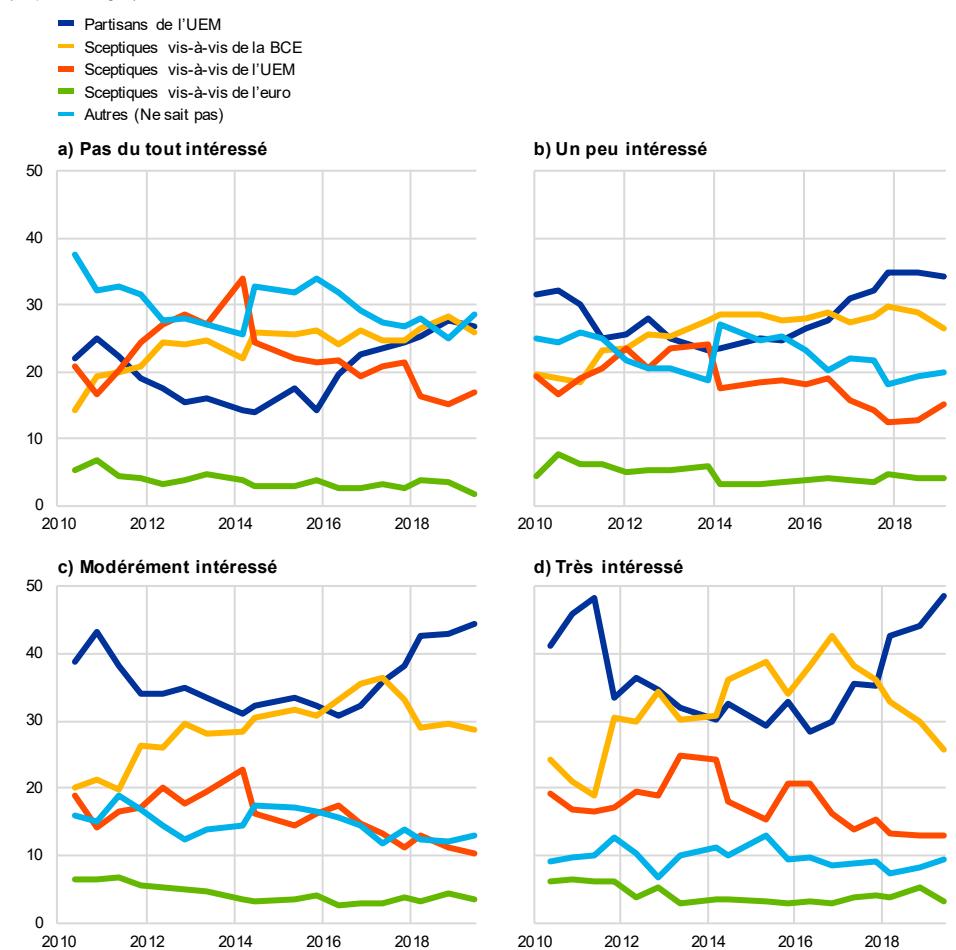
Les partisans de l'UEM sont majoritaires parmi les participants qui montrent au moins un léger intérêt pour les affaires politiques, la part des partisans de l'UEM ayant un peu tendance à s'accroître avec le degré d'intérêt pour la politique (cf. graphique 8). En revanche, la part des sceptiques vis-à-vis de l'UEM diminue lorsque l'intérêt porté à la politique augmente. Le niveau de scepticisme vis-à-vis de la BCE est comparable pour tous les participants, quel que soit leur degré d'intérêt pour la politique.

Graphique 8

Typologie du soutien à l'UEM selon l'intérêt auto-déclaré porté à la politique

Zone euro, printemps 2010 – printemps 2019

(en pourcentages)



Sources : Eurobaromètre, calculs propres.

Notes : La typologie contient quatre groupes : le premier groupe ne soutient pas l'euro et ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'UEM) ; le deuxième groupe soutient l'euro mais ne fait pas confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de la BCE) ; le troisième groupe ne soutient pas l'euro, mais fait confiance à la BCE (Sceptiques vis-à-vis de l'euro) ; et le quatrième groupe soutient l'euro et fait confiance à la BCE (Partisans de l'UEM). Un cinquième groupe (Autres) recouvre les personnes ayant répondu « Ne sait pas » à l'une des deux questions. Les catégories correspondent à un indice d'intérêt pour la politique élaboré à partir des réponses aux questions suivantes : « Quand vous êtes avec des amis ou des membres de votre famille, diriez-vous que vous discutez fréquemment, occasionnellement ou jamais de... ? 1) questions de politique nationale ; 2) questions de politique européenne ; 3) questions de politique locale ».

5 Conclusion

La confiance accordée à la BCE et le soutien à l'euro ont divergé ces dernières années. La part de la population de la zone euro qui soutient l'euro est restée relativement stable tout au long de la crise financière et économique qui a commencé en 2008-2009 et s'est inscrite en hausse fin 2019 pour atteindre un pic historique. En revanche, la part des citoyens qui font confiance à la BCE a fléchi avec le déclenchement de la crise financière puis s'est partiellement redressée pour s'établir à un niveau neutre.

Cette déconnexion peut être examinée de manière plus approfondie à travers la typologie des attitudes à l'égard de l'UEM. Tandis que les partisans de l'UEM représentent la part la plus importante de la population de la zone euro y compris pendant la crise, la part des sceptiques vis-à-vis de la BCE a fortement augmenté pendant la crise, et celle des sceptiques vis-à-vis de l'UEM s'est également inscrite en hausse. En revanche, le pourcentage des sceptiques vis-à-vis de l'euro est resté relativement faible. Cela montre avec force que les citoyens opèrent une distinction entre l'euro et la BCE et qu'ils ont vis-à-vis d'eux des attentes différentes. Cela indique également que les déterminants du soutien à la BCE sont distincts des déterminants du soutien à l'euro. Dans le même temps, la baisse de la confiance dans la BCE par rapport aux niveaux très favorables d'avant la crise doit être vue comme s'inscrivant dans le mouvement de diminution plus globale de la confiance accordée aux institutions publiques en Europe dans le sillage de la crise financière mondiale.

Une ventilation sociodémographique du soutien à l'UEM apporte un éclairage sur les personnes qui soutiennent ou non l'UEM. Explorer les différents types de soutien à l'UEM selon différentes lignes sociodémographiques, notamment la géographie, l'âge et le niveau d'instruction, ainsi que la perception qu'ont les participants de la situation économique et financière et les attitudes plus larges envers l'UE, révèle quelles catégories de la population de la zone euro sont plus ou moins susceptibles de soutenir l'UEM. Si la forme univariée de cette analyse n'estime pas la force des corrélations et ne tient pas compte des facteurs de confusion, les profils qu'elle révèle au fil du temps permettent toutefois de déduire les raisons possibles de la déconnexion entre la confiance accordée à la BCE et le soutien à l'euro.

L'analyse suggère que le soutien du public à l'UEM, en particulier la confiance accordée à la BCE, dépend dans une large mesure de la perception qu'ont les citoyens de leur situation financière personnelle et de la situation économique globale. La perception de l'état des économies nationales et européenne et de la situation financière des individus est fortement corrélée avec le soutien à l'UEM et, notamment, la confiance accordée à la BCE. Ce résultat est corroboré par la distribution géographique du soutien à l'UEM qui révèle une part nettement plus importante de sceptiques vis-à-vis de l'UEM et de sceptiques vis-à-vis de la BCE dans les pays de la zone euro les plus touchés par la crise. De même, le soutien à l'UEM varie fortement avec le niveau d'instruction et la profession, un plus grand nombre d'années d'études et une profession plus qualifiée, qui constituent des

déterminants importants de la situation matérielle d'une personne, étant associés à un degré plus élevé de soutien à l'UEM et ce, malgré une hausse de la part des sceptiques vis-à-vis de l'euro pour les différents niveaux d'instruction.

En revanche, d'autres indicateurs sociodémographiques semblent moins pertinents s'agissant du soutien à l'UEM. Il n'existe pas de différence marquée entre les profils soutenant l'UEM selon les cohortes par genre ou par âge, à l'exception mineure peut-être de la génération de la guerre, qui représente au total une part moins élevée des partisans de l'UEM, mais une part plus élevée des réponses : « Ne sait pas ». Parmi les indicateurs sociodémographiques considérés, l'intérêt pour la politique est très pertinent, le soutien pour l'UEM étant légèrement plus important parmi les participants qui s'intéressent davantage à la politique.

Si le niveau élevé et stable de soutien à l'euro est une bonne nouvelle pour la monnaie unique, la sensibilité du soutien à la BCE comporte des enseignements importants sur la manière dont les citoyens voient et évaluent la performance de la banque centrale. Les résultats vont dans le sens des hypothèses selon lesquelles le soutien à la BCE est fortement lié à la perception des évolutions économiques, mais aussi aux facteurs cognitifs et à l'intérêt important lié au niveau d'instruction ou à la profession. Si l'analyse montre que la confiance dans la BCE est vulnérable aux perspectives économiques, incluant potentiellement celles qui échappent au contrôle de l'institution, elle suggère également que la BCE peut améliorer la confiance qui lui est accordée en fournissant des informations sur ses missions et ses objectifs et en continuant de remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix, préservant ainsi le pouvoir d'achat des citoyens.

Une communication plus inclusive et des efforts d'amélioration de la compréhension globale de son mandat et de ses missions pourraient contribuer à renforcer la confiance dans la BCE. En particulier, étant donné l'hétérogénéité du soutien à l'UEM et du scepticisme vis-à-vis de la BCE observé entre et au sein des pays, ainsi qu'entre les différentes catégories de la population, rendre la communication plus accessible à des personnes dont le niveau d'instruction et de connaissances préalables diffère et répondre aux préoccupations concrètes des citoyens dans différentes parties de la zone euro, telles que le rôle de la BCE dans les résultats économiques, peut améliorer la confiance accordée à l'institution. L'hétérogénéité au sein des pays souligne la nécessité de ne pas se limiter aux capitales. De plus, les mesures visant à accroître les connaissances relatives non seulement aux finances personnelles, mais aussi au fonctionnement des marchés financiers et des banques centrales, notamment les services qu'ils offrent aux citoyens dans leur vie quotidienne, par exemple dans le domaine des paiements ou de la fourniture de liquidité, peuvent améliorer encore la compréhension qu'ont les citoyens de la BCE et des politiques qu'elle mène et renforcer la confiance qu'ils lui accordent.

Améliorer les efforts de communication afin de renforcer la confiance dans la BCE sera dans l'intérêt de celle-ci. Des niveaux accrus de confiance dans la banque centrale contribuent non seulement au pilotage des anticipations d'inflation et à la promotion de la confiance dans la monnaie, soutenant ainsi l'efficacité de la politique monétaire, mais préserve aussi l'indépendance de la banque centrale en la

protégeant des pressions politiques. Dans le contexte de l'UEM, une banque centrale à laquelle on accorde davantage de confiance, et qui par conséquent est plus efficace, incite également les citoyens à percevoir l'intégration économique européenne comme réussie et engendre ainsi un soutien du public plus important en faveur d'étapes significatives au plan économique et financier, ainsi que politique, vers une intégration plus poussée. Ces étapes devraient encore renforcer l'efficacité de la politique de la BCE et améliorer le bien-être global des citoyens de la zone euro.

2

Accès au financement des PME depuis la crise financière : ce que montrent les données d'enquêtes

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando et Juan Angel Garcia ⁸⁹

1 Introduction

Le durcissement des conditions financières qui a résulté de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro a entraîné de graves difficultés d'accès au financement pour les petites et moyennes entreprises (PME). L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) réalisée pour le compte de la BCE et de la Commission européenne depuis 2009 révèle d'importantes modifications des conditions de financement des entreprises depuis le début de la crise financière mondiale ⁹⁰. Durant la crise financière et la crise de la dette souveraine dans la zone euro qui a suivi, une part importante des PME ont mentionné l'accès au financement comme un des problèmes les plus pressants affectant leur activité. En outre, des entreprises de différents pays et secteurs font face au même problème.

Les mesures de politique monétaire, y compris les mesures non conventionnelles, ont contribué à améliorer l'accès au financement pour les sociétés non financières de la zone euro depuis la crise financière mondiale. Le présent article passe en revue les éléments dont nous disposons sur l'impact de certaines mesures non conventionnelles. Ces mesures, notamment celles liées au financement bancaire, mais également à certaines sources supplémentaires de financement des PME, sont essentielles pour comprendre l'évolution des conditions financières des PME au cours des dix dernières années.

Si les conditions de financement des PME se sont nettement améliorées au cours des dernières années, des difficultés importantes subsistaient avant même la pandémie de coronavirus (COVID-19) qui a débuté fin 2019.

Par exemple, les résultats de l'enquête SAFE montrent que les écarts de financement, – c'est-à-dire la différence entre les besoins de financement et la disponibilité du financement externe – ont persisté pour certains instruments de financement spécifiques, notamment ceux fondés sur les instruments de marché. La diversification entre différents instruments de financement alternatifs peut apporter une contribution importante à la résistance aux chocs financiers et réels défavorables. Par conséquent, le présent article présente à la fois une taxonomie des profils de financement des PME à partir d'une analyse par *cluster* – avant le début de la crise liée à la pandémie – et des éléments relatifs à leurs implications pour les décisions d'investissement des entreprises. Par exemple, les PME ont

⁸⁹ Avec l'aide de Gianmarco Rimoldi pour les données.

⁹⁰ À titre de référence, lors de l'enquête réalisée entre le 16 septembre et le 25 octobre 2019, la taille de l'échantillon pour la zone euro était de 11 204 entreprises, dont 10 241 (soit 91 %) comptaient moins de 250 salariés. Pour plus de détails concernant l'enquête, cf. : https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html. L'enquête intègre un échantillon de grandes entreprises afin de mieux évaluer les éventuelles conditions/contraintes de financement n'affectant que les PME.

tendance à se situer dans des *clusters* où les principaux instruments de financement sont la dette à court terme flexible ou les prêts bancaires à long terme. De même, la combinaison de crédit-bail/affacturage et de prêts à court terme a une importance particulière pour les PME, par rapport aux grandes entreprises.

Avec la crise du coronavirus, de nouvelles difficultés de financement devraient apparaître pour les PME de la zone euro, compte tenu des données actuelles et dans le contexte des options de financement préexistantes. Un encadré complémentaire dans ce numéro du *Bulletin économique* synthétise les résultats de la dernière campagne d'enquête SAFE réalisée en mars et avril 2020 et précise les défis particuliers que pose la crise du coronavirus aux PME.

2 Accès au financement et rationnement du crédit dans le temps

À partir de 2009, trois phases importantes se sont succédées en matière de perception par les entreprises de leurs conditions de financement. Ces phases ont coïncidé avec des périodes au cours desquelles le mécanisme de transmission de la politique monétaire était perturbé à des degrés divers, affectant négativement les conditions de financement des PME. Par conséquent, les mesures prises par la BCE pour rétablir le mécanisme de transmission ont également eu un effet positif sur l'accès des PME au financement durant ces périodes. La première phase a couvert la période allant du lancement de l'enquête en 2009 à septembre 2012, lorsque les opérations monétaires sur titres (OMT) ont été annoncées. Sur cette période, les PME ont déclaré que l'accès au financement se situait en deuxième position, derrière la recherche de clients, s'agissant des obstacles les plus importants à la conduite des affaires (cf. graphique 1)⁹¹. La deuxième période, du dernier trimestre 2012 à mars 2016, a été caractérisée par plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire, notamment l'introduction de taux négatifs en juin 2014, le démarrage des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) en septembre 2014 et du programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE en mars 2015. Selon l'enquête, la difficulté d'accès au financement, tout en demeurant une préoccupation significative pour les entreprises, a commencé à s'atténuer progressivement durant cette période, devenant moins importante que les difficultés à trouver un personnel qualifié et des cadres expérimentés. La dernière période commence au printemps 2016 et s'étend jusqu'à septembre 2019, avant la pandémie de coronavirus. Cette même période a vu le lancement des TLTRO II et des TLTRO III, ainsi que du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Depuis le printemps 2016, seulement 8 % environ des PME ont cité l'accès au financement externe comme leur principale préoccupation, contre près de 20 % en 2009.

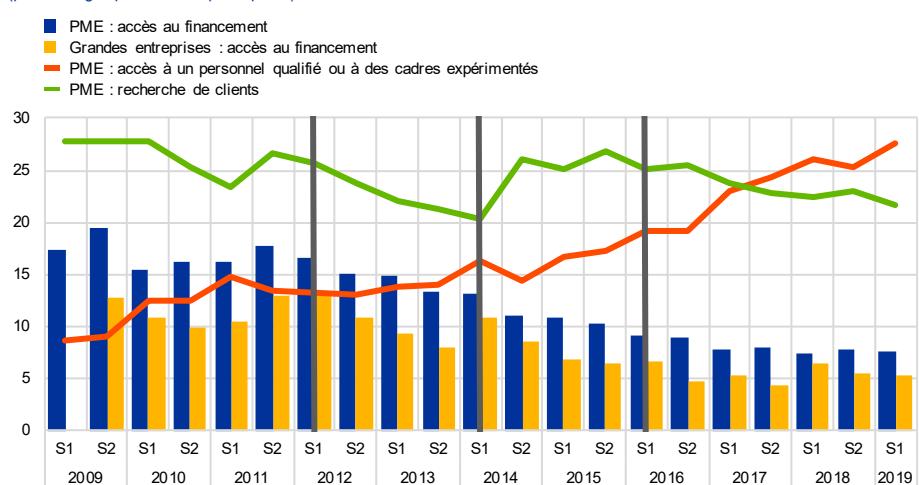
⁹¹ L'enquête SAFE comporte une question générale destinée à apporter un éclairage sur l'évaluation par les entreprises, et en particulier les PME, des problèmes affectant leur activité. Ces problèmes peuvent concerner la demande, comme la recherche de clients, la concurrence, la réglementation et l'accès à une main-d'œuvre qualifiée, ou l'offre, comme l'accès au financement et les coûts de production ou le coût du travail.

La situation de financement des entreprises de la zone euro était particulièrement sévère pour les PME, avec certaines différences entre les secteurs. Le pourcentage d'entreprises qui percevaient l'accès au financement comme leur principal problème a été constamment plus élevé pour les PME que pour les grandes entreprises sur l'ensemble de la période concernée (cf. graphique 1). S'agissant des secteurs, jusqu'en septembre 2012, c'était particulièrement le secteur de la construction qui considérait l'accès au financement comme un problème majeur, 22 % des PME de ce secteur en faisant état, contre 15 % des PME du secteur des services (cf. graphique 2). Cela peut refléter, par exemple, le fait que les institutions financières réalisent un examen plus approfondi avant d'accorder un prêt aux entreprises du secteur de la construction depuis la crise financière mondiale. Au cours de la dernière phase, toutefois, peu de variations manifestes d'un secteur à l'autre ont été observées à cet égard. Dans le même temps, l'accès à un personnel qualifié est devenu le problème le plus pressant affectant le secteur de la construction (29 %), souvent lié à l'introduction de nouvelles technologies combinée avec une main-d'œuvre vieillissante. Le secteur de la construction a été affecté dans une plus large mesure que, par exemple, celui du commerce (18 %), qui a été le secteur le moins affecté par cette question.

Graphique 1

Principaux problèmes auxquels doivent faire face les entreprises de la zone euro

(pourcentages pondérés de participants)

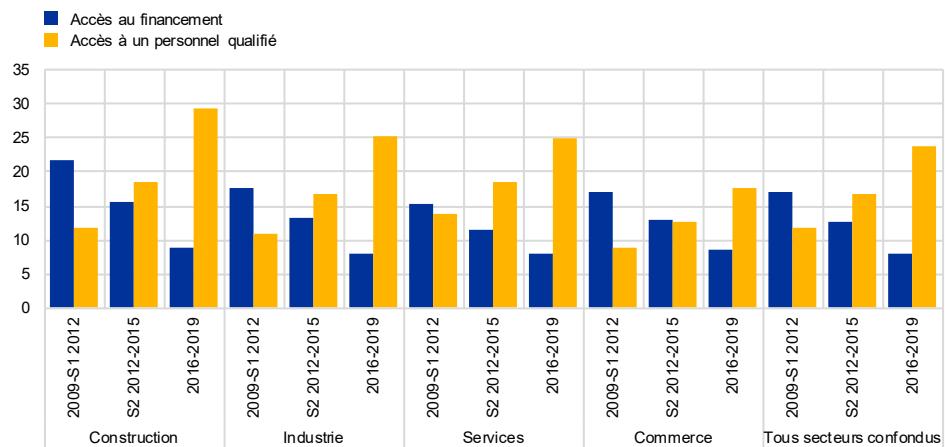


Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
 Notes : La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT, la deuxième ligne verticale grise marque le démarrage des TLTRO I et de la politique de taux négatifs ; et la troisième ligne verticale grise indique le démarrage des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

Graphique 2

Principaux problèmes auxquels doivent faire face les PME selon les secteurs

(pourcentages pondérés de participants)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
Note : L'observation la plus récente se rapporte à la période avril-septembre 2019.

Les entreprises qui cherchaient activement un financement externe sont devenues moins financièrement contraintes au fil du temps. Sur la base des résultats de l'enquête SAFE, les entreprises sont considérées comme financièrement contraintes si elles remplissent une des trois conditions suivantes : a) elles ont demandé un prêt bancaire qui leur a été refusé ; b) elles ont reçu une offre de prêt mais soit le coût était trop élevé, soit le montant de l'offre était trop faible ; ou c) elles n'ont pas sollicité de prêt par crainte d'un refus⁹². Sur la période 2009-2012, 15 % environ des PME de la zone euro qui considéraient les prêts bancaires comme importants pour leur financement ont été contraintes dans leur accès à un prêt bancaire. Au cours de la deuxième phase (jusque vers mars 2016), ce pourcentage a reculé pour s'établir à approximativement 12 % et s'est stabilisé aux environs de 8 % ces dernières années (cf. graphique 3).

La part des entreprises financièrement contraintes a varié selon la taille de l'entreprise, sa catégorie et son pays. Les PME ont eu tendance à déclarer plus fréquemment que les grandes entreprises qu'elles étaient financièrement contraintes, même si les pourcentages ont diminué au fil du temps (cf. graphique 3). Dans la catégorie des PME, d'autres caractéristiques à l'origine des différences entre les entreprises sont l'âge et le degré d'innovation. Les jeunes entreprises de petite taille rencontrent des difficultés particulières en termes d'accès au financement externe⁹³. Cela pourrait être lié au fait qu'elles ont une plus grande probabilité d'être confrontées à un degré élevé d'asymétrie de l'information et à des

⁹² La définition pour les entreprises financièrement contraintes figure dans le graphique 20 du rapport d'enquête SAFE.

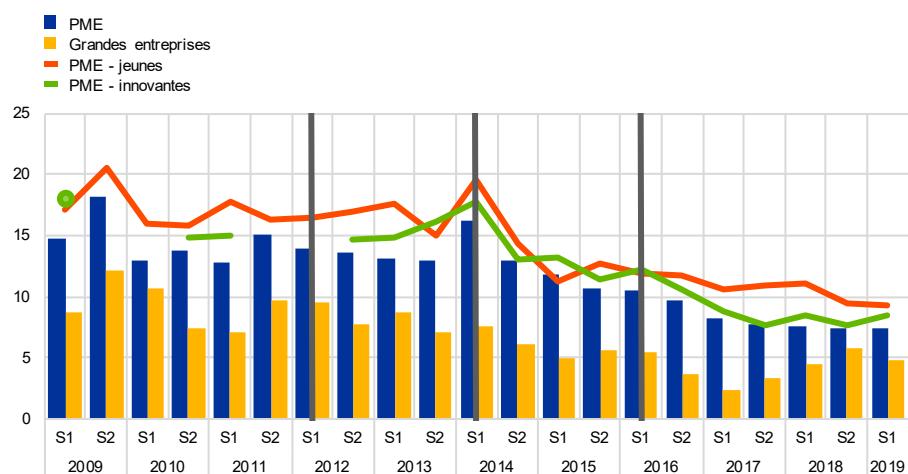
⁹³ Cf. Ferrando (A.) et Mulier (K.), « *Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?* », *Economic and Social Review*, vol. 46, n° 1, Francfort-sur-le-Main, 2015, p. 87-117.

problèmes de contrats⁹⁴. Les PME matures (celles qui sont en activité depuis dix ans ou plus) tendent à être nettement moins financièrement contraintes que les jeunes (ayant moins de dix ans d'existence). Les PME engagées dans des activités innovantes ont rencontré davantage d'obstacles pour bénéficier d'un prêt bancaire que les entreprises qui fournissent essentiellement des produits et des services classiques. En général, le financement de l'innovation est souvent difficile pour les entreprises, compte tenu de l'incertitude supplémentaire associée⁹⁵. Le graphique 3 montre que les PME innovantes ont été particulièrement contraintes financièrement.

Graphique 3

Entreprises financièrement contraintes par âge et par taille

(pourcentages pondérés de participants)



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

Notes : La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT, la deuxième ligne verticale grise marque le démarrage des TLTRo I et de la politique de taux négatifs ; et la troisième ligne verticale grise indique le démarrage des TLTRo II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les informations relatives aux entreprises innovantes ne sont pas disponibles pour toutes les campagnes. La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

S'agissant des grandes entreprises, ce n'est pas seulement le degré de contrainte financière qui est moins important par rapport aux PME, mais également la forme que prend cette contrainte. Les grandes entreprises ont moins souvent déclaré être quantitativement contraintes (les banques ne satisfaisant leur demande de crédit qu'à hauteur d'un montant limité) que les PME, et les refus purs et simples ont été nettement plus faibles pour les grandes entreprises que pour les PME (cf. graphique 4). En outre, les PME, surtout les entreprises jeunes et/ou innovantes, ont été plus fréquemment dissuadées de faire des demandes de prêts. Le pourcentage d'entreprises découragées est resté relativement stable sur l'ensemble de la période considérée, tandis que le taux de refus a clairement

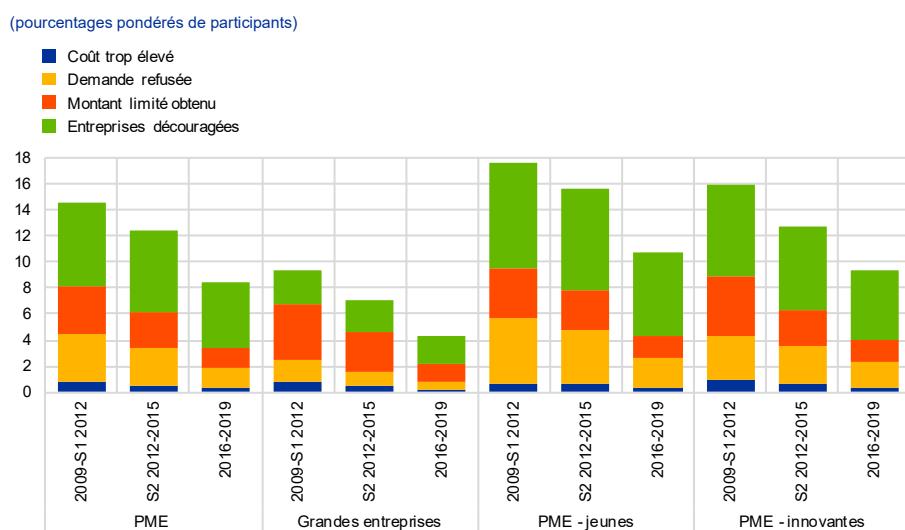
⁹⁴ Cf., par exemple, Berger (A. N.) et Udell (G. F.), « *A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises* », *Policy Research Working Paper Series 3795*, The World Bank, 2005 ; Rauh (J.), « *Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans* », *Journal of Finance*, vol. 61, n° 1, 2006, p. 33-71 ; Fee (C. E.), Hadlock (C. J.) et Pierce (J. R.), « *Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms* », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, juin 2009, p. 2361-2392 ; et Hadlock (C. J.) et Pierce (J. R.), « *New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index* », *The Review of Financial Studies*, vol. 23, n° 5, mai 2010, p. 1909-1940.

⁹⁵ Cf. Acharya (V.) et Xu (Z.), « *Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms* », *Journal of Financial Economics*, vol. 124, n° 2, 2017, p. 223-243.

diminué, atteignant des points bas de 2 % pour les PME et de 1 % pour les grandes entreprises en 2019. Les coûts des crédits bancaires sont apparus négligeables dans la détermination des contraintes financières pour l'ensemble des entreprises, reflétant l'ampleur importante du soutien monétaire depuis 2009.

Graphique 4

Composantes des contraintes financières pesant sur les entreprises par âge et par taille



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
Note : L'observation la plus récente se rapporte à la période avril-septembre 2019.

3 Effets de la politique monétaire non conventionnelle

En réponse à l'atonie de la conjoncture économique dans la zone euro, plusieurs mesures de relance monétaire ont été introduites au cours des dernières années. Il s'agit notamment d'une série de mesures non conventionnelles de politique monétaire, dont le but est de rétablir le mécanisme de transmission de la politique monétaire et de ramener durablement l'inflation vers l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Ces mesures ont agi via plusieurs canaux, certaines mesures s'avérant particulièrement utiles pour atténuer les problèmes du secteur bancaire, restaurer la dynamique du crédit des banques et soutenir les conditions financières en général⁹⁶.

⁹⁶ Pour une évaluation complète des canaux de transmission des mesures non conventionnelles de la BCE, cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint Guilhem (A.) et Yianguo (J.), « *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20* », *ECB Working Paper Series*, n° 2346, 2019. Cf. également l'encadré intitulé « Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017.

En particulier⁹⁷ :

- Le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) a été lancé durant l'été 2012. Une fois qu'un programme est mis en place par le mécanisme européen de stabilité (MES), le programme d'OMT autorise l'achat d'obligations souveraines éligibles émises par les États de la zone euro afin de remédier aux graves distorsions affectant les marchés des obligations souveraines. Bien qu'aucun achat n'ait encore été réalisé dans le cadre du programme d'OMT, son annonce a contribué à réduire les rendements sur les obligations souveraines émises par des pays faisant face à des difficultés budgétaires immédiatement, nettement et durablement⁹⁸. En outre, en atténuant la pression sur les banques de la zone euro détentrices de ces obligations, l'annonce du programme d'OMT a permis de soutenir le crédit.
- Les taux d'intérêt sont devenus négatifs à l'automne 2014, apportant ainsi un soutien monétaire supplémentaire⁹⁹. En outre, la BCE a communiqué à plusieurs reprises son intention de maintenir les taux d'intérêt à court terme à un bas niveau sur une période prolongée, ces indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) renforçant le canal du signal via lequel opèrent les réductions des taux directeurs.
- Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé pour la première fois dans le cadre d'une série plus large de mesures faisant partie du programme étendu d'achats d'actifs (APP étendu) en mars 2016. Il a été lancé en juin 2016 pour permettre des achats directs importants d'obligations éligibles, bien notées (*investment grade*), émises par des entreprises établies dans la zone euro¹⁰⁰. Le programme visait à réduire les coûts de financement par endettement pour les grandes entreprises qui pouvaient émettre ces obligations comme source de financement alternatif aux prêts bancaires, dégageant ainsi une offre de prêts plus importante pour les plus petites entreprises¹⁰¹.
- Plusieurs séries de TLTRO ont été lancées pour encourager encore les prêts aux entreprises. Les montants empruntables par les établissements de crédit dans le cadre de ces opérations sont liés à leur encours de crédits éligibles

⁹⁷ Dans le présent article, l'accent est mis sur les analyses des décisions non conventionnelles de politique monétaire fondées sur l'évaluation fournie par les entreprises au travers de leurs réponses à l'enquête SAFE. C'est pourquoi les mesures non conventionnelles mises en œuvre ne sont pas toutes étudiées ici, par exemple, les programmes d'achats de titres adossés à des actifs (ABS) ou d'actifs du secteur public (PSPP), même s'ils ont exercé un impact sur les conditions de financement des sociétés non financières de la zone euro.

⁹⁸ Altavilla (C.), Giannone (D.) et Lenza (M.), « *The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements* », *International Journal of Central Banking*, Vol. 12, n° 3, 2001, p. 29-57.

⁹⁹ Pour une évaluation complète de l'incidence des taux négatifs, cf. l'article intitulé « Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020; et Altavilla (C.), Burlon (L.), Giannetti (M.) et Holton (S.), « *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms* », *ECB Working Paper Series*, n° 2289, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2019.

¹⁰⁰ Pour une étude de l'impact du CSPP, cf. l'encadré intitulé « Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE : mise en œuvre et impact », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017.

¹⁰¹ Grosse-Rueschkamp (B.), Steffen (S.) et Streitz (D.), « *A Capital Structure Channel of Monetary Policy* », *Journal of Financial Economics*, vol. 133, n° 2, 2019, p. 357-378.

consentis aux sociétés non financières et aux ménages, résidents de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement, toutes devises confondues.

La première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) a été annoncée en juin 2014 et mise en œuvre en septembre 2014.

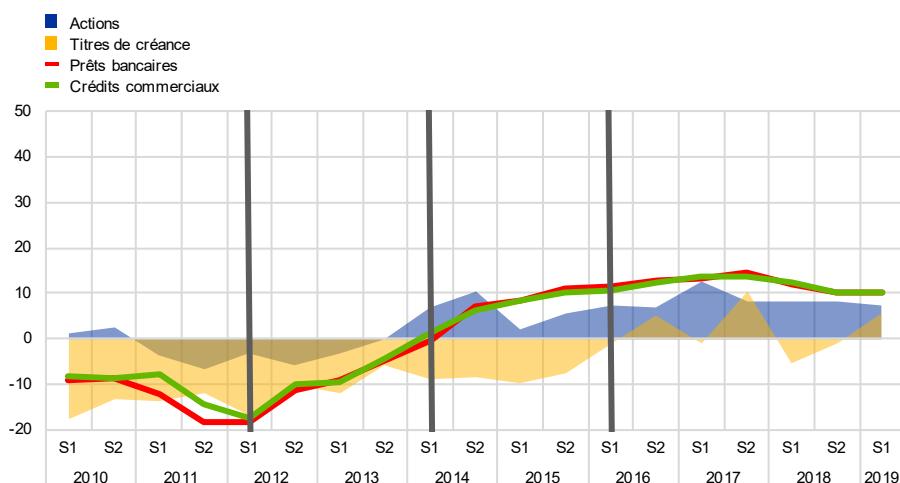
La deuxième série (TLTRO II) a été annoncée en mars 2016 et mise en œuvre en juin 2016. Enfin, une troisième série de TLTRO (TLTRO III) a été annoncée en mars 2019 et mise en œuvre à partir de septembre 2019¹⁰².

Toutes ces mesures ont forgé les perceptions par les entreprises de la zone euro de leur accès au financement externe (cf. graphiques 5 et 6).

Graphique 5

Accès aux instruments de financement externe pour les PME

(pourcentages nets de participants pour lesquels l'instrument présente un intérêt)



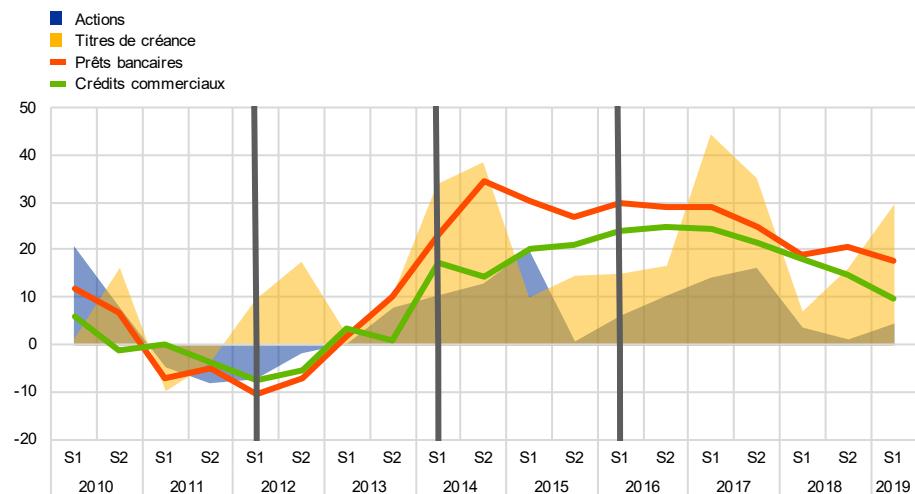
Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
 Notes : La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT, la deuxième ligne verticale grise marque le démarrage des TLTRO I et de la politique de taux négatifs ; et la troisième ligne verticale grise indique le démarrage des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

¹⁰² Cf. Rostagno (M.) et al., op. cit.

Graphique 6

Accès aux instruments de financement externe pour les grandes entreprises

(pourcentages nets de participants pour lesquels l'instrument présente un intérêt)



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

Notes : Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution. La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT, la deuxième ligne verticale grise marque le démarrage des TLTRO I et de la politique de taux négatifs ; et la troisième ligne verticale grise indique le démarrage des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

Après la crise financière mondiale, la crise de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro a fait peser des difficultés supplémentaires sur l'accès des PME au financement. Depuis que les banques ont tendance à détenir des quantités importantes d'obligations souveraines domestiques, les secteurs bancaires des pays en difficulté ont également été soumis à des pressions sur les marchés financiers et leurs coûts de financement ont augmenté. En outre, le rationnement du crédit aux PME s'est intensifié. Dans ce contexte, l'annonce des OMT visait expressément à assouplir les conditions sur les marchés financiers dans les pays en difficulté et ainsi à améliorer indirectement l'accès au financement dans ces pays.

L'annonce du programme d'OMT a entraîné une amélioration de l'accès au crédit. Juste avant l'annonce du programme d'OMT, 18 % des PME et 10 % des grandes entreprises de la zone euro faisaient état d'une détérioration de leur accès aux prêts bancaires en termes nets (cf. graphiques 6 et 7) ¹⁰³. Ce programme a représenté un tournant dans la perception des entreprises, une conclusion qui est confirmée par l'analyse économétrique. Ferrando *et al.* ont montré que les PME des pays vulnérables ont déclaré avoir une probabilité moins élevée d'être rationnées ou découragées lors de leurs demandes de prêts dans les six mois qui ont suivi l'annonce du programme ¹⁰⁴.

¹⁰³ Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution.

¹⁰⁴ Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G. F.), « Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Microevidence from the Eurozone », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 51, n° 4, 2019, p. 896-928.

En dépit de l'effet positif des OMT et d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire, les évolutions de l'offre de crédit aux sociétés non financières ont divergé selon les pays de la zone euro depuis la crise de la dette souveraine en Europe (cf. graphique 7). Corbisiero et Faccia ont conclu que les refus des demandes de prêts des sociétés non financières ont eu tendance à être plus fréquents dans les pays les plus fortement touchés par la crise de la dette souveraine en Europe¹⁰⁵. Ces refus ont été influencés par la situation des bilans bancaires, en particulier par la présence de prêts non performants (NPL). Cela semble indiquer que les facteurs d'offre ont joué un rôle important dans l'atonie du crédit dans ces pays. À des niveaux relativement élevés de NPL, les banques ont tendance à prêter moins, même à des entreprises solvables¹⁰⁶. Ces niveaux élevés de NPL ont été principalement enregistrés dans les pays vulnérables durant la crise de la dette souveraine en Europe, ce qui signifie que la faiblesse du bilan de diverses banques dans les pays vulnérables peut avoir contribué à l'atonie de la dynamique du crédit observée. Au total, les éléments empiriques évoqués précédemment accréditent la thèse selon laquelle les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE ont réussi à améliorer les modalités et conditions générales du crédit bancaire aux PME, conformément à l'explication fondée sur le rôle des prêts bancaires dans la transmission de la politique monétaire¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Corbisiero (G.) et Faccia (D.), « *Firm or bank weakness? Access to finance since the European sovereign debt crisis* », *ECB Working Paper Series*, n° 2361, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

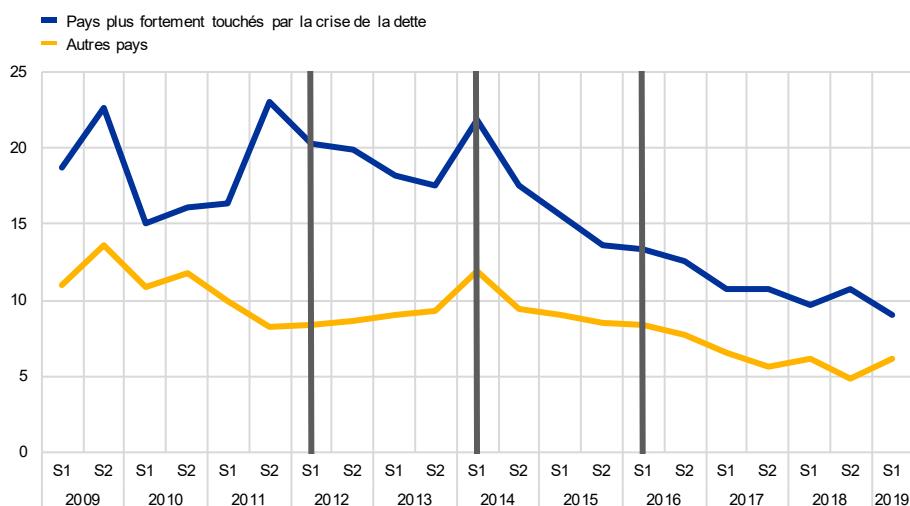
¹⁰⁶ Cette étude montre que les principales conclusions sont robustes à d'autres définitions du refus de crédit et à un autre critère de correspondance entreprise-banque appliqué aux entreprises déclarant une multiplicité de relations bancaires, qui associe les entreprises soit à la première banque citée soit à la banque la plus solide parmi celles citées. En outre, elles ne sont pas déterminées par une concentration plus importante d'entreprises en difficulté dans les pays périphériques. Cf. également le compte rendu de l'enquête de juillet 2018 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

¹⁰⁷ Pour davantage d'éléments, cf. Burlon (L.), Dimou (M.), Drahovsky (A.-C.) et Köhler-Ulbrich (P.), « Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

Graphique 7

PME financièrement contraintes dans les pays plus fortement touchés par la crise de la dette

(pourcentages pondérés de participants)



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

Notes : Les « pays plus fortement touchés par la crise de la dette » font référence à l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre et le Portugal.

La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT, la deuxième ligne verticale grise marque le démarrage des TLTRO I et de la politique de taux négatifs ; et la troisième ligne verticale grise indique le démarrage des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

Plusieurs études montrent que les TLTRO ont entraîné d'importantes améliorations, sur divers plans, des conditions de financement des entreprises, par exemple en leur offrant un meilleur accès effectif et attendu aux prêts ou en réduisant les charges d'intérêts¹⁰⁸. En particulier, l'accès au crédit bancaire s'est amélioré pour les entreprises des pays les plus touchés par la crise de la dette souveraine en Europe, mais également, et dans des proportions plus importantes, pour les entreprises des autres pays de la zone euro. De plus, les améliorations ont varié selon le type d'entreprises : les entreprises de grande taille/taille moyenne et les entreprises matures ont été les principales bénéficiaires, des éléments faisant apparaître que les contraintes de crédit pesaient davantage sur l'investissement des entreprises de ces catégories¹⁰⁹.

L'accès à d'autres sources de financement que les prêts bancaires est également important pour les PME. Si les prêts bancaires ont été la principale source de financement des PME de la zone euro, l'évolution des conditions des marchés financiers et les difficultés auxquelles le secteur bancaire a dû faire face depuis la crise financière mondiale ont cependant montré qu'une diversification des sources de financement externe était primordiale pour mieux résister à des chocs préjudiciables pour la sphère financière et pour l'économie réelle¹¹⁰.

¹⁰⁸ Cf. Afonso (A.) et Sousa-Leite (J.), « *The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO* », *REM Working Paper*, n° 65, 2019.

¹⁰⁹ García-Posada Gómez (M.), « *Credit constraints, firm investment and employment: Evidence from survey data* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 99, 2019, p. 121-141.

¹¹⁰ De Fiore (F.) et Uhlig (H.), « *Corporate Debt Structure and the Financial Crisis* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n° 8, 2015, p. 1571-1598.

Les achats d'obligations d'entreprises réalisés dans le cadre du CSPP ont également contribué à l'amélioration de l'accès au financement des PME. Betz et De Santis ont montré que le CSPP avait fortement contribué à accroître la taille du marché des obligations d'entreprises de la zone euro, en poussant les banques à accroître leurs prêts à de plus petites entreprises ¹¹¹. En effet, d'après les réponses à l'enquête SAFE, l'accès accru des PME aux prêts bancaires durant cette période s'est accompagné d'améliorations sur le plan des émissions de titres de créance par les grandes entreprises (cf. graphiques 5 et 6).

Outre les canaux de transmission déjà examinés, les mesures non conventionnelles de politique monétaire peuvent exercer une incidence sur l'accès au financement des PME, à travers leurs anticipations concernant l'accès au financement futur. Ferrando *et al.* fournissent des exemples d'un « canal des anticipations de financement » de la politique monétaire en analysant la manière dont les anticipations des PME concernant leur accès futur au crédit influe sur leurs décisions ¹¹². Ce « canal des anticipations de financement » complète le « canal du crédit bancaire » classique, par lequel la politique monétaire se transmet à l'économie réelle via les variations du niveau et de la composition du crédit bancaire. Les auteurs montrent que les trois politiques non conventionnelles mentionnées précédemment, à savoir les annonces d'OMT, les taux négatifs et le CSPP, ont eu un effet significatif sur les anticipations concernant l'accès futur au crédit (cf. graphique 8). En particulier, immédiatement après les annonces de politique monétaire, les anticipations relatives à l'accès futur au crédit se sont améliorées dans des proportions relativement plus importantes pour les PME empruntant auprès de banques censées accroître leurs prêts aux PME grâce à la mesure de politique monétaire ¹¹³. Les auteurs mettent aussi en évidence le fait que l'investissement et l'emploi des PME ont davantage augmenté dans les entreprises qui tablaient sur une amélioration du crédit bancaire dans le futur.

¹¹¹ Betz (F.) et De Santis (R.), « *ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms* », *ECB Working Paper Series*, n° 2314, BCE, Frankfurt am Main, 2019.

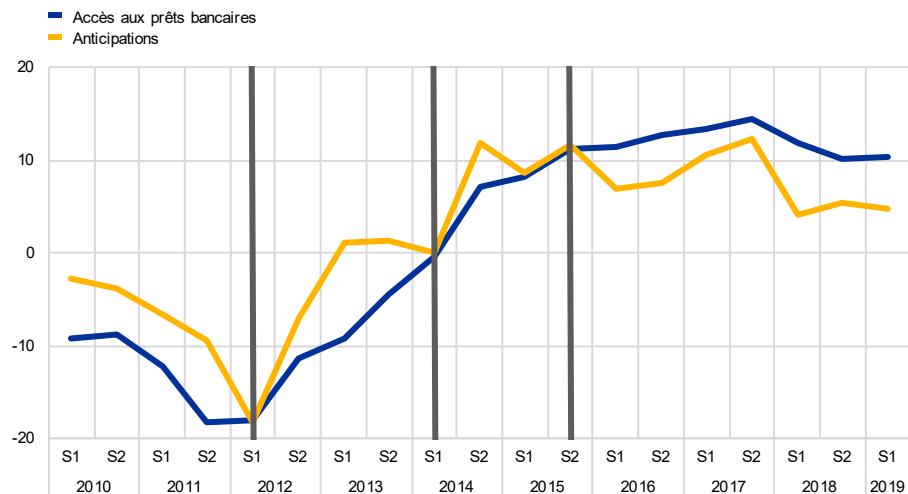
¹¹² Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G. F.), (2020) « *A Funding Expectations Channel of Monetary Policy* » *ECB Working Paper Series*, à paraître. Dans un autre article, Ferrando (A.), Ganoulis (I.) et Preuss (C.), « *Firms' expectations on the availability of credit since the financial crisis* », *Review of Behavioural Finance*, 2020, analysent la formation des anticipations relatives à l'accès des PME de la zone euro au financement bancaire. Les entreprises semblent utiliser un éventail plus large d'informations à leur disposition, par exemple le chiffre d'affaires et les bénéfices ainsi que l'environnement économique général. En particulier, les PME semblent combiner des éléments aussi bien rétrospectifs que prospectifs, qui incluent dans certains cas d'importantes annonces de politique monétaire, comme les OMT.

¹¹³ Cela pourrait bien résulter de plusieurs facteurs additionnels, déclenchés par l'annonce des mesures. Par exemple, dans le cas de la politique de taux d'intérêt négatifs, Altavilla *et al.* mettent en évidence un autre canal du mécanisme de transmission de la politique monétaire, par lequel les banques solides peuvent répercuter les taux négatifs sur les dépôts des entreprises sans qu'il y ait de contraction du financement. En outre, ils montrent que la politique de taux d'intérêt négatifs donne un nouvel élan à l'économie via le rééquilibrage de l'actif des entreprises.

Graphique 8

annonces de mesures non conventionnelles de politique monétaire et anticipations des PME relatives à l'accès aux prêts bancaires

(pourcentages nets d'entreprises interrogées pour lesquelles les prêts bancaires sont importants)



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

Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles déclarant qu'il a diminué. La première ligne verticale grise indique l'annonce des OMT ; la deuxième ligne verticale grise indique l'annonce des opérations TLTRO I et de la politique de taux négatifs ; la troisième indique l'annonce des opérations TLTRO II et du CSPP. La dernière observation se rapporte à la période avril-septembre 2019.

Dans l'ensemble, les données empiriques existantes confirment l'impact positif des mesures non conventionnelles de politique monétaire introduites par la BCE au cours des dernières années afin de soutenir les conditions de financement des entreprises de la zone euro, y compris les PME. En particulier, les données présentées suggèrent que les mesures non conventionnelles ont agi par le biais de différents canaux et que leur impact a légèrement varié d'un pays à l'autre. En interprétant les résultats, il convient de garder à l'esprit qu'il est toujours difficile d'isoler les effets de la politique monétaire. De plus, dans le cas des études examinées dans cette section, le caractère non conventionnel des mesures – pour lesquelles il existe un nombre très limité d'épisodes – complique encore le processus d'identification.

4 Profils de financement et comportement financier

En dépit de l'amélioration des conditions de financement et des mesures de politique monétaire mises en œuvre jusqu'à présent, des difficultés structurelles subsistent en ce qui concerne l'accès au financement des PME.

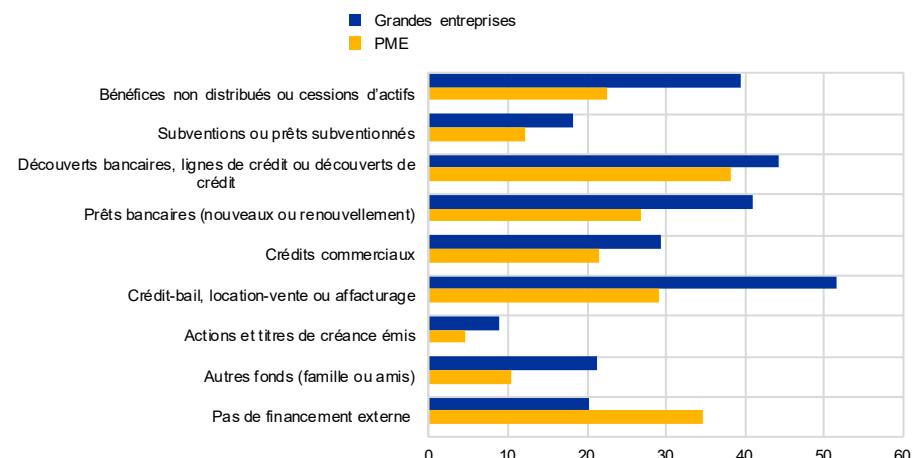
Ces difficultés sont essentiellement liées au fait que les entreprises de la zone euro n'utilisent encore qu'un nombre limité des instruments de financement qui sont à leur disposition. Afin d'analyser cette caractéristique structurelle, la présente section examine plus en détail la période allant d'avril à septembre 2019. Elle représente une photographie des options de financement choisies par les entreprises de la zone euro après les évolutions décrites dans la section précédente.

Les options de financement des entreprises de la zone euro sont limitées à quelques instruments, principalement liés au secteur bancaire. Le crédit-bail et l'affacturage pour les grandes entreprises et les crédits commerciaux pour les PME sont également importants (cf. graphique 9). Il existe des différences selon la taille des entreprises, mais l'importance relative des sources de financement reste la même globalement. En particulier, les PME tendent à recourir dans une moindre mesure à des fonds externes : au moins un tiers d'entre elles déclarent ne pas avoir utilisé de sources externes de financement. Pour les grandes entreprises, la part est de 20 %. Indépendamment de la taille de l'entreprise, le recours au financement de marché (émission de dette ou fonds propres externes) reste limité.

Graphique 9

Sources de financement des entreprises de la zone euro

(pourcentages pondérés sur la période 2009-2019)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
Note : Sources de financement importantes ayant été utilisées au cours des six derniers mois.

Les PME ont recours à un nombre limité de sources de financement.

Le graphique 10 présente la distribution du nombre de sources de financement utilisées par les PME et par les grandes entreprises. Comme prévu dans la littérature¹¹⁴, les données montrent la diversification limitée des sources de financement des PME, contrairement aux grandes entreprises. De nombreuses PME n'ont recours qu'à un seul type de financement (36 %), le pourcentage correspondant pour les grandes entreprises étant plus faible (22 %). En ce qui concerne les entreprises utilisant quatre sources de financement ou plus, le pourcentage de grandes entreprises est presque deux fois plus élevé que pour les PME.

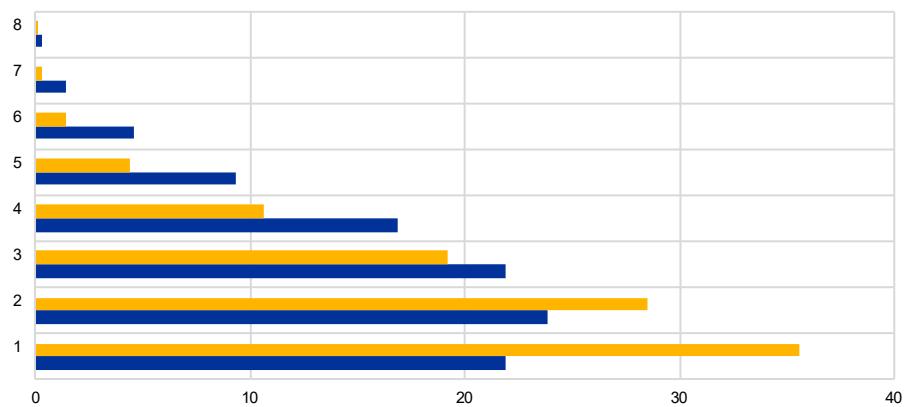
¹¹⁴ Cf. Berger (A.) et Udell (G.), « *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n° 6-8, 1998, p. 613-673 ; Cressy (R.) et Olafsson (C.), « *European SME Financing: An Overview* », *Small Business Economics*, vol. 9, n° 2, 1997, p. 87-96 ; Lawless (M.), O'Connell (B.) et O'Toole (C.), « *Financial structure and diversification of European firms* », *Applied Economics*, vol. 47, n° 23, 2015, p. 2379-2398.

Graphique 10

Nombre de sources de financement utilisées (selon la taille des entreprises)

(pourcentages pondérés sur la période 2009-2019)

■ Grandes entreprises
■ PME



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

Note : Le chiffre indique la fréquence à laquelle le nombre de sources de financement différentes est utilisé par les entreprises pour financer leurs opérations.

Les entreprises de tailles différentes utilisent différentes combinaisons

d'instruments financiers. Afin d'établir une taxonomie des profils de financement, les entreprises de l'échantillon sur lequel porte l'enquête SAFE sont regroupées selon leurs sources de financement à l'aide d'une « analyse par *cluster* ».

L'encadré 1 présente les résultats de cette analyse, sur la base de la campagne d'enquête pour la période allant d'avril à septembre 2019. La taxonomie fournit une photographie du comportement des entreprises de la zone euro en matière de financement jusqu'à la période qui précède immédiatement la crise du coronavirus. Si l'approche est par nature liée à une période spécifique, l'analyse des réponses à l'enquête pour d'autres périodes, par exemple d'avril à septembre 2012, montre que les entreprises affichaient des profils de financement globalement analogues¹¹⁵.

Dans la campagne d'enquête pour la période allant d'avril à septembre 2019, chacun des huit *clusters* contient environ 7 % à 10 % du nombre total d'entreprises, à l'exception du *cluster* le plus grand, qui regroupe les entreprises ayant déclaré ne pas utiliser de sources externes de financement (38 %). La taxonomie présentée dans la tableau 1 confirme que les grandes entreprises, définies par le nombre de salariés ou le chiffre d'affaires, utilisent des sources de financement plus diversifiées que les PME et sont également davantage susceptibles d'être cotées en Bourse ou de faire partie d'un groupe. Un pourcentage plus élevé de grandes entreprises appartient aux *clusters* regroupant un plus grand nombre d'instruments financiers (*mixte – marché*, *mixte – famille ou amis* et *mixte – subventions*, cf. encadré 1), en particulier si l'on examine la différence entre les entreprises dont le chiffre d'affaires est très élevé (supérieur à 50 millions d'euros) et celles dont le chiffre d'affaires est faible (inférieur à 10 millions d'euros). Les PME, en revanche, tendent à se situer plus souvent dans des *clusters* où la dette à court terme flexible ou les prêts

¹¹⁵ Signe que la taxonomie a légèrement évolué au fil du temps avec les conditions de financement des entreprises, l'analyse empirique portant sur 2012 met en évidence sept et non pas huit *clusters*, du fait de l'impossibilité de constituer un *cluster* d'entreprises ayant largement recours aux subventions ou aux prêts subventionnés.

bancaires à long terme sont les principaux instruments de financement. La combinaison entre crédit-bail/affacturage et prêts à court terme est également particulièrement importante pour les PME (*cluster crédit-bail/affacturage essentiellement*).

Encadré 2

Taxonomie des profils de financement dans la zone euro : une approche selon l'analyse par *cluster*

A. Ferrando et K. Bańkowska

L'analyse empirique utilisée pour identifier les profils de financement des entreprises de la zone euro est fondée sur une approche selon l'analyse par *cluster* analogue aux recherches menées par Moritz *et al.* et Masiak *et al.*¹¹⁶. L'analyse par *cluster* regroupe les entreprises en fonction de leur recours aux neuf instruments de financement recensés dans le graphique 9, de sorte que les groupes soient à la fois homogènes (faible variance au sein du *cluster*) et très différents les uns des autres (forte variance entre *clusters*). L'analyse empirique se fonde sur la campagne d'enquête couvrant la période d'avril à septembre 2019, pour un total de 10 732 entreprises ayant déclaré si elles avaient recours au financement interne ou externe de leur activité au cours des six derniers mois. Établie sur la base d'une seule campagne d'enquête, la taxonomie fournit une photographie du comportement des entreprises de la zone euro en matière de financement¹¹⁷.

Le tableau A présente les huit *clusters* obtenus à l'aide de la procédure décrite précédemment. Les différents *clusters* sont présentés en commençant par ceux qui regroupent plusieurs instruments de financement, en allant vers ceux qui en comportent un moins grand nombre. Chaque *cluster* contient environ 7 % à 10 % du nombre total d'entreprises, à l'exception de dernier, qui recouvre une grande part d'entreprises ayant déclaré ne pas recourir à des sources de financement externes (38 %).

Cluster 1 (mixte – marché) : Les entreprises de ce *cluster* utilisent un large éventail d'instruments : elles affichent le recours le plus important aux bénéfices non distribués et à la cession d'actifs (81 %) associé à une utilisation élevée des prêts bancaires à court et à long terme (58 % et 34 %, respectivement). Contrairement aux autres *clusters*, les entreprises de ce groupe sont les seules à avoir accès au financement de marché (26 %). Le crédit-bail et l'affacturage sont également des instruments relativement importants (50 %), suivis des crédits commerciaux (40 %).

Cluster 2 (mixte – famille ou amis) : La principale caractéristique de ce *cluster* est que toutes les entreprises ont recours à des fonds provenant de sociétés liées ou de la famille et des amis.

¹¹⁶ Moritz (A.), Block (J. H.) et Heinz (A.), « *Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy* », *Venture Capital*, vol. 18, n° 2, 2016, p. 115-148 ; et Masiak (C.), Moritz (A.) et Lang (F.), « *Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters* », *EIF research and market analysis working paper*, n° 40, 2017. Les deux articles se fondent sur de précédentes campagnes d'enquête (2013 et 2015) et portent uniquement sur les PME.

¹¹⁷ Techniquement, l'analyse de *cluster* choisie est une procédure hiérarchique utilisant une mesure de similarité Dice. C'est l'algorithme de Ward qui est utilisé pour fusionner les *clusters* aux stades successifs. Enfin, le choix du nombre de *clusters* résulte d'un examen visuel du dendrogramme obtenu associé à plusieurs critères, dits règles d'arrêt, comme le critère de la variance (*variance ratio criterion*, VRC) et les indices Duda-Hart. Cf. Mook (E.), Sarstedt (M.) et Mook-Reci (I.), « *Market Research: The process, Data and Methods using Stata* », Springer Verlag, Berlin, 2018.

En outre, les entreprises de ce groupe ont essentiellement recours aux prêts à court terme (50 %), ainsi qu'au crédit-bail et à l'affacturage (39 %).

Cluster 3 (mixte – subventions) : Dans ce *cluster*, toutes les entreprises ont recours à des prêts subventionnés pour exercer leur activité, prêts qu'elles associent à des produits bancaires (58 % de prêts à court terme et 48 % de prêts à long terme) ainsi qu'au crédit-bail et à l'affacturage (41 %).

Cluster 4 (crédits commerciaux essentiellement) : Ces entreprises ont recours uniquement aux crédits commerciaux pour exercer leur activité. Elles les associent à du financement bancaire à court terme (54 %) et, dans une moindre mesure, à des prêts bancaires à long terme (26 %). Le crédit-bail et l'affacturage sont également relativement importants (38 %).

Cluster 5 (prêts bancaires essentiellement) : Ce *cluster* est constitué d'entreprises qui ont recours à des prêts à long terme ainsi qu'à des prêts à court terme (55 %). Le crédit-bail et l'affacturage (37 %) sont l'autre instrument de financement utilisé par les entreprises de ce *cluster*.

Cluster 6 (crédit-bail et affacturage essentiellement) : Pour les entreprises de ce *cluster*, le crédit-bail et l'affacturage sont la principale source de financement avec les prêts à court terme (39 %).

Cluster 7 (prêts à court terme uniquement) : Les entreprises de ce groupe se concentrent uniquement sur le financement à court terme et représentent 8,7 % de l'échantillon total.

Cluster 8 (pas de financement externe) : Le dernier *cluster* est le plus important et recouvre 38 % de l'échantillon total d'entreprises. Il recouvre les entreprises qui n'ont pas recours à des fonds externes pour exercer leur activité et dont seulement 9 % ont déclaré avoir utilisé leurs ressources internes au cours des six derniers mois.

Tableau A
Composition des *clusters*

	(en pourcentage)								
	Mixte (marché)	Mixte (famille ou amis)	Mixte (subventions)	Mixte (crédits commerciaux)	Prêts bancaires essentiellement	Crédit-bail/affacturage essentiellement	Prêts à court terme uniquement	Pas de financement externe	Khi2 de Pearson
Bénéfices non distribués ou cessions d'actifs	81,0 %	23,0 %	23,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	9,0 %	4 443,5***
Subventions ou prêts subventionnés	5,0 %	9,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8 901,7***
Découverts bancaires, lignes de crédit ou découverts de crédit	58,0 %	50,0 %	58,0 %	54,0 %	55,0 %	39,0 %	100,0 %	0,0 %	4 520,7***
Prêts bancaires (nouveaux ou renouvellement)	34,0 %	25,0 %	48,0 %	26,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5 491,3***
Crédits commerciaux	40,0 %	26,0 %	27,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	6 469,1***
Crédit-bail, location-vente ou affacturage	50,0 %	39,0 %	41,0 %	38,0 %	37,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	5 110,8***
Actions et titres de créance émis	26,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2 450,9***
Autres fonds	5,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	9 620***
Aucun financement externe	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	10 372***
N. observations	1 078	769	787	962	839	1 087	904	3 946	
Pourcentage d'entreprises	10,4 %	7,4 %	7,6 %	9,3 %	8,1 %	10,5 %	8,7 %	38,0 %	

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

Notes : N=10 372 ; les tests du Khi2 de Pearson pour les variables catégorielles sont tous significatifs à p<0,01.

Tableau 1

Comparaison des *clusters* en fonction des caractéristiques des entreprises

		Mixte (marché)	Mixte (famille ou amis)	Mixte (subventions)	Mixte (crédits commerciaux)	Prêts bancaires essentiellement	Crédit-bail/affacturage essentiellement	Prêts à court terme uniquement	Pas de financement externe
Taille/Nombre de salariés	Grande PME	19,0 8,8	13,4 6,4	11,1 7,3	9,4 7,0	9,6 7,7	12,1 11,1	3,7 9,6	21,7 42,2
Chiffre d'affaires	≤ 2 millions d'euros	5,7	5,6	5,6	6,1	6,7	8,8	11,7	50,0
	> 2 millions - 10 millions d'euros	10,9	7,5	8,7	7,3	9,3	15,8	7,3	33,1
	> 10 millions - 50 millions d'euros	15,5	10,2	11,4	8,4	10,6	13,6	4,9	25,4
	> 50 millions d'euros	22,2	13,9	11,4	11,2	8,9	10,8	3,4	18,2
Âge de l'entreprise	≥ 10 ans	12,3	8,6	8,7	7,9	8,4	11,5	7,7	34,8
	5 ans à moins de 10 ans	7,8	8,0	7,1	6,5	6,8	10,0	9,3	44,5
	< 5 ans	12,5	9,5	5,7	6,6	7,0	11,5	6,1	41,3
Soumise à des contraintes financières	Non	15,4	7,6	14,0	8,5	13,9	9,4	8,6	22,6
	Oui	15,9	14,9	11,1	15,8	8,2	8,4	6,0	19,7
Entreprises vulnérables	Non	12,0	8,2	8,3	7,8	8,3	11,6	7,6	36,1
	Oui	10,8	22,0	14,8	5,0	7,8	5,0	11,0	23,4
Entreprises rentables	Non	11,9	8,9	8,8	7,8	8,5	11,4	7,9	35,0
	Oui	14,3	4,2	3,7	7,9	5,8	11,7	4,9	47,7
Famille	Non	12,9	11,1	10,9	7,4	7,3	13,2	5,0	32,2
	Oui	11,7	7,7	7,6	7,9	8,7	10,7	8,7	37,1
Cotées	Non	11,8	8,5	8,3	7,7	8,3	11,4	8,0	36,2
	Oui	17,6	11,3	12,7	9,5	8,9	12,1	1,3	26,6
Secteurs	Industrie	17,2	11,5	12,2	10,2	8,3	11,0	4,3	25,3
	Construction	11,5	7,2	7,4	8,8	9,8	13,3	8,3	33,8
	Commerce	12,8	7,9	7,1	10,9	8,9	8,0	10,0	34,4
Entreprises innovantes	Services	9,3	7,8	7,6	5,0	7,7	12,8	8,2	41,7
	Non	9,5	6,6	6,4	6,5	7,6	11,1	8,5	44,0
	Oui	14,3	10,4	10,3	8,9	8,9	11,7	7,1	28,6
Exportateurs	Non	7,9	6,5	7,4	5,8	8,4	11,3	9,0	43,7
	Oui	16,8	11,3	9,9	10,1	8,3	11,7	6,1	25,9
Croissance future attendue	Plus de 20 % par an	13,9	11,5	10,7	9,8	8,2	8,2	7,8	30,0
	Moins de 20 % par an	13,8	8,5	9,4	8,5	9,0	12,6	7,3	31,1
	Conserve la même taille	9,4	8,4	7,4	5,9	7,7	10,6	8,1	42,5
	Devient plus petite	9,4	9,7	5,7	6,8	5,9	10,4	8,2	44,0

Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) et calculs des auteurs.

Notes : L'analyse par *cluster* se rapporte à la période avril-septembre 2019. Le test du *chi2* de Pearson et le *V* de Cramer pour les variables catégorielles sont tous significatifs à $p < 0,01$ (non présenté). Les pourcentages présentés sont pondérés.

Les entreprises fragiles financièrement ont eu tendance à recevoir plus souvent des fonds de la part de membres de la famille, d'amis ou d'entreprises avec lesquelles elles ont des liens. Les entreprises fragiles financièrement sont définies comme les entreprises qui sont soit financièrement contraintes (comme expliqué dans la section 2), soit financièrement vulnérables en raison de difficultés à assurer le service de leur dette liées à une baisse des bénéfices et du chiffre d'affaires et à une hausse des charges d'intérêt¹¹⁸. Elles ont plus souvent obtenu des fonds auprès de leur famille, de leurs amis ou d'entreprises avec lesquelles elles ont des liens (*cluster* « mixte – famille ou amis »), ou par le biais de crédits commerciaux (*cluster* « mixte – crédits commerciaux » ; cf. tableau 1). Au-delà de ces sources de financement, les entreprises vulnérables ont été davantage susceptibles de recevoir des fonds via des subventions ou des prêts bancaires subventionnés. En revanche, une part importante d'entreprises rentables appartenait au *cluster* « pas de financement externe », probablement en raison d'un niveau élevé de bénéfices non distribués. Elles ont plus fréquemment utilisé différents instruments financiers, notamment des instruments de marché (*cluster* « mixte – subventions »). C'est également le cas des entreprises innovantes et des exportateurs. Les prêts bancaires, à court terme comme à long terme, sont restés une source importante de financement pour ces trois groupes d'entreprises.

Les entreprises ont diversifié leurs sources de financement selon le secteur auquel elles appartiennent. Les entreprises industrielles ont davantage fait partie du *cluster* recouvrant des options de financement plus diversifiées (« mixte – marché »). En moyenne, ces entreprises sont plus grandes et plus susceptibles d'être exportatrices. Dans l'ensemble, elles parviennent à obtenir des financements par endettement et à long terme, étant donné leur capacité à fournir des garanties pour sécuriser leur endettement. En revanche, les entreprises du secteur de la construction recourent davantage à des financements adossés à des actifs et à des prêts bancaires à court terme, comme dans le cas du *cluster* « crédit-bail/affacturage essentiellement ». Les entreprises du secteur du commerce ont eu davantage besoin d'endettement à court terme et de crédits commerciaux dans le cadre de leur activité. L'analyse par *cluster* indique qu'un pourcentage relativement élevé de ces entreprises est regroupé dans le *cluster* couvrant le plus d'options de financement. Enfin, les entreprises du secteur des services sont moins susceptibles d'utiliser des instruments de financement externe que les entreprises des autres secteurs, beaucoup d'entre elles appartenant au *cluster* lié au financement adossé à des actifs (mixte – crédit-bail/affacturage).

Les entreprises qui devraient croître à court terme s'appuient sur plusieurs options de financement. Les entreprises qui prévoient de croître en 2020 ont eu des besoins de financement plus élevés. Comme le montre la taxonomie, elles ont utilisé plusieurs instruments de financement, essentiellement regroupés dans les trois premiers *clusters* du tableau 1.

Les écarts de financement sont plus élevés pour les entreprises qui utilisent des sources de financement informelles. Le niveau de l'écart de financement, défini comme la différence entre la variation de la demande et la variation de la

¹¹⁸ Cf. la note de bas de page n° 3 du rapport SAFE.

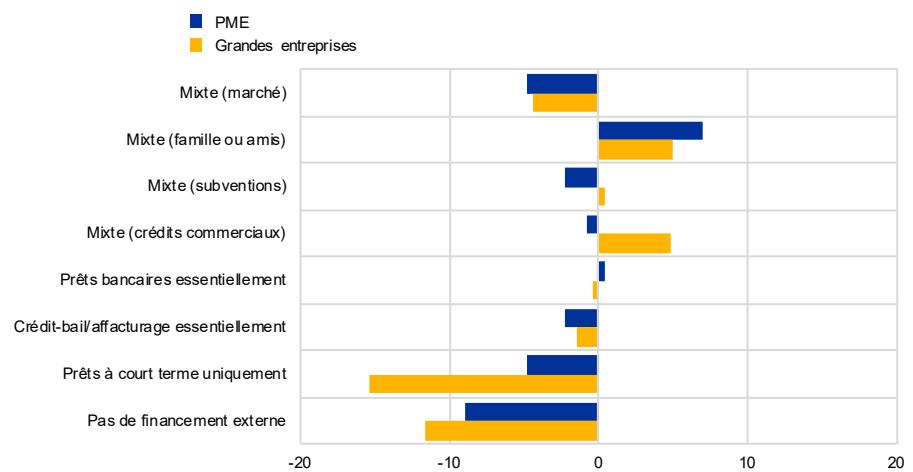
disponibilité du financement externe, est un indicateur important tiré des données SAFE. Dans la zone euro, l'écart de financement est négatif depuis 2014 pour les grandes entreprises et depuis 2015 pour les PME, ce qui signifie que la hausse des besoins de financement externe a été moins rapide que l'amélioration de l'accès aux fonds externes. En 2019, les pourcentages nets pondérés étaient assez similaires pour les grandes entreprises et les PME (− 3 % et − 4 %, respectivement).

Le graphique 11 présente l'écart de financement en fonction des différents *clusters*. L'écart de financement est plus élevé pour le groupe d'entreprises qui a principalement recours à des prêts consentis par des membres de la famille, des amis ou des entreprises avec lesquelles elles ont des liens (*mixte – famille ou amis*). En moyenne, il s'agit d'entreprises financièrement vulnérables, dont la capacité à générer des fonds internes est faible. Beaucoup d'entre elles sont soumises à des contraintes financières.

Graphique 11

Écarts de financement des entreprises de la zone euro en fonction des *clusters*

(pourcentages nets pondérés)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) et calculs des auteurs.

Note : Pour la construction de l'indicateur relatif à l'écart de financement, cf. le graphique 17 du rapport SAFE.

5 Effets réels des profils de financement

La diversification des sources de financement externes peut être liée aux décisions des entreprises en matière d'investissement, d'embauche ou de constitution de stocks. Dans l'enquête SAFE, les entreprises sont interrogées sur leur utilisation des financements interne et externe. Dans le questionnaire, les options recouvrent les décisions concernant : 1) la FBCF (immobilisations corporelles) ; 2) les stocks et autre fonds de roulement ; 3) l'embauche et la formation de salariés ; 4) le développement et le lancement de nouveaux produits ou services ; 5) le refinancement ou le remboursement d'obligations et 6) les dépenses à d'autres fins. Les entreprises utilisent principalement leur financement externe pour financer leur FBCF et leur fonds de roulement.

Certains faits stylisés peuvent être obtenus en retracant les pourcentages d'entreprises qui ont utilisé des financements aux fins citées dans chacun des huit *clusters* (cf. graphique 12)¹¹⁹.

Premièrement, les entreprises qui investissent en immobilisations corporelles recourent à différents instruments de financement, constitués essentiellement de produits bancaires. Plus de 60 % des entreprises au sein des *clusters* recouvrant davantage d'options de financement (« mixte – subventions », « mixte – marché et prêts bancaires essentiellement ») ont recours à des financements pour la FBCF. Si les entreprises utilisent principalement des prêts bancaires à long terme dans le *cluster* « prêts bancaires essentiellement », elles ont tendance à leur substituer des prêts subventionnés et d'autres sources de financement dans les deux autres *clusters*.

Deuxièmement, les entreprises recourent essentiellement aux crédits commerciaux et aux prêts à court terme pour financer leur fonds de roulement, comme le montre le deuxième volet du graphique 12.

Troisièmement, les entreprises engagées dans des activités d'embauche et de formation utilisent pour l'essentiel le crédit-bail/affacturage ou des sources de financement interne uniquement. D'après la taxonomie, les entreprises qui décident d'accroître leurs effectifs ou leurs activités de formation relient cette décision à l'acquisition d'immobilisations corporelles en crédit-bail.

Quatrièmement, les entreprises qui développent et lancent de nouveaux produits ou services ont tendance à utiliser plusieurs types de produits de financement. Cette constatation est en phase avec les résultats présentés dans le tableau 1. Les entreprises innovantes sont regroupées autour des produits de marché, mais utilisent également d'autres instruments de financement.

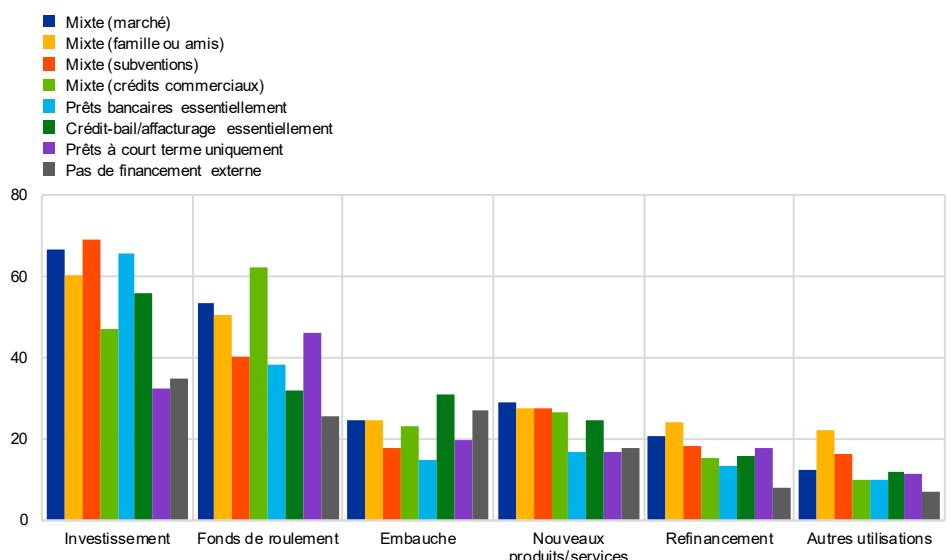
Enfin, les entreprises qui déclarent avoir utilisé des financements pour refinancer ou rembourser des obligations, ou à d'autres fins, s'appuient un peu plus sur les fonds provenant de membres de la famille ou d'amis, ou d'entreprises avec lesquelles elles ont des liens. Comme observé dans la section précédente, ces entreprises subissent des contraintes financières et rencontrent des difficultés à rembourser leur endettement existant.

¹¹⁹ Les régularités pourraient présenter des problèmes de simultanéité. Par exemple, les entreprises à forte croissance ont davantage recours à des sources multiples de financement, mais les entreprises dont le financement est plus diversifié peuvent aussi, de ce fait, être plus innovantes et enregistrer une forte croissance. Dès lors, nous n'avons pas l'intention de fournir de lien causal dans les faits stylisés.

Graphique 12

Utilisation du financement tel que perçu par les entreprises en fonction des *clusters* de financement

(en pourcentages)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) et calculs des auteurs.

Une approche plus formelle qui prend simultanément en compte plusieurs autres dimensions confirme les faits stylisés. Afin d'analyser de manière plus approfondie le lien entre options de financement et décisions des entreprises dans l'économie réelle, on utilise un modèle de régression logistique¹²⁰. L'ensemble des variables dépendantes, qui sont des variables muettes fixées à un si les entreprises utilisent le financement pour les cinq raisons spécifiques, sont régressées sur les variables muettes pour chaque groupe de *cluster* et sur un ensemble de variables prenant en compte les différences des entreprises en matière de taille, d'âge, de secteur d'activité et de pays.

Le tableau 2 présente les effets de la diversification des fonds externes par cluster sur l'utilisation que font les entreprises du financement¹²¹. S'agissant plus particulièrement des effets marginaux les plus élevés, les résultats indiquent que les entreprises qui utilisent davantage les subventions ou les prêts bancaires à long terme (regroupés dans le *cluster* « mixte – subventions ») sont plus enclines (à hauteur de 27 %) à avoir investi dans les activités de FBCF que celles qui n'ont

¹²⁰ Une abondante littérature a tenté d'établir un lien entre les profils de financement et les effets réels. Cf. par exemple : Lamont (O.), « *Cash flow and Investment: Evidence from Internal capital markets* », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, 1997, p. 83-109 ; Brown (J. R.), Fazzari (S. M.) et Petersen (B. C.), « *Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom* », *Journal of Finance*, vol. 64, n° 1, 2009, p. 151-185 ; Popov (A.), « *Credit constraints and investment in human capital: Training evidence from transition economies* », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 23, n° 1, 2014, p. 76-100 ; et Chodorow-Reich (G.), « *The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, p. 1-59. La plus grande partie de la littérature décrit des corrélations entre les deux notions, comme le démontre également le présent article.

¹²¹ Le tableau présente les effets marginaux sur et au-dessus du *cluster* se rapportant aux entreprises sans financement externe.

pas recours au financement externe, toutes choses égales par ailleurs. De plus, la probabilité qu'une entreprise investisse dans son fonds de roulement est 26 % plus élevée si elle appartient au *cluster* « financement par crédits commerciaux ».

En revanche, la troisième colonne du tableau 2 indique que, pour les entreprises qui embauchent et forment leurs salariés, le financement externe n'est pas meilleur que le financement interne. L'effet marginal est même négatif dans certains *clusters*.

Cela est cohérent avec les résultats précédents qui montrent que le financement bancaire affiche une relation négative avec l'investissement en actifs incorporels tels que la recherche et développement, les logiciels, les bases de données et réseaux informatiques et la formation¹²². De plus, la probabilité de développer de nouveaux produits ou services n'est pas liée à l'utilisation de produits bancaires, mais elle est plus élevée pour les entreprises ayant recours à des subventions ou à un financement issu du marché. Dans ces cas toutefois, les effets marginaux sont relativement modérés, à environ 7 %. Enfin, dans les deux dernières colonnes, les résultats de la régression confirment le fait stylisé concernant l'importance relative du financement informel pour le refinancement ainsi qu'à d'autres fins.

¹²² Cf. Covas (F.) et Den Haan (W. J.), « *The role of debt and equity finance over the business cycle* », *The Economic Journal*, vol. 122, n° 565, 2012, p. 1262-1286 ; Grundy (B.) et Verwijmeren (P.), « *The external financing of investment* », *SSRN Electronic Journal*, 2019 ; et Ferrando (A.) et Preuss (C.), « *What finance for what investment? Survey-based evidence for European companies* », *Economia Politica*, vol. 35, 2018, p. 1015-1053.

Tableau 2

Utilisation des financements et diversification des instruments de financement

(Effets marginaux)						
Variables	FBCF	Fonds de roulement	Embauche	Nouveaux produits/services	Refinancement	Autres utilisations
Mixte (marché)	0,23*** (0,02)	0,21*** (0,03)	-0,07*** (0,02)	0,07*** (0,02)	0,12*** (0,02)	0,06*** (0,02)
Mixte (famille ou amis)	0,16*** (0,03)	0,18** (0,03)	-0,08*** (0,03)	0,06** (0,03)	0,13*** (0,02)	0,14*** (0,03)
Mixte (subventions)	0,27*** (0,03)	0,10** (0,03)	-0,12*** (0,02)	0,07*** (0,02)	0,12*** (0,03)	0,09*** (0,02)
Mixte (crédits commerciaux)	0,09*** (0,03)	0,26*** (0,03)	-0,06** (0,02)	0,05** (0,02)	0,08*** (0,02)	0,04** (0,02)
Prêts bancaires essentiellement	0,27*** (0,03)	0,12** (0,03)	-0,13*** (0,03)	-0,01 (0,02)	0,08*** (0,02)	0,04** (0,02)
Crédit-bail/affacturage essentiellement	0,14*** (0,03)	0,04* (0,02)	-0,02 (0,02)	0,05** (0,02)	0,06*** (0,02)	0,04** (0,02)
Prêts à court terme uniquement	-0,01 (0,03)	0,20*** (0,02)	-0,07*** (0,02)	-0,01 (0,02)	0,11*** (0,02)	0,04*** (0,01)
Variables de contrôle des entreprises	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets par pays et par secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	10 155	10 153	10 169	10 155	10 134	9 845
Pseudo R2	0,104	0,120	0,0663	0,0537	0,120	0,0505

Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) et calculs des auteurs.

Notes : Régressions logit. Dans l'analyse, la catégorie de référence omise est le *cluster* « pas de financement externe ». Les autres catégories de référence sont les grandes entreprises et les entreprises matures du secteur manufacturier allemand. Toutes les spécifications utilisent des pondérations fondées sur le nombre d'employés afin de recréer la proportion du poids économique de chaque classe de taille, activité économique et pays. Erreurs-types entre parenthèses, *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

6 Conclusions

Depuis la crise financière mondiale, une série de mesures de politique monétaire non conventionnelles a contribué à assouplir l'accès des PME au financement. Cet article a décrit comment l'évaluation de leurs conditions de financement par les entreprises a évolué sur l'ensemble de la période s'achevant avec le déclenchement de la crise liée au coronavirus. En particulier, les entreprises de l'ensemble des pays de la zone euro ont fait état d'une diminution globale, au fil du temps, de la perception qu'elles ont d'être financièrement contraintes.

Malgré une amélioration progressive depuis le milieu des années 2010, les PME rencontrent toujours des difficultés d'accès au financement, en matière de diversification des fonds par exemple. En dressant le bilan de l'évolution globale de leurs conditions de financement depuis 2009, cet article a analysé les

options de financement dont les entreprises disposaient mi-2019 par le biais d'une analyse par *cluster*. La taxonomie obtenue montre que le pourcentage d'entreprises utilisant des instruments financiers issus du marché pour financer leur activité reste faible et ce, malgré les difficultés rencontrées durant la crise avec leur source de financement traditionnelle (les prêts bancaires) et les nombreux efforts qui en ont résulté depuis 2015 pour mettre en place une union des marchés de capitaux (UMC) afin de faciliter la collecte de fonds des PME. La taxonomie fait apparaître que les entreprises exportatrices, plus rentables, plus innovantes et qui prévoient de poursuivre leur croissance dans le futur, ont eu tendance à diversifier davantage leurs instruments de financement. Toutefois, ces entreprises ont également fait état d'écart de financement plus importants, l'accès global aux sources externes étant inférieur à la demande.

L'analyse met en lumière certains effets importants des décisions de politique monétaire sur l'accès des PME au financement au cours des dernières années.

- Premièrement, les mesures de politique monétaire visant essentiellement à soutenir le crédit bancaire sont essentielles pour les PME, car il représente leur source principale de financement externe.
- Deuxièmement, le soutien au financement bancaire est particulièrement pertinent pour le financement de leur FBCF par les PME, ce qui peut jouer un rôle important dans la transmission de la politique monétaire.
- Troisièmement, d'un point de vue structurel, les initiatives prises au niveau de l'UE ou au niveau national pour soutenir l'accès aux instruments de marché sont extrêmement importantes. Une diversification des sources de financement faciliterait l'activité et l'expansion des entreprises innovantes en particulier, tout en renforçant globalement la résistance des PME dans les situations où l'offre de crédit tend à s'assécher.

La pandémie est à l'origine de difficultés nouvelles, plus importantes et immédiates pour les PME en matière d'accès au financement. Pour plus d'informations, cf. l'encadré 3 du présent numéro du Bulletin économique.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,4	0,7	6,1	1,2	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T2	0,7	0,5	-0,2	0,5	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
T3	0,8	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
T4	0,6	0,5	0,0	-1,9	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 T1	.	-1,3	-2,0	-0,9	-9,8	-3,8	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2019 Décembre	-	-	-	-	-	-	2,2	2,2	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 Janvier	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
Février	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	2,3	1,7	0,4	5,2	1,2
Mars	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
Avril	-	-	-	-	-	-	.	.	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
Mai ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
		Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	—	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02	
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05	
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08	
2019	Novembre	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
	Décembre	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020	Janvier	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
	Février	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
	Mars	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
	Avril	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
	Mai	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03

Source : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2019	Novembre	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
	Décembre	-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	Janvier	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
	Février	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
	Mars	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
	Avril	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
	Mai	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12

Source : Calculs de la BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2
2019 Nov.	398,4	3693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3107,2	23278,1
Déc.	400,9	3715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3178,9	23660,4
2020 Janvier	406,9	3758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3278,4	23642,9
Février	407,1	3734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3282,5	23180,4
Mars	308,5	2824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2652,4	18974,0
Avril	310,3	2839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2763,2	19208,4
Mai	322,1	2909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2919,6	20543,3

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux variable et période > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10		11	12	13	14				
		1	2	3	4																
2019	Avril	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,52	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75				
	Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,53	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72				
	Juin	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67				
	Juillet	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61				
	Août	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56				
	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48				
	Octobre	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,48	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44				
	Novembre	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47				
	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41				
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43				
	Février	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41				
	Mars ^(p)	0,02	0,36	0,30	0,69	5,60	16,24	5,55	5,45	5,90	2,10	1,39	1,55	1,36	1,36	1,65	1,39				

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :				≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
		≤ 2 ans	> 2 ans	4		Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13	
	1	2	3	4														
2019	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62			
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57			
	Juin	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55			
	Juillet	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56			
	Août	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52			
	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54			
	Octobre	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56			
	Novembre	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55			
	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55			
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55			
	Février	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52			
	Mars ^(p)	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,98	1,58	1,53	1,50	1,15	1,10	1,19	1,46			

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2017	1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2019	Octobre	1356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45
	Novembre	1341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
	Décembre	1277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35
2020	Janvier	1363	597	172	.	99	422	73	499	208	77	.	56	100	57
	Février	1388	600	195	.	103	415	74	428	173	101	.	47	69	37
	Mars	1383	546	198	.	104	450	86	401	111	78	.	47	103	61
Long terme															
2017	15 353	3 560	3 059	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15 746	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16 311	3 818	3 396	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7	
2019	Octobre	16 219	3 801	3 325	.	1 316	7 153	623	274	61	98	.	24	85	6
	Novembre	16 365	3 832	3 404	.	1 330	7 172	628	275	63	109	.	26	71	6
	Décembre	16 311	3 818	3 396	.	1 321	7 151	626	164	58	66	.	14	24	2
2020	Janvier	16 403	3 855	3 411	.	1 324	7 188	625	316	118	63	.	16	110	10
	Février	16 488	3 867	3 409	.	1 338	7 244	630	261	72	56	.	22	101	10
	Mars	16 506	3 845	3 413	.	1 336	7 276	636	236	57	53	.	16	91	19

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2017	16 593,3	4 079,8	3 214,7	.	1 293,4	7 304,7	700,8	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6			
2018	16 962,4	4 192,8	3 331,5	.	1 318,9	7 445,8	673,4	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2			
2019	17 588,1	4 368,5	3 570,8	.	1 405,2	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6			
2019	Octobre	17 575,0	4 380,2	3 502,9	.	1 421,8	7 577,4	692,8	8 265,6	508,2	1 369,0	6 388,3		
	Novembre	17 706,2	4 401,6	3 581,5	.	1 431,5	7 597,7	693,9	8 511,9	524,1	1 401,7	6 586,2		
	Décembre	17 588,1	4 368,5	3 570,8	.	1 405,2	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6		
2020	Janvier	17 766,0	4 452,4	3 582,6	.	1 423,9	7 609,8	697,3	8 487,1	525,3	1 391,5	6 570,4		
	Février	17 876,0	4 467,3	3 604,2	.	1 441,7	7 659,1	703,6	7 763,6	488,4	1 238,7	6 036,5		
	Mars	17 888,4	4 390,8	3 610,4	.	1 439,7	7 725,9	721,7	6 451,8	333,9	975,0	5 143,0		
Taux de croissance														
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2			
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4			
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0			
2019	Octobre	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2		
	Novembre	3,0	3,8	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2		
	Décembre	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0		
2020	Janvier	3,1	4,1	4,8	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0		
	Février	3,2	3,6	5,3	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0		
	Mars	2,8	1,7	4,8	.	4,4	2,1	3,5	0,0	0,1	-0,1	0,0		

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0	
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8	
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5	
2019	T2	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8	
	T3	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9	
	T4	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2	
2020	T1	96,7	89,7	91,2	-	-	-	90,2	
2019	Décembre	96,7	90,1	91,4	-	-	-	90,2	
2020	Janvier	96,2	89,3	91,0	-	-	-	89,4	
	Février	95,6	88,7	90,4	-	-	-	88,9	
	Mars	98,1	91,0	92,3	-	-	-	92,1	
	Avril	97,5	90,6	92,3	-	-	-	92,3	
	Mai	97,7	90,7	92,9	-	-	-	92,1	
				variation en pourcentage par rapport au mois précédent					
2020	Mai	0,2	0,0	0,7	-	-	-	0,0	-0,2
				variation en pourcentage par rapport à l'année précédente					
2020	Mai	0,3	-0,8	1,2	-	-	-	1,9	0,2

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130	
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181	
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119	
2019	T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	
	T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	
	T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	
2020	T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	
2019	Décembre	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	
2020	Janvier	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	
	Février	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	
	Mars	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	
	Avril	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	
	Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	
				variation en pourcentage par rapport au mois précédent									
2020	Mai	0,8	-0,2	0,0	-0,1	-1,7	-0,1	-0,4	1,3	0,0	-2,6	0,3	0,4
				variation en pourcentage par rapport à l'année précédente									
2020	Mai	1,0	2,1	5,8	-0,1	7,9	-4,9	5,3	1,7	1,6	-1,3	-6,5	-2,5

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

	Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)													
2019	T1	26 555,6	26 818,9	-263,3	11 090,1	9 070,3	9 137,7	11 200,9	-92,3	5 679,0	6 547,8	741,1	14 639,8
	T2	26 701,6	27 003,5	-301,9	10 941,0	9 050,9	9 242,1	11 374,0	-75,5	5 823,2	6 578,6	770,8	14 760,0
	T3	27 793,7	27 946,5	-152,8	11 333,5	9 364,6	9 630,7	11 849,2	-91,0	6 093,5	6 732,7	827,0	15 112,7
	T4	27 555,9	27 618,4	-62,6	11 207,0	9 322,3	9 905,8	11 943,5	-48,5	5 678,0	6 352,7	813,6	14 517,2
encours en pourcentage du PIB													
2019	T4	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
Flux													
2019	T2	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
	T3	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
	T4	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2020	T1	551,2	489,6	61,6	62,0	-8,0	-102,3	28,2	12,5	575,5	469,5	3,4	-
2019	Octobre	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
	Novembre	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
	Décembre	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020	Janvier	400,3	395,2	5,1	21,1	4,2	86,7	121,7	8,0	283,5	269,3	1,0	-
	Février	162,6	118,4	44,2	32,7	9,7	30,0	27,3	13,0	88,0	81,4	-1,1	-
	Mars	-11,7	-23,9	12,3	8,2	-21,9	-219,0	-120,8	-8,5	204,0	118,8	3,6	-
flux cumulés sur 12 mois													
2020	Mars	947,1	699,3	247,7	79,2	102,0	241,2	334,2	44,1	578,7	263,1	3,9	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2020	Mars	8,0	5,9	2,1	0,7	0,9	2,0	2,8	0,4	4,9	2,2	0,0	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	PIB										Solde extérieur ¹⁾		
		Demande intérieure								Variation des stocks ²⁾	Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total des bâtiments	Total des machines					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2017	11 200,9	10 709,5	6 036,4	2 296,9	2 306,0	1 102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5 295,9	4 804,5		
2018	11 561,5	11 062,7	6 207,6	2 363,3	2 408,1	1 175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5 547,7	5 048,9		
2019	11 906,7	11 434,6	6 362,1	2 444,8	2 605,5	1 253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5 719,3	5 247,2		
2019 T1	2 950,9	2 819,8	1 575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1 422,8	1 291,7		
T2	2 967,9	2 866,8	1 589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1 426,7	1 325,6		
T3	2 987,2	2 851,8	1 596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1 434,8	1 299,5		
T4	3 006,3	2 895,5	1 602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1 442,1	1 331,3		
en pourcentage du PIB														
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-	-	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2019 T2	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0	2,7		
T3	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6	-1,4		
T4	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3	2,2		
2020 T1	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
variations annuelles en pourcentage														
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0		
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3	2,8		
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5	3,8		
2019 T2	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3	5,1		
T3	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7	2,6		
T4	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9	3,8		
2020 T1	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2019 T2	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-	-		
T3	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-	-		
T4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-		
2020 T1	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-		
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-		
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-		
2019 T2	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-		
T3	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-	-		
T4	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-		
2020 T1	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2017	10040,0	176,3	1991,5	503,1	1909,9	468,8	465,9	1132,7	1143,5	1897,7	350,5	1160,9
2018	10356,9	177,9	2039,7	537,9	1968,6	488,6	472,0	1167,0	1194,9	1955,1	355,2	1204,6
2019	10665,6	179,8	2048,8	580,4	2031,8	513,8	480,6	1205,5	1240,7	2020,3	364,0	1241,1
2019 T1	2644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
T2	2659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
T3	2673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
T4	2693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2019 T1	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
T2	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
T3	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
T4	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 T1	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
T2	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
T3	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
T4	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	—
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
T4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	—
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	—
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	—
T3	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T4	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique										
		Salariés	Tra-vailleurs indé-pendants	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struction	Commerce, trans-port, héberge-ment et restaura-tion	Informa-tion et commu-nica-tion	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spéciali-sées de services aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, enseigne-ment, santé et action sociale	Arts, spec-tacles et autres activités de services	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Personnes employées														
en pourcentage du nombre total de personnes employées														
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9	
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8	
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8	
variations annuelles en pourcentage														
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0	
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4	
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7	
2019 T2	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7	
T3	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9	
T4	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0	
2020 T1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Heures travaillées														
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées														
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2	
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1	
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1	
variations annuelles en pourcentage														
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4	
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4	
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6	
2019 T1	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5	
T2	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3	
T3	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5	
T4	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0	
Heures travaillées par personne employée														
variations annuelles en pourcentage														
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5	
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1	
2019 T1	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3	
T2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4	
T3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4	
T4	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾											Taux de vacance d'em- ploi ³⁾		
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe						
			Millions			Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes				
			1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2016			100,0		81,8			18,3		52,2		47,8				
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9		
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1		
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3		
2019	T2	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3	
	T3	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2	
	T4	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2	
2020	T1	.	11,858	7,2	.	9,672	6,4	2,186	15,3	6,061	6,9	5,797	7,6	2,0		
2019	Novembre	–	–	12,136	7,4	–	9,906	6,6	2,230	15,5	6,240	7,1	5,896	7,7	–	
	Décembre	–	–	12,093	7,3	–	9,875	6,6	2,218	15,4	6,254	7,1	5,838	7,6	–	
2020	Janvier	–	–	12,075	7,3	–	9,848	6,5	2,227	15,5	6,186	7,0	5,889	7,7	–	
	Février	–	–	11,791	7,2	–	9,611	6,4	2,180	15,2	6,030	6,8	5,761	7,6	–	
	Mars	–	–	11,708	7,1	–	9,557	6,4	2,150	15,1	5,967	6,8	5,740	7,6	–	
	Avril	–	–	11,919	7,3	–	9,680	6,5	2,239	15,8	6,134	7,0	5,785	7,6	–	

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 de moyennes simples des données mensuelles.

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle					Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières		
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants			
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie			7	9	10	11			
	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13		
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0		
variations annuelles en pourcentage														
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7	
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9	
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,9	1,4	-1,9	2,1	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8	
2019	T2	-1,3	-1,5	-2,3	-2,9	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
	T3	-1,6	-1,6	-3,2	-1,2	0,3	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
	T4	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,4	0,3	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,6	12,5
2020	T1	-6,0	-5,9	-5,1	-9,9	-1,0	-5,7	-3,4	-5,6	-1,7	4,5	-5,7	-8,1	-27,3
2019	Novembre	-1,3	-1,4	-2,9	-1,2	1,0	-1,5	1,3	-7,9	2,4	1,6	3,7	-1,4	10,0
	Décembre	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,2	-2,3	-4,6	1,8	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020	Janvier	-2,2	-1,4	-2,0	-2,0	0,5	-7,3	7,1	-1,4	2,3	1,0	3,2	-0,1	-5,8
	Février	-2,2	-2,0	-0,8	-4,3	0,7	-2,9	0,2	-1,4	2,5	3,7	2,2	-2,0	-6,3
	Mars	-12,9	-13,5	-11,8	-21,5	-3,9	-6,7	-15,4	-13,9	-9,2	8,3	-21,7	-21,3	-60,3
	Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-79,6	
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2019	Novembre	-0,5	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	0,8	0,7	-0,4	0,9	0,5	1,3	-1,2	2,7
	Décembre	-1,6	-1,5	-1,5	-3,2	-0,4	-1,5	-1,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,1	-0,3	7,6
2020	Janvier	1,9	2,1	2,9	2,4	0,5	-1,0	4,0	2,3	0,8	0,8	0,9	2,0	-15,3
	Février	-0,1	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,4	-0,5	-1,2	0,6	2,5	-0,4	-1,2	1,1
	Mars	-11,3	-12,3	-11,0	-15,9	-4,0	-4,0	-14,1	-12,2	-11,2	5,0	-23,1	-20,8	-57,7
	Avril	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-44,9	

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T2	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
T3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
T4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 T1	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 Décembre	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Janvier	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Février	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
Mars	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
Avril	64,9	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
Mai	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,4	-29,7	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 T1	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
T2	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
T3	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
T4	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	T2	1066,0	1001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
	T3	1088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
	T4	1090,8	1009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2020	T1	1057,3	960,0	97,3	595,7	502,8	241,1	225,2	192,7	171,0	27,7	61,0	11,5	8,1
2019	Octobre	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
	Novembre	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
	Décembre	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020	Janvier	370,4	338,3	32,1	203,8	174,3	86,9	78,2	70,1	60,4	9,5	25,4	2,9	2,3
	Février	363,9	326,1	37,8	204,7	173,4	84,0	79,0	65,5	55,9	9,7	17,8	4,6	2,4
	Mars	323,0	295,6	27,4	187,2	155,0	70,2	68,0	57,1	54,7	8,5	17,8	4,0	3,4
		flux cumulés sur 12 mois												
2020	Mars	4302,8	3964,8	338,0	2401,7	2062,9	990,5	929,1	799,2	718,0	111,5	254,9	47,0	59,3
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2020	Mars	36,1	33,3	2,8	20,2	17,3	8,3	7,8	6,7	6,0	0,9	2,1	0,4	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire : produits manufacturés				
			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)													
2019	T2	2,1	2,5	582,3	276,1	120,3	175,8	486,5	532,1	303,0	85,9	134,9	381,7	65,8
	T3	3,2	0,7	585,2	279,5	117,8	177,6	489,0	530,5	297,8	87,9	137,2	387,4	60,2
	T4	2,1	-1,9	591,2	276,9	125,3	178,9	496,5	526,3	292,2	86,6	138,2	385,3	60,7
2020	T1	-1,8	-4,1	575,9				478,9	508,1				368,6	
2019	Octobre	4,5	-2,3	199,9	93,1	43,4	60,8	168,2	176,2	97,2	29,9	46,4	129,8	19,2
	Novembre	-2,6	-4,0	194,4	91,4	40,5	58,9	163,9	175,8	97,7	28,6	46,4	129,0	20,2
	Décembre	4,9	1,2	196,9	92,4	41,5	59,2	164,3	174,4	97,2	28,1	45,4	126,6	21,3
2020	Janvier	0,2	-0,4	196,7	93,7	39,1	60,2	164,8	178,1	100,5	28,8	46,0	129,1	22,2
	Février	1,2	-1,8	198,4	93,4	41,2	60,9	166,3	172,8	97,2	27,0	46,0	126,9	20,0
	Mars	-6,2	-10,0	180,7				147,8	157,3				112,6	
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2019	T2	-1,4	-0,1	106,5	108,3	106,0	105,4	106,2	109,4	107,8	109,6	113,6	111,5	97,6
	T3	1,0	1,7	106,8	109,6	103,4	106,1	106,2	109,7	108,3	111,3	113,1	111,9	96,7
	T4	-0,1	-1,7	107,2	108,5	108,5	105,8	107,1	107,5	105,7	105,8	112,5	109,9	96,5
2020	T1													
2019	Septembre	3,3	3,9	107,2	109,4	103,4	106,3	106,2	109,3	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7
	Octobre	2,2	-0,9	109,2	109,8	112,8	108,8	109,3	108,5	105,9	111,5	113,4	111,5	93,1
	Novembre	-4,3	-3,4	106,1	107,9	105,7	104,6	106,4	107,9	106,6	104,5	113,6	110,4	97,2
	Décembre	2,1	-0,7	106,3	107,9	106,9	104,0	105,5	106,0	104,7	101,4	110,6	107,7	99,2
2020	Janvier	-2,7	-3,4	105,7	108,2	101,1	105,5	105,0	107,5	106,7	105,6	111,3	109,3	101,7
	Février	-1,1	-2,1	107,2	108,9	107,4	106,8	106,7	106,9	106,6	99,9	113,0	109,3	100,3

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾							Pour mémoire : prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés	
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2019		100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017		101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	—	—	—	—	—	—	1,6	1,0
2018		103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,7	2,1
2019		104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,1	1,9
2019	T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
	T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
	T4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020	T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,7	1,3	0,2	-1,3	0,1	1,2	0,8
2019	Décembre	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3
2020	Janvier	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
	Février	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	1,3	0,8
	Mars	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
	Avril	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,8	-0,2	-4,8	0,3	0,3	0,6
	Mai ³⁾	105,3	0,1	0,9	—	1,3	-0,2	0,2	-0,6	0,0	-1,7	0,0	—	—
	Biens							Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports		Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers	Loyers	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers		
	14	15	16	17	18	19								
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	—	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	—	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	—	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	—	
2019	T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
	T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
	T4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	
2020	T1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	
2019	Décembre	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5	
2020	Janvier	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5	
	Février	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5	
	Mars	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5	
	Avril	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5	
	Mai ³⁾	3,3	2,4	6,5	—	0,2	-12,0	—	—	—	—	—	—	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,7			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1			
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,0	4,9			
2019 T2	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	5,8			
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	4,7			
T4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,7			
2020 T1	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,3	.	.	.			
2019 Novembre	104,5	-1,3	-0,2	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,3	0,7	-6,0	-	-	-			
Décembre	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-			
2020 Janvier	104,8	-0,6	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-			
Février	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,7	-	-	-			
Mars	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,4	0,6	-11,2	-	-	-			
Avril	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,7	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)						
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8	
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7	
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3	
2019 T2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9	
T3	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1	
T4	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6	
2020 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2019 Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,6	11,6	2,2	7,0	14,7	-1,1	
2020 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7	
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9	
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4	
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0	
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7	

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	–	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 T2	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
T3	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
T4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 T1	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019 Décembre	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 Janvier	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
Février	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
Mars	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
Avril	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
Mai	-8,6	-3,1	-8,7	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
% du total en 2018	1	2	3	4	5	6	7
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,3
2019 T2	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0
T3	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6
T4	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,1
2020 T1	.	.	.	.	.	.	2,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 T1	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
T2	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
T3	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
T4	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
Rémunération par tête												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 T1	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
T2	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
T3	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
T4	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
Productivité par personne employée												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 T2	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
T3	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
T4	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
2020 T1	101,6	-3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Rémunération par heure travaillée												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 T1	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
T2	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
T3	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
T4	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
Productivité horaire du travail												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 T1	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
T2	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
T3	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
T4	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois											
	1	2	3	4	5	6	Encours								
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5			
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8			
2019	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2			
2019	T2	1 189,0	7 415,4	8 604,4	1 111,1	2 338,5	3 449,6	12 054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12 690,0		
	T3	1 204,1	7 605,6	8 809,6	1 110,0	2 354,8	3 464,7	12 274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12 914,4		
	T4	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2		
2020	T1	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3		
2019	Novembre	1 216,9	7 715,8	8 932,6	1 081,4	2 359,5	3 440,9	12 373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13 003,5		
	Décembre	1 219,6	7 724,2	8 943,8	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,2		
2020	Janvier	1 228,3	7 743,6	8 971,9	1 062,9	2 362,3	3 425,2	12 397,1	75,8	548,3	24,1	648,2	13 045,2		
	Février	1 236,2	7 826,7	9 062,8	1 065,0	2 359,7	3 424,8	12 487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13 149,7		
	Mars	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,9	2 361,4	3 439,4	12 776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13 478,3		
	Avril ^(p)	1 276,8	8 231,0	9 507,8	1 071,4	2 376,7	3 448,1	12 956,0	94,6	542,8	45,2	682,6	13 638,6		
	Flux														
2017		36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9		
2018		50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7		
2019		56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8		
2019	T2	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9		
	T3	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0		
	T4	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4		
2020	T1	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4		
2019	Novembre	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,8	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4		
	Décembre	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1		
2020	Janvier	8,7	15,4	24,0	-8,3	-1,6	-9,9	14,1	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,3		
	Février	7,9	81,9	89,7	1,6	-2,6	-0,9	88,8	9,0	3,0	1,2	13,3	102,1		
	Mars	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9		
	Avril ^(p)	15,1	152,7	167,8	-7,7	15,3	7,5	175,3	-15,7	9,4	-13,0	-19,3	156,0		
	Taux de croissance														
2017		3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7		
2018		4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2		
2019		4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9		
2019	T2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6		
	T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7		
	T4	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9		
2020	T1	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5		
2019	Novembre	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6		
	Décembre	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9		
2020	Janvier	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2		
	Février	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5		
	Mars	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5		
	Avril ^(p)	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,4	27,8	3,1	22,0	6,7	8,3		

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2017	2240,3	1797,4	285,0	149,1	8,8	6317,6	3702,8	562,1	2051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2331,4	1898,7	277,3	147,8	7,6	6644,9	4035,9	517,6	2090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7040,7	4395,5	492,5	2151,8	0,9	1036,9	214,4	467,8
2019 T2	2406,1	1983,7	265,3	150,0	7,1	6846,9	4207,9	509,7	2127,6	1,7	1009,5	216,6	460,4
T3	2450,9	2031,3	262,2	151,4	5,9	6964,9	4318,1	504,5	2141,3	1,0	1042,3	221,3	465,5
T4	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7040,7	4395,5	492,5	2151,8	0,9	1036,9	214,4	467,8
2020 T1	2609,4	2190,9	263,2	147,5	7,7	7161,4	4530,5	472,0	2158,3	0,6	1152,1	226,4	475,3
2019 Novembre	2482,0	2073,5	251,5	151,4	5,6	7026,7	4382,6	497,2	2145,2	1,7	1022,2	226,8	472,4
Décembre	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7040,7	4395,5	492,5	2151,8	0,9	1036,9	214,4	467,8
2020 Janvier	2475,0	2063,6	256,8	150,5	4,1	7061,1	4421,5	487,3	2151,4	0,8	1023,6	217,7	467,2
Février	2507,0	2097,6	253,7	150,3	5,4	7086,6	4452,7	482,5	2150,6	0,8	1051,7	215,3	475,7
Mars	2609,4	2190,9	263,2	147,5	7,7	7161,4	4530,5	472,0	2158,3	0,6	1152,1	226,4	475,3
Avril ^(p)	2714,4	2277,0	284,5	146,6	6,3	7242,0	4596,7	467,1	2177,3	0,8	1121,0	230,3	466,0
Flux													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 T2	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
T3	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
T4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 T1	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 Novembre	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,3	3,8	6,0
Décembre	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 Janvier	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-16,0	3,0	-0,7
Février	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,5	-2,5	8,5
Mars	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
Avril ^(p)	103,5	85,1	20,8	-1,0	-1,4	80,2	65,9	-5,0	19,0	0,2	-33,6	3,7	-9,3
Taux de croissance													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 T2	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
T3	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
T4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 Novembre	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,5	6,0
Décembre	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Janvier	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,2	5,0	5,2
Février	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
Mars	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
Avril ^(p)	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,3	8,1	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) Se rapporte au secteur des administrations publiques hors administration centrale.

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance			
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2017	4617,2	1032,3	3571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2		
2018	4676,7	1006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6		
2019	4652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9		
2019	T2	4 640,2	1 000,7	3 627,9	13 640,4	11 290,6	11 667,0	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,6	803,2	
	T3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 776,5	11 394,4	11 764,2	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 570,6	811,5	
	T4	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9	
2020	T1 ^(p)	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3	
2019	Novembre	4 639,2	1 000,9	3 626,5	13 854,2	11 439,1	11 808,0	4 492,2	5 912,9	888,2	145,8	1 570,8	844,3	
	Décembre	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9	
2020	Janvier	4 670,2	994,2	3 664,2	13 912,8	11 511,9	11 874,9	4 483,9	5 961,1	913,4	153,5	1 547,1	853,8	
	Février	4 672,0	993,0	3 667,2	13 942,6	11 531,4	11 897,5	4 488,9	5 983,3	909,1	150,1	1 565,8	845,4	
	Mars	4 774,9	1 006,9	3 756,2	14 047,3	11 688,4	12 063,7	4 601,8	5 966,6	958,5	161,5	1 558,7	800,3	
	Avril ^(p)	4 962,6	1 015,5	3 935,3	14 124,7	11 728,0	12 103,8	4 671,0	5 960,8	939,4	156,8	1 610,8	785,9	
Flux														
2017		287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4	
2018		90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6	
2019		-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,5	43,8	
2019	T2	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8	
	T3	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6	
	T4	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,1	9,1	6,5	-7,8	19,5	
2020	T1	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8	
2019	Novembre	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,8	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1	
	Décembre	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0	
2020	Janvier	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0	
	Février	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9	
	Mars	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0	
	Avril ^(p)	194,4	8,2	186,0	69,2	38,0	37,9	71,5	-5,4	-23,3	-4,7	47,5	-16,3	
Taux de croissance														
2017		6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2	
2018		2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6	
2019		-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2019	T2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3	
	T3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6	
	T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020	T1	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8	
2019	Novembre	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2	
	Décembre	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020	Janvier	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7	
	Février	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1	
	Mars	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8	
	Avril ^(p)	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,1	6,4	-3,6	

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾						
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Autres prêts		
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0	
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7	
2019	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9	
2019	T2	4 462,4	4 554,2	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 115,2	703,6	4 426,6	695,6
	T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 165,7	711,2	4 473,5	691,6
	T4	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020	T1	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
2019	Novembre	4 492,2	4 588,1	972,4	883,1	2 636,7	5 912,9	6 201,6	716,4	4 506,6	690,0
	Décembre	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020	Janvier	4 483,9	4 582,1	965,3	877,1	2 641,5	5 961,1	6 243,4	724,3	4 549,6	687,2
	Février	4 488,9	4 586,3	957,4	880,0	2 651,5	5 983,3	6 264,7	728,4	4 567,3	687,6
	Mars	4 601,8	4 703,7	1 002,2	915,8	2 683,8	5 966,6	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
	Avril ^(p)	4 671,0	4 775,4	986,5	962,7	2 721,8	5 960,8	6 247,0	701,4	4 573,6	685,8
Flux											
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9	
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3	
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4	
2019	T2	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
	T3	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
	T4	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,1	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020	T1	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019	Novembre	-4,0	2,9	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
	Décembre	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020	Janvier	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
	Février	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
	Mars	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
	Avril ^(p)	71,5	72,7	-15,6	46,6	40,4	-5,4	-6,2	-13,9	7,1	1,4
Taux de croissance											
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8	
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3	
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3	
2019	T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
	T3	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
	T4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	T1	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019	Novembre	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
	Décembre	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	Janvier	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
	Février	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
	Mars	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
	Avril ^(p)	6,0	6,6	0,9	13,7	5,4	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro¹⁾

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM						Actif des IFM				
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro				Position extérieure nette	Autre				
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾		
Encours											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5	
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9	
2019	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2	
2019	T2	373,7	6 985,0	1 956,9	57,5	2 135,4	2 835,2	1 318,6	449,5	191,5	207,8
	T3	388,0	7 101,1	1 948,1	57,2	2 162,2	2 933,6	1 484,9	445,6	184,2	198,1
	T4	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2
2020	T1	413,3	7 036,8	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,6	1 571,7	534,5	183,7	196,2
2019	Novembre	369,1	7 078,6	1 951,8	52,6	2 162,7	2 911,5	1 491,5	466,4	211,8	224,8
	Décembre	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 460,4	428,9	178,9	187,2
2020	Janvier	372,2	7 115,6	1 948,9	48,8	2 165,9	2 952,0	1 542,8	407,2	171,1	182,3
	Février	417,2	7 130,6	1 942,5	48,2	2 162,5	2 977,5	1 613,6	469,2	177,9	191,2
	Mars	413,3	7 036,8	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,6	1 571,7	534,5	183,7	196,2
	Avril (p)	521,1	7 059,2	1 930,5	46,1	2 124,9	2 957,7	1 566,5	565,1	187,6	203,3
Flux											
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5	
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6	
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,7	10,4	-2,7	-2,5	
2019	T2	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
	T3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
	T4	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-0,4	-30,0	-5,3	-10,9
2020	T1	63,2	-50,3	-9,3	-2,9	-44,9	6,9	71,3	52,6	4,7	9,1
2019	Novembre	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7	-11,3
	Décembre	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-30,9	-38,8	-32,8	-37,7
2020	Janvier	22,1	-7,3	-2,7	-1,3	2,6	-5,9	42,6	-19,2	-7,8	-4,9
	Février	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	42,1	6,8	9,0
	Mars	-3,9	-43,6	0,1	-1,0	-42,6	-0,1	-29,5	29,7	5,8	5,0
	Avril (p)	107,9	-19,5	-5,4	-1,0	-2,1	-11,0	-62,4	43,2	4,0	7,0
Taux de croissance											
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5	
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7	
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5	
2019	T2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
	T3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
	T4	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	T1	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019	Novembre	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1	12,8
	Décembre	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	Janvier	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
	Février	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
	Mars	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
	Avril (p)	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 T1	-0,6	.	.	.	.	1,2
T2	-0,7	.	.	.	.	1,1
T3	-0,8	.	.	.	.	0,9
T4	-0,6	.	.	.	.	1,0

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	5			Rémunération des salariés	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7	
2019 T1	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
T2	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
T3	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8	
T4	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	3,7	

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total ¹⁾	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
					5	6	7	8	9	10	11	12	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8
2019 T1	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Il existe une légère différence (0,1 point de pourcentage du PIB) entre le ratio dette publique/PIB pour 2019 et celui pour le quatrième trimestre 2019. Elle s'explique par la différence entre le PIB annuel et la somme mobile sur quatre trimestres du PIB.

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement		
		Total	Opérations sur les principaux actifs financiers				Effets de valorisation et autres changements de volume	Autres					
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3		
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2		
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9		
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,9		
2019 T1	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8		
T2	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7		
T3	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9		
T4	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9		

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours			Opérations			
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	Échéances ≤ 3 mois		7	8	9	10	11	12	
1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	
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	
2019	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	
2019 T1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	
T2	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	
T3	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	
T4	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	
2019 Novembre	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	
Décembre	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	
2020 Janvier	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	
Février	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	
Mars	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	
Avril	12,8	11,5	4,3	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,0	0,1	

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 ¹⁾	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 T1	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1	
T2	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9	
T3	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2	
T4	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
Dette des administrations publiques										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 T1	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1	
T2	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0	
T3	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8	
T4	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 T1	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
T2	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
T3	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
T4	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Dette des administrations publiques										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 T1	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
T2	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
T3	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
T4	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Source : Eurostat.

1) Il existe une légère différence (0,3 point de pourcentage du PIB) entre le ratio dette publique/PIB pour 2019 et celui pour le quatrième trimestre 2019. Elle s'explique par la différence entre le PIB annuel et la somme mobile sur quatre trimestres du PIB.

© Banque centrale européenne, 2020

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 3 juin 2020.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-20-004-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général