BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2020

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes **2**

Synthèse 2

1 Environnement extérieur 6

2 Évolutions financières 11

3 Activité économique 15

4 Prix et coûts 21

5 Monnaie et crédit 26

Encadrés **30**

1 Tensions sur le financement en dollar américain et lignes de *swap* des banques centrales durant la crise du COVID-19 30

2 Le grand effondrement des échanges commerciaux de 2020 et le rôle amplificateur des chaînes de valeur mondiales 38

3 L'impact des mesures de politique monétaire prises par la BCE en réponse à la crise du COVID-19 43

4 Les marchés boursiers de la zone euro et les anticipations fluctuantes d'un redressement de l'économie 50

5 Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro 58

6 Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro 64

7 Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro 73

8 Les facteurs déterminant la demande de prêts des entreprises dans la zone euro – ce qui a changé durant la pandémie de COVID-19 79

Articles **88**

1 La consommation de biens durables dans la zone euro 88

2 Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite 116

3 La répartition de la liquidité et le règlement dans TARGET2 143

Statistiques **S1**

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les informations disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire, début juin, signalent une reprise de l'activité économique dans la zone euro, qui reste cependant à un niveau bien inférieur aux niveaux d'avant la pandémie de coronavirus (COVID-19), tandis que les perspectives demeurent hautement incertaines. L'inflation totale est freinée par la baisse des prix de l'énergie, et les tensions sur les prix devraient demeurer très modérées en raison du ralentissement marqué de la croissance du PIB en volume et du renforcement significatif de la sous-utilisation des capacités productives qui en résulte. Les mesures de politique monétaire de la BCE se répercutent progressivement sur l'économie de la zone euro, apportant un soutien crucial à la reprise et contribuant à compenser l'évolution à la baisse de la trajectoire projetée de l'inflation, en lien avec la pandémie. Dans le même temps, ces perspectives sont entourées d'une incertitude élevée et soumises à des risques à la baisse. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir inchangée l'orientation globale de la politique monétaire et de confirmer une nouvelle fois l'ensemble de ses mesures de politique monétaire existantes.

À l'échelle mondiale, bien que les politiques d'endiguement aient été assouplies, la reprise demeure inégale, incertaine et incomplète. Les données d'enquêtes indiquent que la contraction sans précédent de l'économie mondiale au premier semestre 2020 a atteint un plancher, tandis que le comportement prudent des consommateurs va dans le sens d'une dynamique de croissance atone au cours des prochains mois. La reprise est en cours en Chine, mais les perspectives demeurent très incertaines aux États-Unis, même si certaines données ont surpris favorablement. Au Royaume-Uni et au Japon, les indicateurs signalent également que la contraction a atteint un plancher dans certains secteurs, mais les niveaux d'activité demeurent très faibles. Dans ce contexte, l'inflation mondiale reste modérée.

Au cours de la période sous revue, la courbe anticipée du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est légèrement déplacée vers le bas, faisant apparaître une légère inversion sur les échéances courtes, en l'absence cependant d'anticipations d'une baisse imminente des taux directeurs. Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont également diminué en raison de la baisse des taux sans risque et les écarts de rendement des obligations souveraines ont enregistré une légère compression. Les actions ont continué de se redresser par rapport aux points bas atteints en mars et, en dépit d'une nouvelle compression, les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises demeurent plus larges que fin février. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les données disponibles et les résultats d'enquêtes indiquent que, après le point bas observé en avril, l'activité économique a enregistré une amélioration significative en mai et en juin, alors que le virus a commencé à être endigué et que les mesures de confinement ont, par conséquent, pu être assouplies. Dans le même temps, les indicateurs économiques restent à des niveaux bien inférieurs à ceux qui étaient observés avant la pandémie. La reprise ne fait que débuter et demeure inégale selon les secteurs et les juridictions. Après avoir reculé de 3,6 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro se serait, globalement, encore contracté au deuxième trimestre, de façon largement conforme aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Des signes de reprise de la consommation sont apparus, et un rebond significatif de la production industrielle a également été enregistré. Cela étant, l'atonie des marchés du travail et l'épargne de précaution constituée par les ménages pèsent sur les dépenses de consommation. La faiblesse des perspectives d'activité et les fortes incertitudes freinent l'investissement, alors que la fragilité de l'économie mondiale entrave la demande extérieure de biens et services adressée à la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est passée de 0,1 % en mai à 0,3 % en juin, principalement en raison d'évolutions moins négatives des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait à nouveau se ralentir au cours des prochains mois, avant de rebondir début 2021. 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 des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché sont demeurés à de faibles niveaux.

Depuis mars 2020, la pandémie de coronavirus a entraîné une forte accélération de la dynamique monétaire, en raison des besoins de liquidité élevés des entreprises pour financer les dépenses courantes et de la forte préférence des agents économiques pour les avoirs monétaires à titre de précaution. En mai, le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, notamment en raison des prêts aux sociétés non financières et des achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre des programmes d'achats d'actifs. L'enquête de juillet 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre un impact haussier persistant de la pandémie sur la demande de prêts des entreprises, reflétant en grande partie des besoins de liquidité d'urgence. Dans le même temps, les critères d'octroi des prêts aux entreprises sont restés favorables, soutenus par les mesures budgétaires et monétaires. En outre, les taux débiteurs très favorables, qui indiquent la poursuite d'une transmission robuste des mesures de politique monétaire, soutiennent la croissance économique dans la zone euro.

Dans ce contexte, une forte relance monétaire reste indispensable pour soutenir la reprise économique et préserver la stabilité des prix à moyen terme. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs laissera 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 aient convergé durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se soit reflétée de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'évolution à la baisse de la trajectoire projetée de l'inflation, en lien avec la pandémie. 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. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets mensuels d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. 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.

Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés, ce qui soutient l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Les mesures de politique monétaire que le Conseil des gouverneurs a prises depuis début mars appuient de manière cruciale la reprise économique de la zone euro et le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. En particulier, elles favorisent la liquidité et les conditions de financement dans l'économie et contribuent à soutenir 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 outre, la Commission européenne a récemment publié des directives concernant les

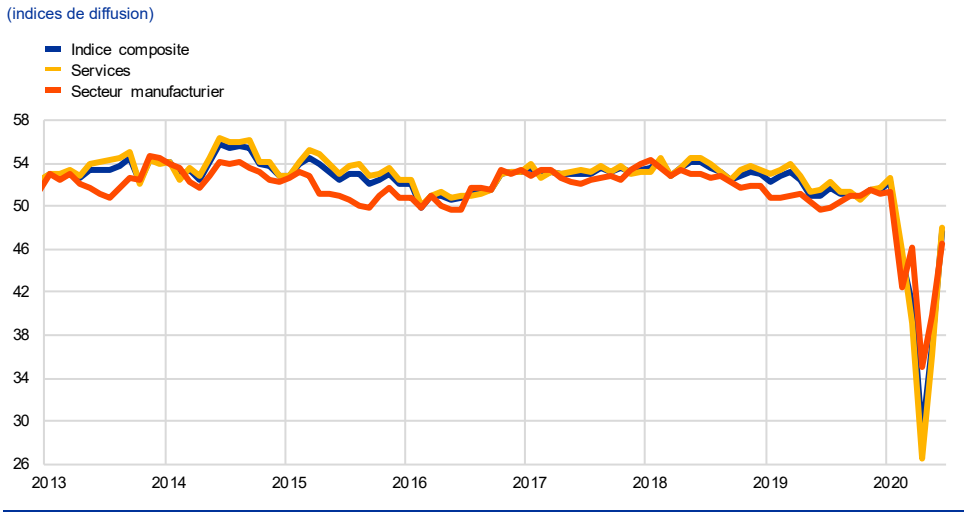
dispositifs de garantie de l'État afin d'éviter de potentiels effets de seuil lors de leur suppression progressive. Cela étant, face à l'actuel environnement d'incertitude élevée et de sous-utilisation importante des capacités productives, le Conseil des gouverneurs reste pleinement engagé à tout mettre 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 à son rôle consistant à garantir que sa politique monétaire soit transmise à toutes les composantes de l'économie et à toutes les juridictions en vue de l'accomplissement de son mandat de maintien de la stabilité des prix. 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

Même si les mesures d'endiguement ont été assouplies à travers le monde, la reprise mondiale demeure inégale, incertaine et incomplète. Les perspectives économiques mondiales restent dominées par l'évolution de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Le nombre de nouveaux cas continue d'augmenter à l'échelle mondiale, en particulier aux États-Unis et en Amérique latine ainsi que dans plusieurs autres économies de marché émergentes importantes (comme l'Inde et l'Afrique du Sud). Dans le même temps, les indicateurs relatifs aux mesures de confinement effectives, qui reflètent les politiques officielles à partir de données réelles sur la mobilité, vont dans le sens d'une ouverture régulière et progressive dans la plupart des économies depuis fin mai. Cette combinaison de l'assouplissement des mesures d'endiguement et de l'augmentation des nouveaux cas de COVID-19 dans de nombreux pays rend la reprise mondiale très incertaine.

Les données d'enquêtes laissent penser que la contraction sans précédent de l'économie mondiale au premier semestre 2020 a atteint un point bas.
L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale – hors zone euro – a continué de se redresser en juin par rapport à son creux d'avril, atteignant 47,6 (cf. graphique 1). La hausse enregistrée en juin a concerné l'ensemble des sous-composantes ; le secteur des services qui accusait un retard par rapport au secteur manufacturier en termes d'amélioration, s'est fortement redressé.
Ces évolutions ont également été constatées dans presque toutes les grandes économies avancées et émergentes. Toutefois, les indices des directeurs d'achat pour tous les pays à l'exception de la Chine ont continué d'indiquer une contraction en étant inférieurs à 50, signe d'un maintien de l'activité à de faibles niveaux à l'échelle mondiale.

Graphique 1
Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)



Sources : Markit et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2020.

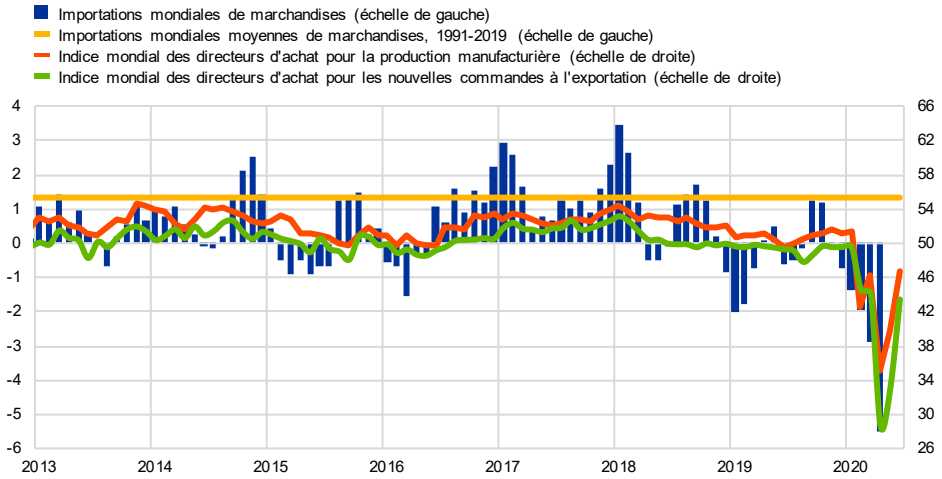
Le comportement prudent des consommateurs laisse présager une reprise atone au cours des prochains mois. Dans les pays où la pandémie a été contenue tôt, tels que la Chine et la Corée du Sud, la confiance des consommateurs se redresse lentement mais demeure inférieure aux niveaux d'avant la pandémie. Les degrés élevés d'incertitude peuvent impliquer une reprise atone et fragile de la consommation, notamment avec l'augmentation des nouveaux cas au niveau mondial.

Le commerce mondial est resté très faible en avril, laissant présager un recul exceptionnel au deuxième trimestre. Les importations mondiales de marchandises (zone euro exclue) ont fortement chuté en avril, après deux trimestres consécutifs de contraction. Le recul du commerce mondial a coïncidé avec un pic dans la rigueur des mesures d'endiguement prises dans le monde entier. Même si l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation (zone euro exclue) s'est amélioré en mai et en juin, il a continué d'indiquer une atonie des échanges commerciaux (cf. graphique 2).

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2020 pour les importations mondiales de marchandises et à juin 2020 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale s'est encore ralentie en mai. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est revenue à 0,7 % en mai, sous l'effet d'une baisse plus rapide des prix de l'énergie, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée. Dans le même temps, l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 1,6 %. Le ralentissement de l'inflation a été généralisé dans la plupart des économies avancées et dans les principales économies de marché émergentes hors OCDE. Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient rester faibles en raison de la forte baisse des prix du pétrole et de la faiblesse de la demande.

Les prix du pétrole ont augmenté de plus de 10 % depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, dans un contexte de rebond de l'activité économique et de diminution de l'offre liée aux réductions de la production convenues début mai. Les prix du pétrole ont été soutenus par une reprise plus forte qu'attendu de la demande de pétrole dans le sillage de l'assouplissement des mesures de confinement. La demande de pétrole devrait rester modérée au second semestre 2020 et en 2021, dans la mesure où la consommation devrait rester inférieure aux niveaux observés en 2019. Toutefois, les estimations de la demande de pétrole ont été revues à la hausse récemment, à la suite de l'assouplissement des mesures de confinement dans un certain nombre de pays. Outre le redressement de la demande, les réductions de l'offre ont également été un facteur de rééquilibrage des marchés pétroliers. En particulier, le redressement des prix a été soutenu par l'accord OPEP+ (c'est-à-dire le pacte entre les principaux producteurs de pétrole) conclu début mai pour réduire l'offre de près de 10 millions de barils par jour (mbpj) et par les interruptions importantes de la production de pétrole aux États-Unis. Les prix des métaux se sont également fortement redressés depuis mi-avril, avec une hausse de 2 % environ depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs.

Les données relatives aux États-Unis ont récemment surpris favorablement mais le niveau de l'activité reste faible. Avec la levée progressive des mesures de confinement, l'activité économique a repris et divers indicateurs économiques se sont orientés positivement. Les ventes au détail et la restauration ont fortement rebondi en mai, les aides versées dans le cadre du plan de relance fédéral soutenant les dépenses des ménages. Ce rebond a été renforcé par le retour au travail de certains salariés. La production industrielle a également augmenté en mai, mais moins fortement. Les données relatives au marché du travail ont également surpris favorablement. En mai et juin, les États-Unis ont créé 7,5 millions d'emplois, regagnant environ un tiers des emplois perdus depuis février. Même si les chiffres de juin font apparaître la plus forte hausse de l'histoire, les données relatives au marché du travail doivent actuellement être interprétées avec prudence, dans la mesure où elles sont fondées sur une enquête en milieu de mois et ne reflètent pas encore les mesures de confinement nouvellement renforcées au niveau régional. En dépit de la nouvelle baisse de 2,2 points de pourcentage du taux de chômage, qui s'est établi à 11,1 %, les capacités inutilisées sur le marché du travail demeurent à des niveaux historiquement élevés. Globalement, les dernières données semblent confirmer que l'économie américaine a atteint son point bas, comme indiqué par d'autres variables, mais n'indiquent pas d'amélioration substantielle de la situation économique. Les principaux indicateurs américains demeurent nettement inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie et le nombre croissant de nouvelles contaminations pourrait entraîner de nouvelles mesures d'endiguement ou ralentir l'assouplissement des mesures existantes, augmentant ainsi le risque que la reprise soit compromise.

Au Japon, le rythme de l'activité économique a commencé à se normaliser, les mesures d'endiguement ayant été progressivement levées en mai. Après une contraction de 0,6 % du PIB en volume au premier trimestre, l'intensification des efforts pour endiguer la pandémie au Japon a entraîné une réduction importante de la production industrielle, du commerce extérieur et de la consommation privée en avril et mai. La dernière enquête Tankan a confirmé une

détérioration marquée de la confiance des chefs d'entreprise dans le secteur manufacturier et les services au deuxième trimestre. De plus, elle a également signalé une réduction drastique des plans d'investissement pour les petites entreprises, qui ont continué à se montrer prudentes vis-à-vis des perspectives économiques. Lors de sa dernière réunion, la Banque du Japon a annoncé une augmentation du montant de son programme spécial visant à soutenir le financement des entreprises, le portant de 75 000 milliards de yens à 110 000 milliards. Ce programme inclut des achats de *commercial paper* et d'obligations d'entreprises ainsi que des opérations spéciales de prêt. Les mesures récentes ont coïncidé avec une accélération marquée de la croissance des prêts en avril et mai, reflétant probablement une orientation accommodante de la politique des banques en matière de prêts et une augmentation de la demande de fonds de roulement de la part des entreprises japonaises.
Le gouvernement a également fourni un important stimulus, en approuvant deux budgets supplémentaires pour l'exercice 2020, représentant 10 % du PIB environ.

Au Royaume-Uni, un recul sans précédent de l'activité est attendu au deuxième trimestre, l'activité ne reprenant que lentement dans un contexte d'allègement des mesures d'endiguement. Le PIB en volume a augmenté de 1,8 % en rythme mensuel en mai, mais a chuté de 19,1 % en moyenne glissante sur trois mois dans un contexte de mesures de confinement strictes. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production est resté inférieur à 50 au deuxième trimestre, suggérant une faiblesse persistante de la demande, avec de nouvelles réductions des nouvelles commandes et des nouvelles commandes à l'exportation pour le quatrième mois consécutif. Les perspectives d'un retournement rapide au troisième trimestre demeurent faibles. Même si la réouverture des installations de loisirs et de transport début juillet a contribué à doper l'activité, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs demeure faible par rapport aux niveaux d'avant le confinement.
Le profil de la reprise dépendra également de la feuille de route des futures mesures de soutien des autorités publiques. La politique monétaire du Royaume-Uni continue d'apporter un soutien mais celui apporté par la politique budgétaire devrait être moins important qu'au premier semestre de l'année, en dépit de la relance budgétaire supplémentaire annoncée en juillet.

La reprise se poursuit en Chine en dépit de l'atonie de la demande extérieure. Dans un contexte d'assouplissement des mesures d'endiguement, les indicateurs à haute fréquence vont dans le sens d'une poursuite de la normalisation de l'activité en juin. Selon les données solides, la croissance de la production industrielle est devenue positive en avril et s'est encore accélérée en mai (à 4,4 % en rythme annuel). Même si les ventes au détail continuent de fléchir en rythme annuel, la dynamique séquentielle de la croissance a été positive. Les données des indices des directeurs d'achat dressent un tableau similaire (mais inégal), le secteur manufacturier ayant déjà retrouvé en mars des valeurs indiquant une expansion, tandis que le fléchissement des nouvelles commandes à l'exportation freine la dynamique du redressement. Dans le même temps, les autorités chinoises ont pris des mesures de relance budgétaire et monétaire supplémentaires afin d'amortir le choc économique. La politique budgétaire vise à stabiliser l'emploi et la croissance économique en étendant l'assurance chômage, l'investissement et les allégements fiscaux.
Les politiques budgétaires sont complétées par des politiques monétaires conçues

pour garantir une liquidité suffisante au système bancaire, par des réductions des taux d'intérêt directeurs et des réserves obligatoires ainsi que par des directives pour que les banques accordent des délais de remboursement aux entreprises.

2 Évolutions financières

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à − 46 et − 55 points de base, respectivement [1], au cours de la période sous revue (du 4 juin au 15 juillet 2020). Au cours de la même période, l'excédent de liquidité a augmenté de 642 milliards d'euros environ pour s'établir à 2 816 milliards environ, reflétant principalement le tirage des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ainsi que les achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le bas depuis début juin, bien que les marchés ne semblent pas prévoir de réduction imminente du taux de la facilité de dépôt. La courbe s'est déplacée d'un peu plus de 10 points de base en moyenne vers le bas sur l'ensemble des échéances supérieures à trois ans. Elle s'est légèrement inversée sur le court terme, l'Eonia ressortant vers fin 2021 à un niveau inférieur de 10 points de base environ à son niveau actuel. Les évolutions de la courbe des taux à terme de l'Eonia sont probablement liées à l'annonce du PEPP, dans un contexte marqué par une forte contraction de l'activité économique et par des préoccupations accrues au sujet des conséquences de la pandémie de coronavirus (COVID-19) qui continue de se propager à l'échelle mondiale. Dans l'ensemble, les taux à terme de l'Eonia demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2027, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Les rendements souverains à long terme dans la zone euro ont diminué tandis que la contraction de la croissance économique a atteint un plancher. Au cours de la période sous revue, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 15 points de base environ, pour s'établir à 0,07 % (cf. graphique 3). Ce recul a plus ou moins reflété une baisse de 12 points de base du taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. Après une légère hausse au cours de la première semaine de la période sous revue, les taux ont commencé à diminuer en réaction notamment à la décision prise par le Conseil des gouverneurs, le 4 juin, d'étendre le PEEP et à l'annonce par la Réserve fédérale, le 10 juin, qu'elle prévoyait que les taux directeurs resteraient proches de zéro pendant une période prolongée. Le rebond marqué des données devenues disponibles par rapport aux anticipations des marchés n'a pas semblé avoir un impact positif sur les taux d'intérêt, probablement parce que les données ont continué d'aller dans le sens d'une poursuite de la contraction du cycle d'activité, à un rythme moins élevé cependant. Les négociations complexes qui ont finalement abouti à l'adoption de la facilité de l'Union européenne pour la reprise et la résilience ont probablement, à certains moments, influé dans les deux sens sur les évolutions des rendements souverains au cours de la période sous revue. Par ailleurs, les rendements des obligations souveraines à dix

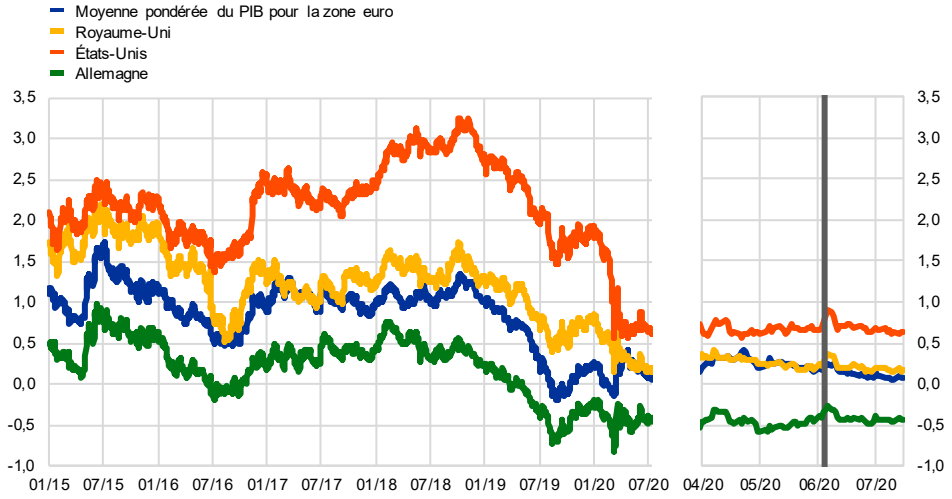
[1] La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un spread fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « Adieu Eonia, bienvenue à €STR ! », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

ans aux États-Unis ont baissé d'environ 20 points de base au cours de la période sous revue, revenant à 0,63 %, tandis qu'au Royaume-Uni, les rendements ont diminué de 15 points de base environ, pour s'établir à 0,17 %.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.
Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (4 juin 2020). Le fenêtre de zoom indique l'évolution des rendements souverains depuis le 1er avril 2020. Les dernières observations se rapportent au 15 juillet 2020.

L'évolution des écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque a été relativement modérée. Les écarts se sont légèrement creusés dans un premier temps, puis ont commencé à se resserrer avant de s'inscrire à la fin de la période sous revue à des niveaux légèrement inférieurs dans l'ensemble à ceux enregistrés début juin.
En Allemagne, en Espagne et au Portugal, les écarts de rendement des obligations souveraines ont enregistré une diminution comprise entre 3 et 5 points de base, tandis que, en France et en Italie, ils ont très légèrement baissé, de 1 point de base seulement. Globalement, l'écart de rendement pondéré du PIB pour la zone euro par rapport au taux OIS a diminué de 2 points de base, s'inscrivant juste au-dessous de 40 points de base.

Les indices boursiers ont augmenté pour les sociétés non financières (SNF) comme pour les banques de la zone euro, contrebalançant ainsi une part supplémentaire des lourdes pertes enregistrées depuis fin février dans un contexte de préoccupations accrues liées au COVID-19. Au cours de la période sous revue, les prix des actions des SNF et des banques de la zone euro ont augmenté de, respectivement, 2 % et 3,2 %. Dans l'ensemble, les prix des actions dans ces deux secteurs demeurent inférieurs d'environ 5 % et 30 %, respectivement, aux niveaux observés le 24 février, lorsque les valorisations ont commencé à être affectées par l'apparition du COVID-19 en dehors de Chine, mettant par là-même en évidence la nette sous-performance des prix des actions bancaires par rapport à d'autres secteurs. Si l'amélioration des anticipations de bénéfices a soutenu les prix des actions, la hausse des primes de risque, principalement liée aux craintes des

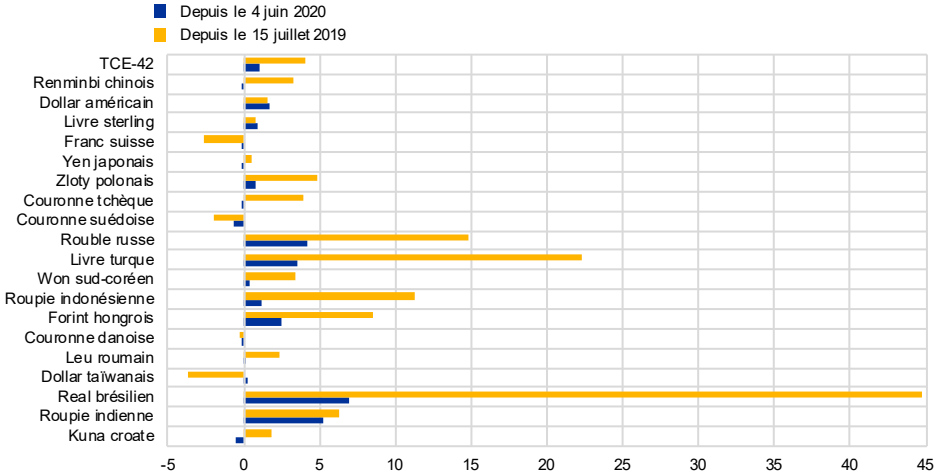
intervenants de marché concernant l'augmentation toujours soutenue du nombre de cas de COVID-19 dans le monde et la possibilité d'une deuxième vague de la pandémie, a, au contraire, pesé sur les valorisations.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont resserrés au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont légèrement diminué, de presque 10 points de base, au cours de la période sous revue pour s'établir à 104 et 120 points de base, respectivement, en date du 15 juillet. En dépit d'une compression significative par rapport aux points hauts atteints début avril, les écarts de rendement se situent encore à des niveaux deux fois plus élevés que fin février. Les risques accrus, par rapport à début 2020, contenus dans les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises ainsi que dans les prix des actions, sont probablement le reflet des anticipations par les marchés d'une hausse significative des faillites d'entreprises au cours des prochains trimestres.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 1,0 %. Cette évolution reflète dans une large mesure un renforcement en particulier vis-à-vis des devises des pays qui ont été plus durement touchés par l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'économie et sur les marchés financiers. Plus spécifiquement, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de plusieurs devises des économies de marché émergentes, notamment le real brésilien (6,9 %), le rouble russe (4,2 %) et la livre turque (3,6 %), ainsi que par rapport au dollar américain (1,7 %) et à la livre sterling (1,0 %). Dans le même temps, l'euro ne s'est que très légèrement déprécié vis-à-vis du yen japonais (0,2 %) et du renminbi chinois (0,1 %) et il est demeuré pratiquement inchangé vis-à-vis du franc suisse.

Graphique 4
Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(variations en pourcentage)



Source : BCE.
Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 15 juillet 2020.

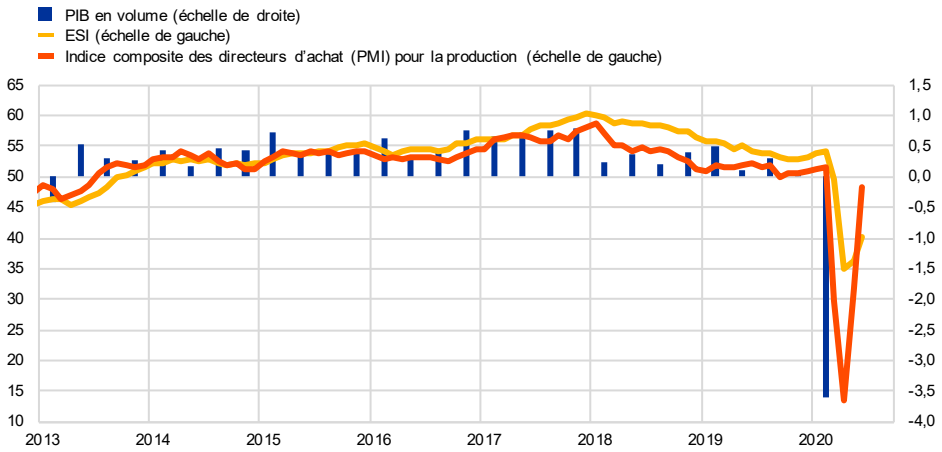
3 Activité économique

Après une forte contraction du PIB en volume dans la zone euro au premier trimestre 2020, des signes de rebond de l'activité économique sont apparus avec la levée progressive des mesures visant à endiguer l'épidémie de coronavirus (COVID-19). L'activité économique totale a diminué de 3,6 % [2], en glissement trimestriel, au premier trimestre 2020, après une croissance de 0,1 % au quatrième trimestre 2019 (cf. graphique 5). Si l'on considère les contributions à la croissance du PIB, la baisse observée au premier trimestre 2020 a résulté de la demande intérieure (contribution de – 3,5 points de pourcentage à la croissance) et des exportations nettes (– 0,4 point de pourcentage), tandis que les variations des stocks ont apporté une faible contribution positive à la croissance (+ 0,3 point de pourcentage). Les indicateurs économiques suggèrent que le ralentissement de l'activité économique dû à la pandémie de COVID-19 a atteint un point bas en avril 2020. Les informations tirées d'enquêtes, les indicateurs à haute fréquence et les données quantitatives suggèrent qu'une reprise économique généralisée, mais lente et inégale entre les pays, est en cours avec la réouverture progressive de l'économie. Les données d'enquête font état d'une amélioration de l'activité dans le secteur manufacturier et les services en mai et en juin, donnant de nouvelles raisons de penser que la reprise se poursuivra au troisième trimestre.

Graphique 5

PIB en volume, indicateur du climat économique (ESI) et indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro

(échelle de gauche : indice de diffusion ; échelle de droite : variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs de la BCE.
Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020 pour le PIB en volume et à juin 2020 pour l'ESI et le PMI.

[2] Eurostat a publié son estimation du PIB le 9 juin 2020. En ligne avec l'anticipation de révisions plus importantes qu'habituellement (+/– 0,1 point de pourcentage), certains pays ayant dû adapter leurs méthodes d'estimation nationales en utilisant d'autres sources ou des modèles différents en réponse aux perturbations de la disponibilité des données sources et pour en garantir la meilleure qualité possible, la disponibilité de données sources primaires plus complètes a déjà entraîné une révision à la hausse de l'estimation rapide du PIB de – 0,2 point de pourcentage par rapport à l'estimation rapide provisoire publiée le 30 avril 2020.

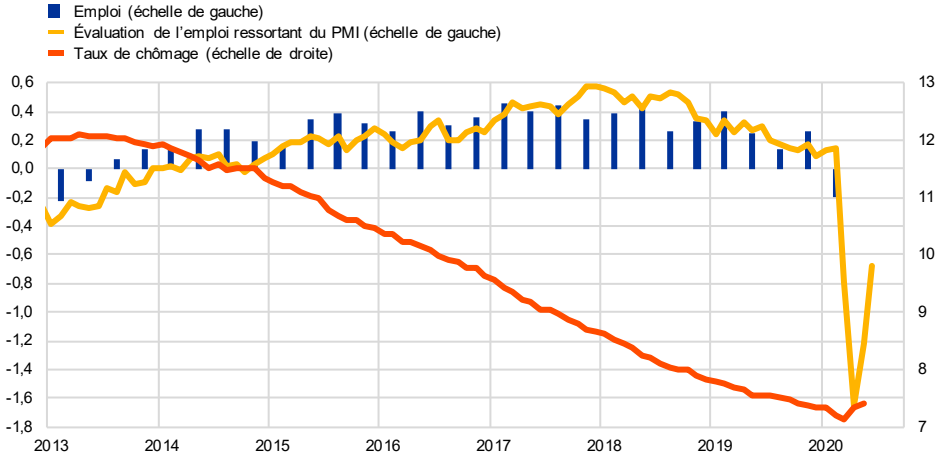
L'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail se fait davantage sentir par la baisse des heures travaillées que par le taux de chômage. L'emploi a diminué de 0,2 % au premier trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019 (cf. graphique 6). Le nombre total d'heures travaillées a baissé bien plus fortement, reculant de 3,1 %, ce qui s'est traduit par une baisse de 2,9 % du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée. Le taux de chômage a augmenté de 7,4 % en mai mais ne reflète toujours pas la gravité de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro. Les mesures de soutien à l'emploi, telles que le chômage partiel et le chômage technique, contribuent à limiter les licenciements et expliquent en partie la réaction modérée du taux de chômage [3].

Les indicateurs à court terme du marché du travail se sont partiellement redressés après les baisses sans précédent enregistrées en mars et en avril. L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi est ressorti à 43,2 en juin, après 37,8 en mai et 33,4 en avril, son niveau le plus bas jamais enregistré (cf. graphique 6). Toutefois, le niveau actuel de cet indice continue de suggérer une forte contraction de l'emploi. Les indicateurs à haute fréquence montrent que la demande de main-d'œuvre atteint un point bas [4].

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.
Notes : Le 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 juin 2020 pour le PMI et à mai 2020 pour le taux de chômage.

Des signes clairs de redressement de la consommation apparaissent depuis mai. Les indicateurs disponibles font état d'une hausse des dépenses après l'assouplissement des confinements. Si, en glissement mensuel, le commerce de détail a reculé de 12 % en avril, il a augmenté de 17,8 % en mai et devrait continuer de s'inscrire en hausse en juin. Bien que toujours inférieures d'environ 50 % à leur niveau mensuel moyen de 2019, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont

[3] Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

[4] Cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

bondi de 140 % en glissement mensuel en mai, après de fortes baisses en avril (– 45,8 %) et en mars (– 57,3 %). Les données relatives à la confiance des consommateurs disponibles jusqu'en juin suggèrent également que la consommation s'est fortement accrue en mai et en juin par rapport à avril, même si les dépenses restent nettement inférieures à leur niveau d'avant le confinement. Par conséquent, le taux d'épargne des ménages a atteint un niveau sans précédent de 16,9 % au premier trimestre 2020. Si le motif de précaution pousse incontestablement le taux d'épargne à la hausse, l'épargne forcée semble être le principal déterminant du pic atteint actuellement par l'épargne des ménages. À la différence de ce qui s'est passé pendant la Grande crise financière, la forte hausse de l'épargne se traduit principalement par une augmentation des dépôts bancaires, plutôt que par une baisse des flux de crédits.

Certains effets liés à la demande non satisfaite devraient s'exercer au cours de la période à venir, mais leur ampleur demeure très incertaine. La moitié environ de la contraction de la consommation privée résulte de composantes de la dépense qui peuvent être reportées (comme les achats de produits électroniques et de voitures). Cela indique un potentiel de demande non satisfaite pour ces biens avec la levée des mesures d'endiguement. La demande non satisfaite indique une hausse rapide de la demande de produits, après un ralentissement, qui dépasse temporairement le niveau de demande d'avant le ralentissement. Les consommateurs ayant tendance à contenir leurs achats pendant une récession et ayant sans doute été contraints, dans la situation présente, de reporter des achats en raison du confinement, ils ont probablement accumulé un retard en matière de demande qui pourrait être libéré lorsque les signes d'une reprise apparaîtront et que les mesures d'endiguement seront assouplies. Tandis que les données récentes relatives aux échanges commerciaux font état d'un fort rebond de plusieurs catégories de produits, il est trop tôt pour déterminer si ce rebond reflète une demande non satisfaite généralisée ou une évolution des paniers de consommation (par exemple, en faveur des achats de vélos et d'équipements destinés au télétravail) en réaction à la pandémie. D'après l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, disponible jusqu'en juin, les ménages continuent de prévoir de dépenser moins pour de gros achats au cours des 12 prochains mois par rapport aux 12 mois précédents et ce, malgré l'épargne qu'ils ont accumulée. Cela suggère que les consommateurs restent prudents, compte tenu notamment du risque plus élevé de chômage.

Le ralentissement de l'investissement des entreprises résultant des mesures d'endiguement et de confinement mises en place dans les pays de la zone euro depuis mars 2020 devrait avoir atteint un point bas en avril, les signes d'un redressement faisant leur apparition. Les données relatives à la production pour avril et mai ont montré une forte baisse de la production et des ventes de produits manufacturés. Cette évolution résulte de la combinaison de facteurs d'offre et de demande liés à la pandémie de COVID-19, et a exercé un impact défavorable important sur l'investissement des entreprises. La production de biens d'équipement, qui constitue un indicateur de l'investissement hors construction, a fortement baissé en mars et en avril, reculant de 39 %. La diminution de la production de moyens de transport au cours de la même période a été encore plus prononcée, avec un recul

de 69 %. De plus, d'après l'enquête dans l'industrie réalisée par la Commission européenne en avril, l'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens d'équipement a baissé de 17 points de pourcentage au deuxième trimestre, revenant à un peu moins de 67 %, le plus bas niveau jamais enregistré pour cette série. Toutefois, les données récentes relatives à la production et tirées d'enquêtes indiquent qu'une phase de redressement a commencé en mai et s'est intensifiée en juin. La production de biens d'équipement a fortement rebondi en mai, en hausse de 25,4 %, tout comme la production de moyens de transport, qui a augmenté de 84 %. Malgré ce rebond, les niveaux de production restent nettement inférieurs aux niveaux observés en février. Les indicateurs tirés d'enquête suggèrent également l'amorce d'une reprise. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne s'est stabilisé en mai et a enregistré la plus forte hausse de l'histoire de la série en juin. De plus, la confiance dans le secteur des biens d'équipement s'est constamment améliorée depuis le point bas d'avril. Un tableau analogue se dégage des indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier. En dépit de ces améliorations, les niveaux des carnets de commande du secteur des biens d'équipement, en particulier pour les biens d'équipement exportés, sont restés bas en juin d'après les enquêtes de la Commission européenne. En outre, les comptes sectoriels de la zone euro ont fait apparaître une nette baisse de l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières au premier trimestre 2020 et l'indicateur composite de tensions systémiques de la BCE demeure à des niveaux élevés. Par ailleurs, malgré des efforts considérables en matière de politique économique à l'échelle de la zone euro et de l'UE pour fournir des liquidités et des crédits aux entreprises, d'importants risques à la baisse continuent de peser sur les plans d'investissement des entreprises [5], en raison de l'augmentation des niveaux d'endettement, des insolvabilités potentielles, des défaillances d'entreprises sur les engagements au titre des dettes à long terme, ainsi que de la diminution des *cash-flows*.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro s'est fortement dégradé au premier trimestre, tandis que des signes positifs sont apparus à la fin du deuxième trimestre. L'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro a baissé de 5,8 % en glissement trimestriel au cours des trois premiers mois de 2020, ce qui représente le taux de croissance le plus faible depuis le début de la série, en 1995. Ce faible résultat provient principalement de la fermeture généralisée des chantiers de construction, bien qu'il ait été partiellement atténué par l'important retard accumulé en matière de projets de construction (en particulier en Allemagne et aux Pays-Bas) et s'est accompagné d'une baisse du volume des transactions n'ayant que peu d'effet sur les prix des logements. Les mesures d'endiguement s'étant intensifiées dans plusieurs pays jusqu'à fin avril, l'investissement en immobilier résidentiel dans la zone euro a probablement enregistré une contraction encore plus prononcée au deuxième trimestre. Selon les données tirées de l'enquête de la Commission européenne, les entreprises du bâtiment ont été confrontées à des contraintes historiquement élevées sur la production au deuxième trimestre, en raison pour l'essentiel des conditions financières, signalant potentiellement des pénuries de liquidité, et d'autres facteurs,

[5] cf. l'encadré 8 du présent *Bulletin économique*.

probablement liés aux effets des mesures d'endiguement sur l'activité. Néanmoins, après avoir atteint un point bas en avril, l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans la construction pour la zone euro a montré des signes d'amélioration en mai et en juin, dans un contexte d'assouplissement des mesures d'endiguement, s'établissant même légèrement au-dessus du seuil indiquant une expansion en France et en Italie. Les résultats de l'enquête relative à l'évaluation des carnets de commande par les entreprises font état de perspectives modérées d'une reprise du secteur de l'immobilier résidentiel au cours de la période à venir. Les enquêtes relatives à l'intention des ménages de faire construire ou de rénover un logement dressent un tableau analogue. De plus, l'incertitude causée par la pandémie pourrait avoir des effets encore plus importants et plus durables sur l'activité, dans la mesure où elle pourrait inciter les ménages et les investisseurs à reporter les transactions immobilières jusqu'à ce qu'une solution médicale efficace au COVID-19 soit découverte.

Après la forte baisse des échanges commerciaux intra et extra-zone euro enregistrée au premier trimestre 2020, les exportations hors zone euro et les échanges commerciaux intra-zone euro se sont effondrés en avril avec l'apparition de nouveaux épicentres de la pandémie de COVID-19.

Les mesures adoptées afin de contenir la pandémie ont exercé un fort impact négatif sur les échanges commerciaux intra et extra-zone euro au premier trimestre. Les exportations hors zone euro ont nettement plus reculé que les importations hors zone euro, ce qui s'est traduit par une contribution négative (– 0,4 point de pourcentage) des exportations nettes à la croissance du PIB. Les échanges commerciaux intra-zone euro se sont inscrits en forte baisse au premier trimestre, essentiellement en raison des biens intermédiaires, qui ont été affectés par des perturbations des chaînes d'approvisionnement, et des biens d'équipement. Des mesures de confinement strictes ayant été mises en œuvre dans la zone euro en avril, en termes nominaux, les échanges de biens intra-zone euro ont encore baissé, reculant de 21,7 % par rapport à mars. Les exportations hors zone euro ont continué d'être plus affectées que les importations hors zone euro en avril : la baisse de la demande intérieure dans la zone euro résulte d'une diminution de 13 % des importations nominales de biens hors zone euro en avril par rapport au mois précédent et l'effondrement des exportations de biens hors zone euro s'est accéléré en avril, les exportations nominales de biens diminuant de 24,5 % par rapport au mois précédent avec la propagation de la pandémie aux principaux partenaires commerciaux. En avril, les exportations de biens en volume ont baissé de 32 % vers les États-Unis, de 11 % vers la Chine et de 36 % vers le Brésil, par rapport à avril 2019. Les indicateurs avancés indiquent que le point bas en matière de taux de variation négatifs du commerce mondial devrait avoir été atteint en avril. L'indice des directeurs d'achat (PMI) de la zone euro portant sur les nouvelles commandes à l'exportation est passé de 18,9 en avril à 42,5 en juin. Les échanges de produits manufacturés, en particulier dans le secteur automobile, se sont partiellement redressés avec la réouverture des usines. Si les voyages et le transport demeurent les secteurs les plus affectés, les échanges dans ces secteurs se redressent lentement à mesure que les restrictions de déplacement sont levées, ce qui ressort également de la légère hausse de la capacité de vol observée depuis mi-juin. Malgré ce rebond partiel, le redressement des échanges commerciaux dans la zone euro devrait être

inégal et incomplet, compte tenu de l'absence de synchronisation de l'assouplissement des mesures d'endiguement dans les principaux partenaires commerciaux et de leurs effets durables sur la confiance.

Si les données économiques devenues disponibles, en particulier les données tirées d'enquêtes, affichent les premiers signes d'un redressement, elles dénotent toujours une contraction historique de la production de la zone euro au deuxième trimestre 2020. L'épidémie de COVID-19 et les mesures d'endiguement qui y sont associées ont exercé un impact négatif sur l'activité dans le secteur manufacturier et surtout sur les services via l'augmentation des contraintes d'offre et la baisse rapide de la demande. S'agissant des données d'enquêtes récentes, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production ont atteint des points bas historiques en avril. En mai et en juin, de fortes hausses ont été observées pour certains indicateurs, mais beaucoup restent inférieurs à leur niveau à long terme. L'indicateur du climat économique et le PMI ont affiché un rebond généralisé s'agissant tant des pays que des différents secteurs. Ce redressement de l'activité économique est également confirmé par des indicateurs à haute fréquence tels que la consommation d'électricité.

Au-delà des perturbations engendrées par la pandémie de coronavirus, la zone euro retrouve la croissance avec la levée progressive des mesures d'endiguement, soutenue par des conditions de financement favorables, par l'orientation budgétaire de la zone euro et par une reprise de l'activité mondiale. Toutefois, l'incertitude reste extrêmement élevée, rendant très difficile de prévoir l'ampleur et la durée probables de la reprise. Les résultats de la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, menée début juillet, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été encore révisées à la baisse pour 2020 et ont été revues à la hausse pour 2021 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début avril.

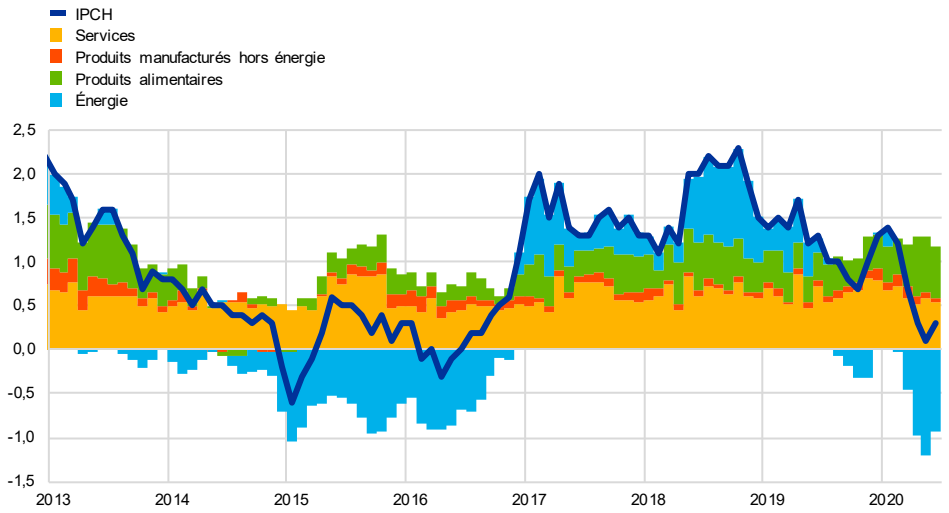
4 Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est légèrement accélérée, passant de 0,1 % en mai à 0,3 % en juin 2020. Cette hausse reflète principalement une variation annuelle moins négative des prix de l'énergie, à savoir – 9,4 % en juin, après – 11,9 % en mai, qui a été en partie contrebalancée par un nouveau ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, revenue à 3,1 % en juin, après 3,4 % en mai et 3,6 % en avril [6]. Il est important de noter que les données de l'IPCH restent entourées d'une incertitude de mesure accrue liée aux difficultés de collecte des prix. Bien qu'ayant diminué de 22 % en mai à 11 % en juin, la part des prix imputés reste plus élevée que d'habitude, en particulier pour les services [7].

Graphique 7

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 juin 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 diminué. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établi à 0,8% en juin, contre 0,9 % en mai et en avril et 1,2 % en février. Cette récente baisse est principalement liée à un ralentissement de la hausse des prix des services, revenue de 1,3 % en mai à 1,2 % en juin, tandis que l'IPCH pour les produits manufacturés hors énergie s'est maintenu à 0,2 % en juin. Pour les autres mesures, les données n'ont été disponibles que jusqu'en mai 2020. L'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement s'est établi à 1,1 % en mai, sans changement par rapport à avril, tandis que l'indicateur Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and*

6 Pour plus de détails concernant les récentes évolutions des prix des produits alimentaires, cf. l'encadré 7 du présent numéro du Bulletin économique.

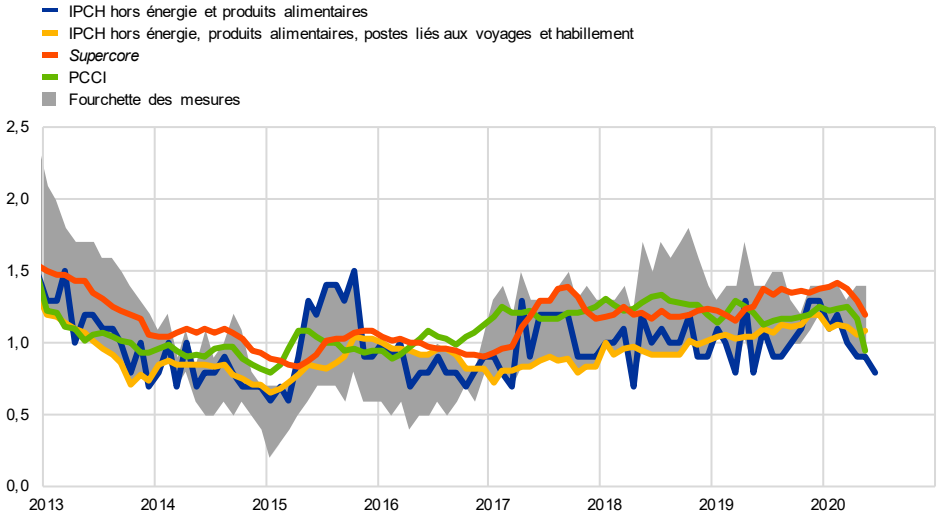
7 Cf. la méthodologie d'Eurostat relative à l'IPCH pour de plus amples informations.

Common Component of Inflation – PCCI) et l'indicateur *supercore* [8] ont diminué, revenant respectivement de 1,2 % à 1,0 % et de 1,3 % à 1,2 %.

Graphique 8

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent à juin 2020 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (estimation rapide) et à mai 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 sont demeurées stables en aval de la chaîne d'approvisionnement mais ont enregistré une légère baisse en amont. La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires est restée stable à 0,5 % en mai et le taux de variation correspondant pour les biens de consommation non alimentaires importés est ressorti à 0,0 % en mai, sans changement également par rapport à avril. En amont de la chaîne d'approvisionnement, la contraction des prix des biens intermédiaires intérieurs s'est accentuée à – 2,9 % en mai, après – 2,6 % en avril, tandis que celle des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est atténuée, revenant de – 2,2 % en avril à – 2,0 % en mai.

La croissance de la rémunération par tête a fortement diminué au premier trimestre 2020, reflétant essentiellement la baisse du nombre d'heures travaillées. La croissance annuelle de la rémunération par tête est revenue à 0,3 % au premier trimestre 2020, après 1,6 % au quatrième trimestre 2019. Cette évolution a concerné l'ensemble des secteurs et des pays. La décélération marquée dans la zone euro de la croissance de la rémunération par tête reflète essentiellement une forte diminution du nombre d'heures travaillées par personne occupée après le début

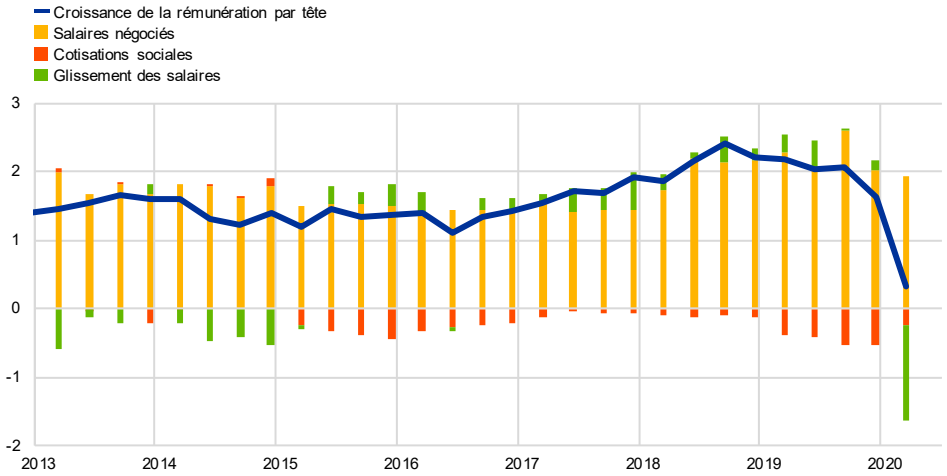
[8] Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures de confinement et d'endiguement qui ont suivi. L'impact des dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) ainsi que des mesures d'endiguement est également visible dans la croissance annuelle de la rémunération horaire, qui a augmenté pour s'établir à 3,1 % au premier trimestre 2020, après 1,8 % au trimestre précédent, en raison de la forte diminution du nombre d'heures effectivement travaillées par personne occupée. Ces évolutions contraires reflètent l'impact des dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) pour atténuer les effets sur les revenus du travail. Les salaires négociés ont augmenté de 2,0 % et les récentes évolutions de la rémunération par tête au premier trimestre 2020 impliquent un effet baissier considérable sur le glissement des salaires [9]. Néanmoins, la décélération de la rémunération par tête amplifie les pertes de revenus du travail dans la mesure où, à des fins statistiques, plusieurs pays comptabilisent les aides publiques dans les transferts et non dans les rémunérations [10].

Graphique 9

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.

9 Pour de plus amples informations sur le glissement conjoncturel des salaires, cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2018.

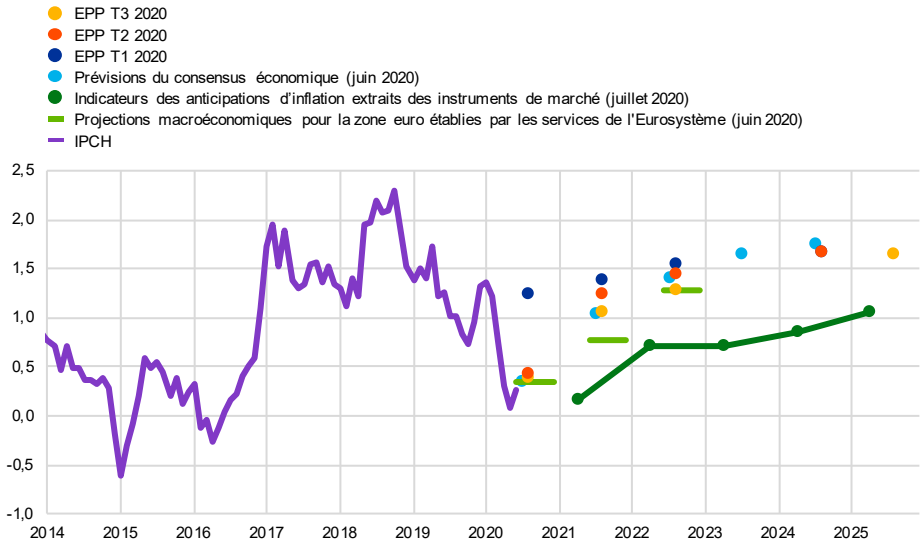
10 Pour de plus amples informations, cf. « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

Au cours de la période sous revue (du 4 juin au 15 juillet 2020), les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter lentement vers les niveaux enregistrés à partir de fin février, tandis que les indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes ont légèrement diminué. 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 a continué à se redresser, pour s'établir à 1,12 % le 15 juillet.
Dans l'ensemble, sa hausse au cours de la période sous revue a été modérée, s'élevant à 5 points de base. La probabilité (neutre au risque) de déflation au cours des cinq prochaines années, calculée à partir des options, a fortement diminué par rapport au pic observé à la fin de mars 2020 pour s'établir à des niveaux proches de ceux enregistrés fin février. La baisse de la probabilité de déflation peut également, dans une certaine mesure, refléter la hausse récente du prix du pétrole. Bien qu'une hausse ait été observée au cours de la période sous revue, notamment à très long terme, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation.
Reflétant l'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19), les mesures prises pour l'endiguer ainsi que les incertitudes persistantes, l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2020 montre une nouvelle révision à la baisse des anticipations d'inflation pour la zone euro au troisième trimestre 2020. Les estimations ponctuelles moyennes relatives à la hausse annuelle de l'IPCH s'établissent désormais à 0,4 % pour 2020, 1,0 % pour 2021 et 1,3 % pour 2022, ce qui représente une révision à la baisse de 0,2 points de pourcentage pour 2021 et 0,1 point de pourcentage pour 2022. Bien que les variations en termes arrondis aient été très faibles, la moyenne des anticipations d'inflation à long-terme a diminué à un niveau bas historique sans précédent de 1,6 %, après 1,7 % au cours de la précédente campagne.

Graphique 10

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché et tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



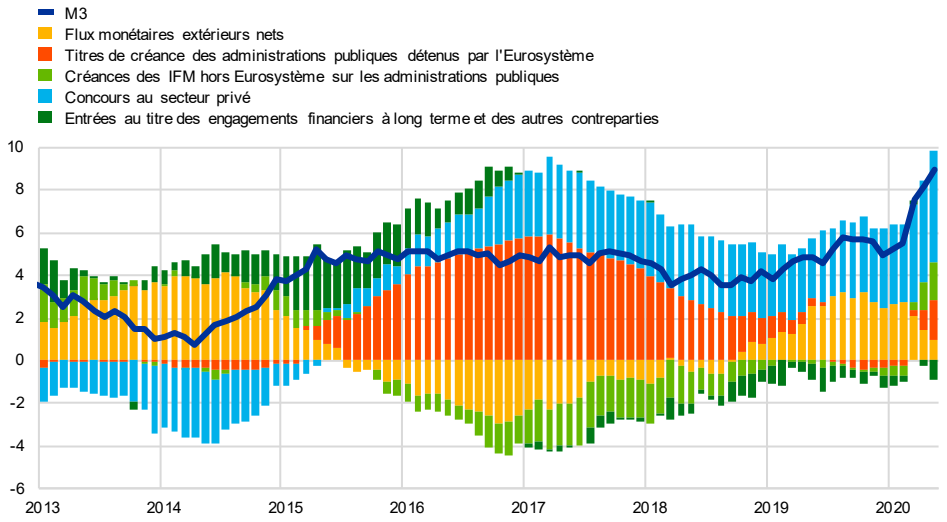
Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème (juin 2020) et Consensus économique (8 juin 2020).
Note : Pour le troisième trimestre 2020, l'EPP a été réalisée entre le 30 juin et le 6 juillet 2020. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 15 juillet 2020.

5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large s'est encore accentuée en mai. L'agrégat monétaire large (M3) a enregistré une nouvelle entrée importante, signalant la poursuite d'une forte accumulation de liquidité dans un contexte d'incertitude liée à la crise pandémique. Le taux de croissance annuel de M3 a augmenté pour ressortir à 8,9 % en mai 2020, après 8,2 % en avril (cf. graphique 11). Le ralentissement de la croissance économique a freiné l'expansion de M3, mais un soutien significatif a été apporté par la demande exceptionnelle de liquidité des entreprises et des ménages. L'accentuation de la croissance de M3 résulte essentiellement de l'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Le taux de croissance annuel de M1 est passé de 11,9 % en avril à 12,5 % en mai 2020, évolution principalement imputable à une nouvelle augmentation des taux de croissance annuels des dépôts à vue. Pour les entreprises, les motifs de précaution semblent demeurer un important facteur de hausse de leurs avoirs en dépôts ; dans le cas des ménages, les contraintes qui continuent de limiter leurs possibilités de dépenses pourraient également avoir joué un rôle. Les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont apporté une faible contribution positive à la croissance annuelle de M3 en mai.

Graphique 11
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La dernière observation se rapporte à mai 2020.

En mai 2020, le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire. Les concours au secteur privé (cf. la partie bleue des barres du graphique 11) – principal moteur de la croissance de M3 du point de vue des contreparties depuis 2018 – ont encore augmenté, essentiellement sous l'effet d'un accroissement des prêts aux sociétés non financières (SNF). En outre, les achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats

d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie de la BCE ont apporté une plus forte contribution à la croissance de M3 en mai que durant les mois précédents (cf. la partie rouge des barres du graphique 11) [11]. La croissance de M3 a également été soutenue par une augmentation des créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystème sur les administrations publiques (cf. la partie vert clair des barres du graphique 11). La contribution des flux monétaires extérieurs nets annuels s'est légèrement réduite (cf. la partie jaune des barres du graphique 11), reflétant en grande partie les sorties de mars et d'avril ainsi que des flux modérés en mai. Les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont eu un léger effet modérateur sur la croissance de la monnaie au sens large.

La dynamique des prêts aux entreprises s'est encore renforcée en mai [12].
Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est ressorti en hausse à 5,3 % en mai 2020, après 4,9 % en avril (cf. graphique 12). Cette évolution est due à une nouvelle hausse du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières, qui est passé de 6,6 % en avril 2020 à 7,3 % en mai. La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'explique par les besoins de financement des entreprises liés à l'exploitation, dans un contexte de contraction des flux de trésorerie. Le recours des entreprises aux prêts à moyen et long terme a continué d'augmenter au détriment des prêts à court terme, davantage de signes indiquant que la reprise serait plus étalée dans le temps. Pour le troisième trimestre 2020, les anticipations formulées par les banques lors de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui sont normalement un indicateur avancé de la croissance effective des prêts, font état de nouvelles augmentations de la demande de prêts des entreprises, à un rythme toutefois plus lent. Cela étant, après deux mois consécutifs de baisse, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est stabilisé à 3,0 % en mai 2020, contre 3,4 % en mars. Les évolutions divergentes en mai entre les entreprises et les ménages sont mises en évidence par les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire concernant la demande et l'offre de prêts. Les mesures de politique monétaire de la BCE, 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.

---

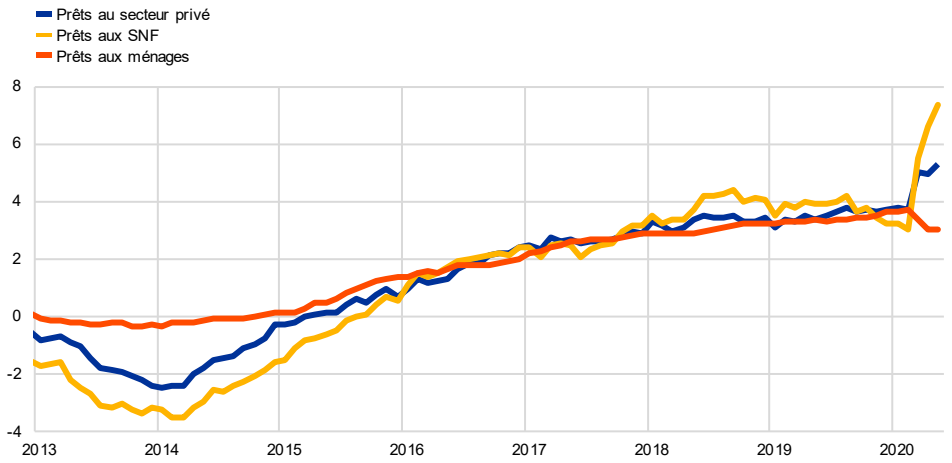
[11] Pour une analyse approfondie de l'efficacité des mesures de la BCE, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

[12] Pour plus de précisions sur la façon dont la pandémie affecte les conditions d'octroi des crédits bancaires et les besoins de financement des entreprises d'un point de vue sectoriel; cf. l'encadré 8 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 12

Prêts au secteur privé

(taux de croissance annuel)



Source : BCE.
Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à mai 2020.

L'enquête de juillet 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro **montre un nouvel impact fortement haussier de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur la demande de prêts des entreprises, reflétant en grande partie des besoins de liquidité d'urgence.** Au deuxième trimestre 2020, la demande de prêts des entreprises ou leurs tirages de lignes de crédit a atteint le solde net le plus élevé depuis le début de l'enquête en 2003. La plus forte demande de prêts pour financer les stocks et le fonds de roulement a largement contrebalancé la contribution négative de la demande de prêts pour financer l'investissement fixe. Dans le même temps, les critères d'octroi de prêts ou de lignes de crédit aux entreprises sont demeurés favorables [13]. Malgré le soutien apporté par les garanties d'État sur les prêts dans la plupart des pays et par les mesures de politique monétaire, les banques ont continué d'indiquer les perceptions du risque (liées à la détérioration des perspectives économiques générales et à la situation spécifique à certaines entreprises) comme étant le principal facteur contribuant au durcissement des critères d'octroi. Les banques ont également fait état d'une moindre tolérance au risque que lors de la campagne d'enquête précédente. Pour le troisième trimestre 2020, les banques s'attendent à un durcissement significatif des critères d'octroi, lié selon elles à la fin attendue des dispositifs de garanties de l'État dans certains grands pays de la zone euro. S'agissant des ménages, la demande nette de prêts au logement et de crédits à la consommation a considérablement diminué au deuxième trimestre, sous l'effet de la baisse de confiance des consommateurs, de la détérioration des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel et des possibilités de dépenses limitées durant la période de confinement strict. Les critères d'octroi des prêts aux ménages se sont durcis de manière significative au deuxième trimestre 2020.

[13] Au deuxième trimestre 2020, le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi (c'est-à-dire des directives internes des banques ou des critères d'approbation des prêts) pour les prêts ou les lignes de crédit aux entreprises était de 1 %, tandis que le durcissement net était de 20 % pour les prêts au logement consentis aux ménages et de 25 % pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages.

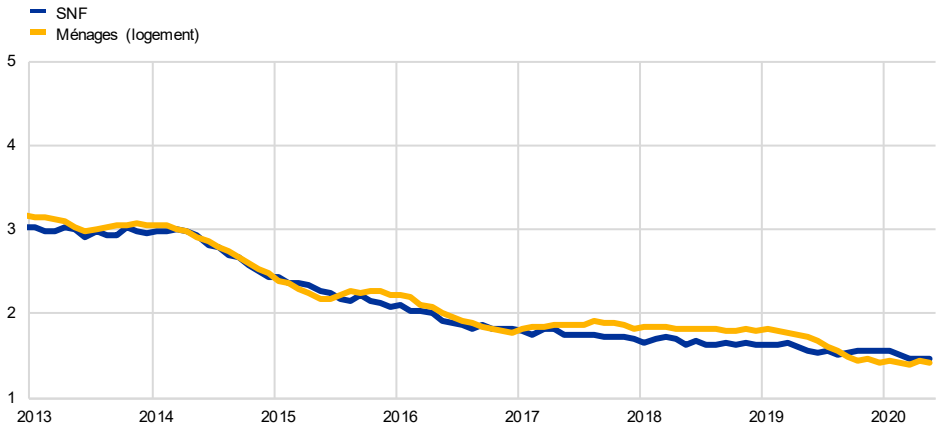
Cette évolution est imputable à une détérioration du revenu des ménages et des perspectives d'emploi en raison de la pandémie de COVID-19. Les banques s'attendent à une poursuite du durcissement net des critères d'octroi et, avec l'assouplissement des restrictions liées au confinement, à un rebond de la demande de prêts des ménages au troisième trimestre 2020.

Les taux débiteurs très favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro. Les taux débiteurs se sont stabilisés à leurs points bas historiques, globalement en phase avec l'évolution des taux de référence (à long terme) du marché. En mai 2020, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages sont demeurés globalement inchangés à, respectivement, 1,46 % et 1,42 % (cf. graphique 13). Si les graves répercussions économiques de la pandémie sur les revenus des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs exercent une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires, la politique de relance énergique mise en œuvre en réponse à la crise liée à la pandémie, en particulier les mesures de politique monétaire de la BCE et les garanties d'État sur les prêts, exerce cependant un effet modérateur sur les taux des prêts aux entreprises et aux ménages.

Graphique 13

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à mai 2020.

Encadrés

1 Tensions sur le financement en dollar américain et lignes de *swap* des banques centrales durant la crise du COVID-19

Gianluca Persi

Des tensions sur les conditions du financement en dollar américain ont commencé à apparaître vers la fin février 2020, lorsque les déséquilibres entre l'offre et la demande ont entraîné une augmentation des primes de financement dans un contexte de volatilité des marchés financiers. Le présent encadré s'intéresse plus particulièrement aux tensions sur le marché des *swaps* de change, où les intervenants de marché se prêtent entre eux des fonds libellés dans deux devises (par exemple l'euro et le dollar américain) et s'engagent à réaliser une opération d'échange en sens inverse à une date ultérieure et à un taux de change préalablement convenu. L'encadré met en évidence l'impact positif des lignes de *swap* entre banques centrales sur le fonctionnement du marché des *swaps* de change EUR/USD. Ces lignes de *swap* entre banques centrales permettent à l'Eurosystème d'approvisionner les banques de la zone euro en dollars [14]. Le renforcement de ces lignes de *swap* et l'approvisionnement en dollars qui en a résulté via l'augmentation de la fréquence des opérations d'apport de liquidité ont non seulement permis aux banques de satisfaire leurs besoins immédiats de financement en dollar mais ont également soutenu l'activité du marché, les banques participant aux opérations en dollar étant davantage enclines à jouer un rôle d'intermédiation et transmettant à d'autres intervenants de marché les fonds empruntés auprès de l'Eurosystème. Cette mesure a été essentielle pour réduire les tensions sur les conditions du financement en dollar et rétablir le bon fonctionnement du marché des *swaps* de change EUR/USD. L'analyse s'appuie sur les données relatives aux opérations de marché collectées dans le cadre du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (*Money Market and Statistical Reporting*, MMSR) de la BCE [15].

Dans le contexte de volatilité et d'aversion au risque élevées sur le marché en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19), le *spread* de base du *swap*

---

[14] Les lignes de *swap* entre banques centrales permettent à une banque centrale (la BCE dans ce cas) de recevoir de la liquidité en devise étrangère (le dollar américain) en provenance de la banque centrale émettrice (le Système fédéral de réserve), qui conserve la devise de la banque centrale bénéficiaire (l'euro) en garantie jusqu'à l'échéance. La banque centrale bénéficiaire, elle, prête aux banques domestiques la liquidité en devise étrangère qu'elle reçoit contre des garanties éligibles. Conformément au communiqué de presse de la BCE publié le 17 juin 2014, les opérations en dollar de l'Eurosystème sont effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, c'est-à-dire que toutes les soumissions reçues des contreparties sont servies par la BCE, en échange de garanties éligibles. En 2011, la BCE, conjointement avec la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque du Japon, la Réserve fédérale et la Banque nationale suisse, a mis en place un réseau de lignes de *swap* bilatérales permettant aux banques centrales participantes d'obtenir des devises les unes auprès des autres. Pour de plus amples détails, cf. le site internet de la BCE et le site internet de la Réserve fédérale.

[15] La série de données collectées dans le cadre du dispositif MMSR est constituée de données opération par opération des 50 plus grandes banques de la zone euro, sur la base de la valeur des actifs au bilan, y compris leur activité sur le *swap* de change. Pour plus d'informations, cf. le site internet de la BCE.

de change EUR/USD – un indicateur important des coûts du financement en dollar pour les banques européennes – a fortement augmenté. Le *spread* de base du *swap* de change correspond à la différence entre le taux d'intérêt implicite moyen appliqué aux emprunts en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD et le taux sans risque sur le dollar, représenté par le taux OIS (*overnight index swap*) sur le dollar américain. Dans des conditions de marché normales, le *spread* de base du *swap* de change est faible [16] et reflète uniquement des frictions temporaires sur le marché, comme celle liées aux dates d'arrêté des bilans. Or, à partir de fin février, les banques européennes ont augmenté la prime qu'elles étaient disposées à verser afin de garantir leur financement en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD, ce qui s'est traduit par un creusement du *spread* de base du *swap* de change. Cette évolution a reflété la forte hausse de la demande de dollar, les intervenants de marché thésaurisant de la liquidité en prévision de sorties de liquidité vers l'économie réelle. Les banques et les entreprises européennes qui, par leur activité, sont généralement fortement exposées au dollar ont également été concernées. Le 28 février, le *spread* de base du *swap* de change au jour le jour a atteint 25 points de base, doublant en seulement trois jours. Dans le même temps, le *spread* de base du *swap* de change à trois mois s'est creusé pour atteindre 49 points de base le 3 mars, soit 30 points de base de plus que son niveau moyen enregistré en février 2020 (cf. graphique A).

En dépit de l'annonce, le 15 mars, d'un renforcement des lignes de *swap* entre banques centrales, la prime pour les emprunts en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD a continué d'augmenter dans un premier temps, en particulier sur les échéances courtes. Compte tenu de la détérioration des conditions du financement en dollar à l'échelle mondiale, le Système fédéral de réserve, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ont annoncé, le 15 mars, des mesures concertées visant à améliorer l'approvisionnement en liquidités en dollar par le biais des accords permanents de *swap* en dollar américain [17]. La BCE a annoncé que l'Eurosystème introduirait, à compter du 18 mars, des opérations d'une durée de 84 jours en plus des opérations à une semaine existantes. En outre, les taux appliqués à ces opérations ont été abaissés de 25 points de base, à un niveau égal au taux OIS pour le dollar majoré de 25 points de base. L'annonce même de cette mesure n'a guère réussi à alléger les primes du financement en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD, en particulier sur les échéances courtes. Ainsi, les taux des emprunts à court terme en dollar ont commencé à augmenter de façon exponentielle, le *spread* de base du *swap* de change au jour le jour atteignant un point haut à 644 points de base le 17 mars, la veille des premières opérations en dollar menées dans le cadre du renforcement des lignes de *swap*.

Les montants alloués lors des premières opérations en dollar menées par l'Eurosystème à compter du 18 mars, avec des conditions de taux plus favorables, ont considérablement assoupli les conditions du financement à court terme en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD, alors que

---

16 Par exemple, les *spreads* de base du *swap* de change pour les échéances inférieures à trois mois étaient en moyenne inférieurs à 0,2 % en janvier et février 2020.

17 Pour des informations plus détaillées, cf. le communiqué de presse de la BCE, publié le 15 mars 2020.

l'incidence a été moins forte sur les maturités plus longues. Le 18 mars, lorsque l'opération en dollar d'une durée de 84 jours a été menée pour la première fois depuis le printemps 2014, la BCE a alloué 76 milliards de dollars à 44 soumissionnaires lors de l'opération à 84 jours et 36 milliards à 22 soumissionnaires lors de l'opération à une semaine. Le montant total de 112 milliards de dollars alloué le 18 mars est le plus montant le plus élevé enregistré en une seule journée depuis 2008. Le coût de ces deux opérations était nettement moins élevé que les prix de marché comparables et, d'après les retours d'information des intervenants de marché, le fort tirage et le grand nombre de banques participantes ont contribué à effacer l'éventuelle stigmatisation associée à la participation des banques à ces opérations. Après l'annonce des résultats des opérations en dollar, les agents déclarants dans le cadre du MMSR ont fait état de primes nettement moins élevées sur les opérations de financement en dollar à court terme, le *spread* de base du *swap* de change au jour le jour diminuant de 476 points de base pour revenir à 168 points de base. En revanche, le *spread* de base du *swap* de change à trois mois s'est temporairement resserré, mais dans une moindre mesure, revenant de 157 à 107 points de base, avant d'augmenter à nouveau pour atteindre 144 points de base le 19 mars. En raison des perspectives de marché hautement incertaines liées à d'éventuelles sorties soudaines de fonds en dollars, les banques ont dans un premier temps thésaurisé la liquidité en dollar obtenue via la facilité de l'Eurosystème. Seule une portion de cette liquidité a été transmise au marché, essentiellement sur les échéances courtes, ce qui a limité l'allègement des primes sur le financement en dollar à plus long terme.

Ce n'est que lorsque les opérations à une semaine en dollar ont été menées à une fréquence quotidienne à compter du 23 mars [18] que les conditions ont commencé à s'améliorer durablement sur l'ensemble des échéances, l'incertitude qui entourait la disponibilité de dollars s'atténuant. Les intervenants de marché ont considéré que mener des opérations quotidiennes était utile, cette fréquence atténuant l'incertitude qui entourait la disponibilité de dollars afin de répondre aux besoins de financement quotidiens. Outre l'introduction d'opérations en dollar quotidiennes portant sur une durée d'une semaine, l'Eurosystème a continué de mener des opérations hebdomadaires assorties d'une durée plus longue de 84 jours, garantissant ainsi aux banques de la zone euro l'accès à des fonds en dollar sur un horizon plus long. À elles deux, ces mesures ont favorisé la transmission progressive au marché de la liquidité obtenue lors des opérations en dollar et se sont révélées efficaces pour faire baisser les primes sur le financement en dollar [19].

---

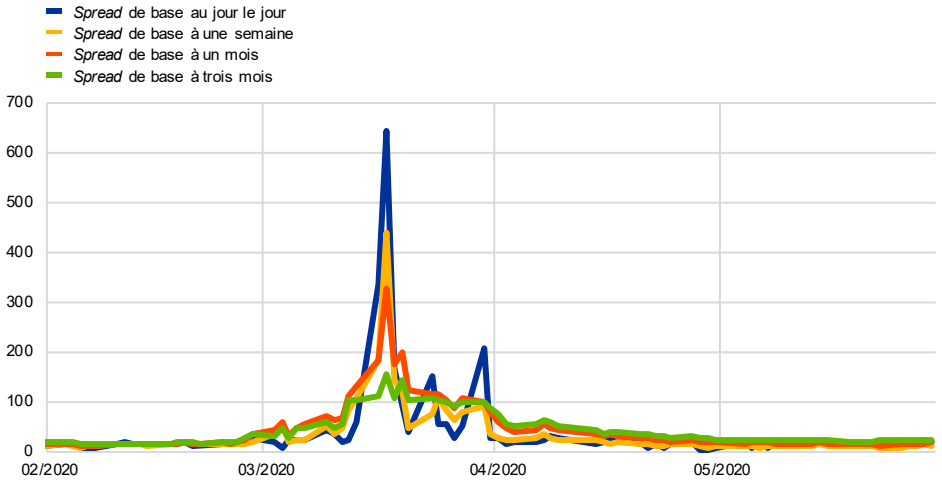
[18] Le 20 mars 2020, la Réserve fédérale, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ont annoncé qu'elles augmentaient la fréquence des opérations à une semaine, ces opérations devenant quotidiennes et non plus hebdomadaires. Ces opérations quotidiennes ont débuté le 23 mars 2020 et avaient pour objet d'améliorer encore l'approvisionnement en liquidité par les accords permanents de *swap* en dollar. Pour des informations plus détaillées, cf. le communiqué de presse de la BCE, publié le 20 mars 2020.

[19] L'effet de ces opérations quotidiennes et des appels d'offres à long terme en dollar sur les conditions du financement en dollar pour les banques de la zone euro a également été examiné dans le *Bulletin mensuel* de la BCE publié en août 2014.

Graphique A

Écart entre le taux d'emprunt en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD et le taux sans risque en dollar

(en points de base)



Sources : BCE, MMSR, Bloomberg.
Notes : Le taux effectif des fonds fédéraux est utilisé comme taux sans risque pour le dollar sur l'échéance au jour le jour et le taux OIS pour le dollar est utilisé sur les autres échéances. Le taux des emprunts en dollar est le taux acquitté par les agents déclarants dans le cadre du dispositif MMSR afin de recevoir des dollars sur le marché des *swaps* de change EUR/USD à différentes échéances. Le taux des emprunts au jour le jour en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD est établi à partir des opérations *tomorrow/next day*.

Toutefois, les coûts du financement en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD sont demeurés élevés durant la période précédant la fin de trimestre en mars. Les banques devant déclarer certains ratios réglementaires en fin de trimestre, elles sont généralement réticentes à accroître la taille de leur bilan au titre d'une activité d'intermédiation qui couvre la fin de trimestre. La fin de trimestre en mars correspond également à la fin de l'exercice annuel pour les banques de certaines juridictions comme le Japon, où l'impôt est déterminé par la taille du bilan ; par conséquent, le soutien apporté par les opérations en dollar a été réduit vers la période de fin de trimestre. Les conditions de financement sur les marchés de *swap* de change EUR/USD sont donc demeurées volatiles au cours de la période précédant la fin de trimestre, sur les échéances courtes comme sur les échéances longues. Le *spread* de base du *swap* de change sur l'échéance au jour le jour est resté plus élevé qu'avant la crise du COVID-19, enregistrant un pic à la fin du trimestre en mars 2020. Il a atteint 209 points de base le 30 mars, soit 88 points de base de plus que le niveau enregistré en fin de trimestre en mars 2019. Dans le même temps, le *spread* de base du *swap* de change à trois mois s'est établi en moyenne à 95 points de base au cours de la dernière semaine de mars, soit un niveau cinq fois plus élevé environ que le *spread* de base moyen enregistré en février 2020.

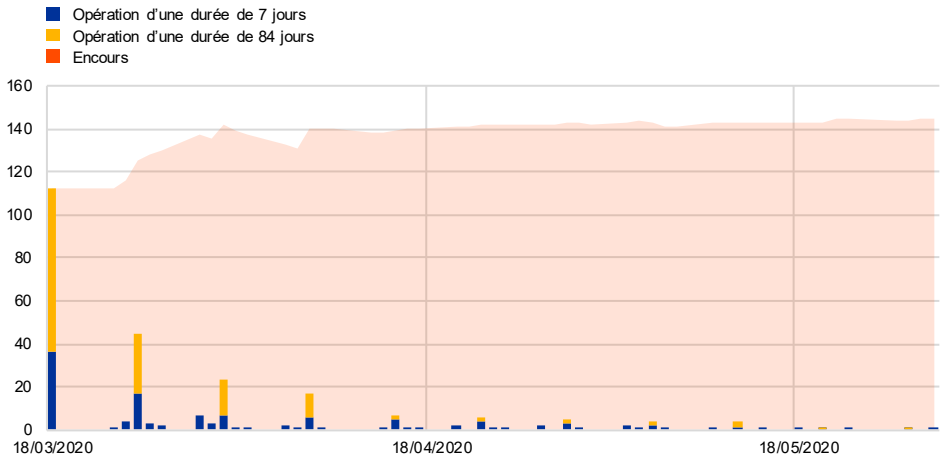
Après la fin de trimestre, la prime sur les emprunts en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD a encore diminué, les conditions du financement en dollar ont commencé à se normaliser et les opérations en dollar de l'Eurosystème ont progressivement perdu de leur attrait, ce qui s'est traduit par une forte baisse de la participation à ces opérations. Les *spreads* de base des *swaps* de change se sont progressivement normalisés courant avril, dans un contexte d'amélioration du sentiment des marchés et d'atténuation des craintes quant à la

disponibilité de liquidités en dollar. Les primes sur le financement en dollar à court terme (pour des durées comprises entre un jour et une semaine) ont rapidement diminué après la fin de trimestre, revenant presque à leurs niveaux d'avant la pandémie mi-avril. Les *spreads* de base des *swaps* de change à plus long terme ont mis plus de temps à se normaliser mais s'étaient également stabilisés, fin avril, autour de leurs niveaux d'avant la crise. En lien avec ces évolutions et celles qui ont été observées dans d'autres juridictions, les opérations en dollar de l'Eurosystème ont commencé à perdre de leur attrait économique en avril. Le recours à la facilité en dollar de l'Eurosystème a donc considérablement diminué au fil du temps. Au cours de la seconde quinzaine de mai, la BCE a alloué moins de 3 milliards de dollars au total, soit 173 milliards de moins que durant la seconde quinzaine de mars (cf. graphique B). Le 21 avril, la BCE n'a reçu aucune soumission pour la première fois depuis l'introduction des opérations en dollar renforcées. Par la suite, les opérations sans aucun montant alloué sont devenues plus courantes, reflétant la normalisation des conditions du financement en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD.

Graphique B

Montants alloués et encours quotidiens lors des opérations en dollar de l'Eurosystème

(en milliards de dollars)



Source : BCE.

Le volume des opérations sur le marché des *swaps* de change EUR/USD est demeuré solide tout au long de la crise, l'activité des intervenants de marché augmentant dans un premier temps sur les échéances plus longues en prévision d'un durcissement des conditions du financement en dollar.

Les données relatives aux opérations collectées dans le cadre du dispositif MMSR indiquent une forte hausse du volume d'activité sur les échéances supérieures à un mois au cours des semaines précédant le pic de la crise. Cela suggère que, avec l'amorce d'une dégradation des conditions du financement en dollar, les intervenants de marché ont tenté de garantir leur financement en dollar aux prix qui prévalaient à ce moment-là, en prévision de nouvelles tensions sur le marché. Les volumes d'opérations d'une durée supérieure à un mois, y compris les opérations à terme,

sont restés élevés jusqu'au 19 mars [20], date du règlement de la première opération en dollar effectuée dans le cadre du renforcement du dispositif. Sous l'effet de la hausse du volume d'opérations à plus long terme, le volume total d'opérations quotidiennes effectuées sur le marché entre le 25 février et le 19 mars a augmenté de plus d'un tiers en moyenne par rapport au reste du mois de février 2020, atteignant 250 milliards de dollars environ (cf. graphique C).

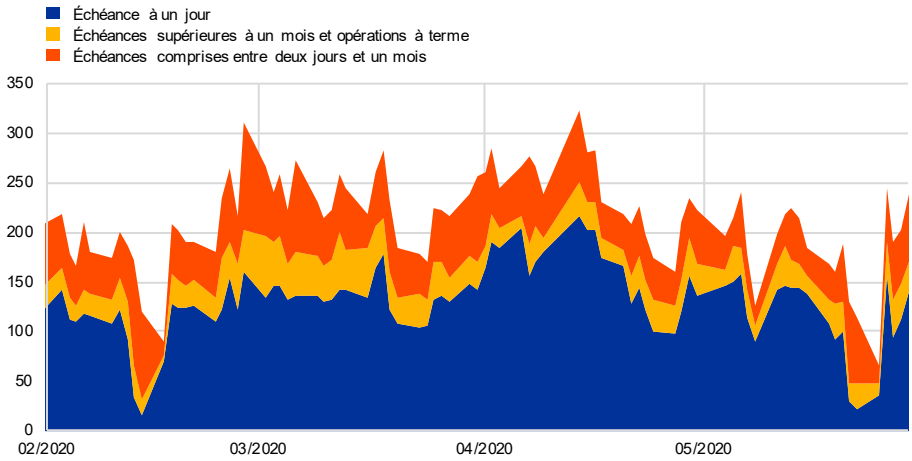
Les opérations en dollar des banques centrales ont soutenu le fonctionnement du marché des *swaps* de change EUR/USD, au fur et à mesure de la transmission au marché des fonds en dollar empruntés auprès de l'Eurosystème. Toutefois, un report général sur les échéances plus courtes a été observé. Dans l'ensemble, l'activité sur le marché des *swaps* de change EUR/USD est demeurée élevée après la décision des banques centrales d'améliorer l'approvisionnement en dollars et a encore augmenté après la fin de trimestre en mars. Cela indique que les fonds empruntés par les banques dans le cadre des opérations de l'Eurosystème ont été transmis aux autres intervenants de marché, permettant ainsi de satisfaire la demande supplémentaire de dollars liée à la crise. L'augmentation, en avril, de l'activité sur le marché des *swaps* de change EUR/USD a été principalement observée sur les échéances courtes, reflétant la forte aversion au risque des intervenants de marché et leur préférence à prêter leurs excédents sur le marché principalement à court terme. En particulier, le volume d'opérations à un jour a augmenté de plus de 50 % après la fin de trimestre en mars, passant d'une moyenne quotidienne de 118 milliards de dollars au premier trimestre 2020 à une moyenne quotidienne de 184 milliards au cours de la période allant du 1er au 20 avril. Enfin, fin avril, les volumes et la composition par échéances des opérations ont retrouvé leurs niveaux d'avant la crise.

[20] Entre le 25 février et le 19 mars, les agents déclarants dans le cadre du dispositif MMSR ont fait état d'un volume quotidien d'opérations de 45 milliards de dollars en moyenne sur les échéances supérieures à un mois, y compris les opérations à terme. Cela représente une hausse de 50 % du volume quotidien moyen d'opérations enregistré en janvier et en février 2020.

Graphique C

Volume des opérations quotidiennes de *swap* de change EUR/USD par échéances

(en milliards de dollars)



Sources : BCE, MMSR.
Notes : Le volume d'opérations quotidiennes prend en compte les opérations de prêt et d'emprunt sur le compartiment du marché des *swaps* de change EUR/USD, déclarées par les agents déclarants dans le cadre du dispositif MMSR.

Les banques participant aux opérations en dollar de l'Eurosystème ont transmis les fonds aux autres intervenants de marché, assouplissant ainsi les conditions du financement en dollar sur le marché des *swaps* de change EUR/USD, notamment sur les échéances courtes. En particulier, les données relatives aux opérations collectées dans le cadre du dispositif MMSR montrent qu'un groupe important de banques de la zone euro participant aux opérations en dollar de l'Eurosystème ont fortement accru leurs volumes quotidiens de prêts à court terme en dollar. Plus précisément, ces volumes de prêts ont augmenté en moyenne de 34 milliards de dollars entre le 1er et le 20 avril, dans un contexte de baisse des primes sur le financement en dollar. Comme ils font partie des plus grandes banques en Europe, les agents déclarants dans le cadre du MMSR sont généralement en relation avec un grand nombre de contreparties, d'où la probabilité d'une distribution large des fonds en dollar [21].

L'approvisionnement en dollar via les opérations de l'Eurosystème a permis aux grandes banques européennes de rétablir leur rôle d'intermédiation, qui avait été perturbé par la crise en mars. Les agents déclarants dans le cadre du MMSR sont d'importants intermédiaires sur le marché du dollar et fournissent de la liquidité en dollar à diverses autres contreparties du marché. Considérés dans leur ensemble, les agents déclarants dans le cadre du MMSR sont généralement prêteurs nets de dollars sur le marché des *swaps* de change EUR/USD. Cela signifie qu'ils possèdent un excédent de dollars qui, en temps normal, est investi sur le marché des *swaps* de change EUR/USD. Toutefois, certains agents déclarants ont vu leur capacité nette de financement – mesurée par la différence entre les volumes de prêts et d'emprunts en dollar qu'ils effectuent sur le marché des *swaps* de change

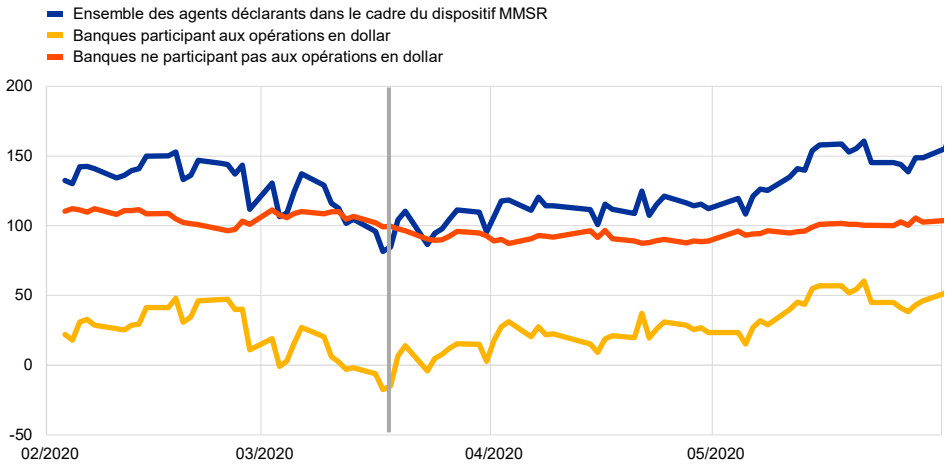
[21] Entre le 1er septembre 2019 et le 17 mars 2020, les agents déclarants dans le cadre du dispositif MMSR ont approvisionné en dollar 578 contreparties différentes, en moyenne, par jour sur le marché des *swaps* de change EUR/USD. Entre le 18 mars (lorsque les lignes de *swap* renforcées ont été introduites) et le 30 avril, le nombre quotidien moyen de contreparties effectuant des emprunts en dollar auprès des agents déclarants dans le cadre du MMSR est passé à 648, soit une hausse de 12 % environ.

EUR/USD – se détériorer avec l'intensification de la crise, leur excédent net total de dollars revenant de 153 milliards de dollars à 82 milliards (cf. graphique D). En outre, les agents déclarants dans le cadre du MMSR qui ont pris part aux opérations en dollar de l'Eurosystème représentaient environ les trois quarts du montant total alloué lors de ces opérations [22]. Dans l'ensemble, ces agents déclarants ont enregistré une très forte diminution de leur capacité nette de financement et sont même devenus emprunteurs nets de dollars sur le marché des *swaps* de change EUR/USD au cours de la période précédant l'amélioration de l'approvisionnement en dollars, tandis que la capacité nette de financement des autres agents déclarants n'a que légèrement diminué. Après la participation de ces agents déclarants aux opérations en dollar de l'Eurosystème, la capacité nette totale de financement sur le marché des *swaps* de change EUR/USD a commencé à se normaliser, atteignant 161 milliards d'euros le 21 mai, soit 79 milliards de plus qu'au pic de la crise le 17 mars. Cela suggère que les opérations en dollar ont été efficaces pour soulager le marché et contrebalancer l'effet des chocs subis durant la première quinzaine de mars, le fonctionnement du marché s'améliorant progressivement et les banques étant davantage disposées à exercer leur rôle d'intermédiation. Les lignes de *swap* entre banques centrales ont donc permis d'atténuer les effets des tensions sur le marché du financement en dollar, soutenant ainsi l'offre de crédit des banques aux ménages et aux entreprises, aussi bien dans la zone euro qu'à l'étranger.

Graphique D

Capacité nette de financement en dollar des agents déclarants dans le cadre du MMSR sur le marché des *swaps* de change EUR/USD

(en milliards de dollars)



Sources : BCE, MMSR.
Notes : Capacité nette de financement en dollar contre euro. Les chiffres sont exprimés en équivalent dollar en multipliant la capacité nette de financement en euro par le taux de change EUR/USD au comptant du jour. Une valeur négative indique un besoin net de financement en dollar. La ligne grise marque le début de l'amélioration des opérations en dollar le 18 mars. Les banques participantes sont les agents déclarants dans le cadre du MMSR qui ont pris part aux opérations en dollar entre le 18 mars et 7 avril 2020.

[22] L'analyse a été menée à l'aide des résultats des opérations en dollar de l'Eurosystème effectuées entre le 18 mars et le 7 avril 2020. Le groupe d'agents déclarants dans le cadre du MMSR considérés comme « banques participantes » sont les agents qui ont pris part aux opérations en dollar de l'Eurosystème durant cette même période. Les agents déclarants dont la participation a été nulle ou négligeable ont été inclus dans le groupe des « non-participants ».

2 Le grand effondrement des échanges commerciaux de 2020 et le rôle amplificateur des chaînes de valeur mondiales

Simone Cigna et Lucia Quaglietti

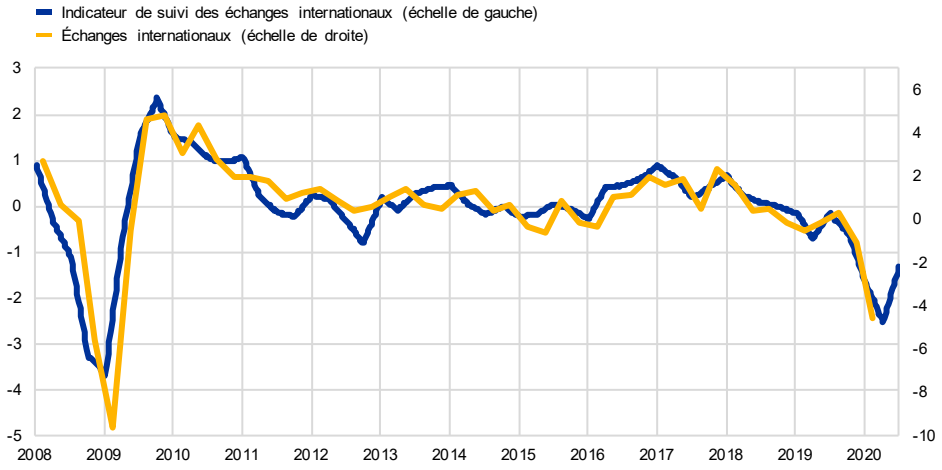
Le présent encadré évalue les effets économiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19) transmis via les chaînes de valeur mondiales (CVM). L'économie mondiale fait face à un choc sans précédent et, à mesure que l'incidence de la pandémie se fera sentir, le commerce mondial va être touché de façon particulièrement sévère. Le présent encadré analyse le rôle des CVM dans la pandémie avec pour objectif de quantifier les effets induits sur les échanges internationaux. Nos résultats montrent que les CVM pourraient amplifier considérablement la baisse des échanges internationaux.

Les échanges internationaux ont fortement chuté en raison de la pandémie de COVID-19, les chaînes de valeur étant touchées au niveau mondial. Les données relatives aux comptes nationaux des principales économies vont dans le sens d'une forte baisse des exportations et des importations au premier trimestre 2020. Un nouvel indicateur hebdomadaire de suivi des échanges internationaux établi à partir d'indicateurs relatifs au commerce rapidement disponibles laisse augurer une contraction plus importante au deuxième trimestre 2020 (cf. graphique A), même si des signes d'une reprise sont apparus récemment. Selon les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les importations mondiales en volume (zone euro exclue) devraient reculer à un rythme sans précédent de 13 % environ en 2020, avant de retrouver des taux de croissance positifs de 8,0 % et 4,3 % en 2021 et 2022, respectivement. La diminution résulte également des perturbations des CVM, entre autres facteurs. Le COVID-19 a frappé les chaînes de valeur en Asie, en Europe et en Amérique du Nord et du Sud, faisant apparaître un risque d'effet domino conjugué à des boucles de rétroaction, ce qui pourrait amplifier l'effondrement des échanges internationaux. La forte baisse des exportations chinoises de biens intermédiaires vers la plupart des destinations au premier trimestre 2020 (cf. graphique B) laisse penser que les CVM ont déjà été largement touchées sous l'effet du confinement en Chine.

Graphique A

Indicateur hebdomadaire de suivi des échanges internationaux

(échelle de gauche : écarts types par rapport à la moyenne ; échelle de droite : variations trimestrielles en pourcentage)

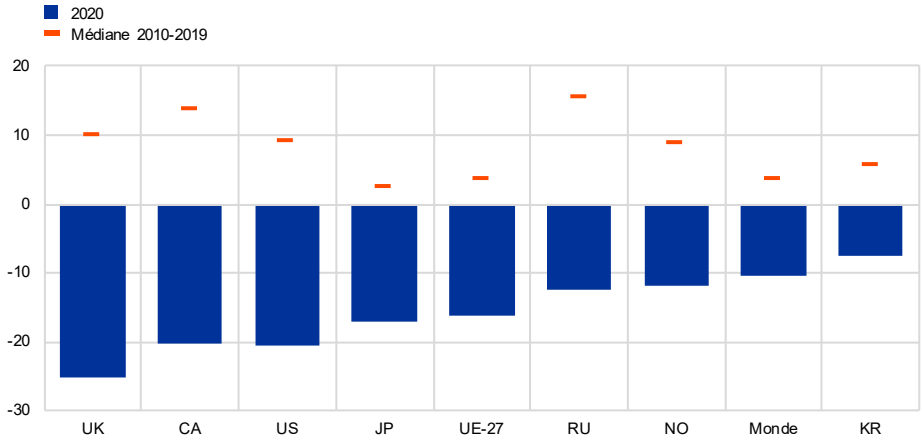


Sources : Haver et calculs de la BCE.
Notes : L'indicateur de suivi s'appuie sur une régression des importations mondiales (zone euro exclue) sur une composante principale d'un petit panel d'indicateurs hebdomadaires relatifs aux échanges commerciaux (intégrant des retards), de quelques indicateurs mensuels, d'une constante et de retards de la variable dépendante. Les indicateurs figurant dans la composante principale hebdomadaire ont été choisis sur la base de leur corrélation avec les échanges internationaux, de leur disponibilité et de leur rapidité de publication.

Graphique B

Exportations chinoises de biens intermédiaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : *Trade Data Monitor* et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données sont nominales. Le graphique intègre des données allant de janvier à mars 2020. Les pays représentés sont le Royaume-Uni (UK), le Canada (CA), les États-Unis (US), le Japon (JP), les 27 États membres de l'Union européenne (UE-27), la Russie (RU), la Norvège (NO) et la Corée du Sud (KR).

Les circuits d'approvisionnement jouent un rôle important dans la transmission des chocs entre les différents pays. Bien que la croissance des CVM se soit interrompue depuis la crise financière mondiale de 2008, les échanges de biens intermédiaires demeurent importants, représentant plus de 40 % des échanges internationaux. Cela a de fortes répercussions sur la relation entre demande, échanges et production. Les modèles classiques font l'hypothèse que les importations d'un pays dépendent de sa demande domestique. Toutefois, dans un monde caractérisé par des chaînes d'approvisionnement internationales complexes,

les modifications de la demande dans les pays tiers sont également un déterminant important. En moyenne, plus de 20 % des importations mondiales servent d'intrants dans les processus de production domestiques et sont incorporés dans des biens qui sont ensuite réexportés. Le réseau complexe des circuits d'approvisionnement est également un facteur important de transmission des chocs entre les différents pays. Les chocs de demande dans un pays donné peuvent se répercuter en amont via le réseau de production mondial aux fournisseurs d'intrants, le choc initial étant amplifié par l'effet « coup de fouet » (*bullwhip effect*) [23], tandis que les perturbations des approvisionnements peuvent, quant à elles, se transmettre en aval.

L'effet de propagation et d'amplification des chocs de demande associés à la pandémie peut être mesuré à l'aide de tableaux internationaux d'entrées-sorties. Pour évaluer le rôle des CVM dans la pandémie, deux évaluations quantitatives ont été réalisées. Un exercice statique offre une première approximation de la façon dont les chocs de demande associés à l'épidémie peuvent se propager via une CVM, amplifiant l'effet sur les échanges commerciaux et la production à l'étranger. Les données d'entrées-sorties de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour 20 grandes économies avancées et émergentes ont été utilisées pour suivre les pertes mesurées en référence au PIB sectoriel induites par la pandémie au travers de la structure de la production mondiale et évaluer quantitativement la propagation des chocs de demande via les CVM [24]. Les effets de contagion ont été quantifiés séparément pour les importations et les exportations via deux canaux : a) les effets « directs » qui se matérialisent en raison des échanges commerciaux traditionnels (relations commerciales bilatérales) ; et b) les effets « indirects » qui proviennent des fluctuations de la demande dans les pays tiers et concernent les biens intermédiaires franchissant au moins deux frontières [25].

Les liens entre les CVM pourraient amplifier considérablement la baisse des échanges internationaux. Le graphique C présente des estimations des effets

---

[23] L'effet « coup de fouet » correspond à une situation dans laquelle un choc entraîne des perturbations de la demande de pièces et de composants, effet d'autant plus important qu'une entreprise est positionnée en amont de la chaîne d'approvisionnement. Les entreprises sont incitées à ajuster leurs stocks tout au long de la chaîne d'approvisionnement pour satisfaire les nouveaux niveaux anticipés de la demande. Pour des résultats empiriques concernant cet effet, cf. par exemple Alessandria (G.), Kaboski (J.P.) et Midrigan (V.), « *US Trade and Inventory Dynamics* », *American Economic Review*, vol. 101, n° 3, mai 2011.

[24] Nous avons suivi les pertes sectorielles (estimées par les services de la BCE) pour un certain nombre d'économies avancées et émergentes, qui pourraient intervenir en raison de la pandémie, via la structure de la production mondiale. À cette fin, nous nous sommes appuyés sur les données d'entrées-sorties de l'OCDE à l'échelle internationale. Les secteurs étant différents en termes de degré d'intégration dans les chaînes de production transfrontières, la réaction globale des échanges internationaux dépend de la composition sectorielle des pertes dans les différents pays. Nous avons calculé des élasticités partielles qui, pour chaque pays et secteur, traduisent les chocs liés à la pandémie affectant la demande domestique et étrangère en modifications proportionnelles à la production et aux importations et exportations de produits destinés à la consommation finale et de biens intermédiaires vers et en provenance de tous les pays et secteurs. À l'aide de ces élasticités, nous avons ensuite calculé les pertes associées à la pandémie séparément pour les importations et les exportations. L'analyse a porté sur l'amplification des chocs de demande associés à la pandémie. Dans les cas où les secteurs domestique et étranger sont confinés au même moment, il y a moins de marge pour une amplification des perturbations des approvisionnements due aux CVM. Pour de plus amples informations sur la méthodologie, cf. Bems (R.), Johnson (R.) et Yi (K.-M.), « *Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession* », *IMF Economic Review*, Issue 58, n° 2, 2010.

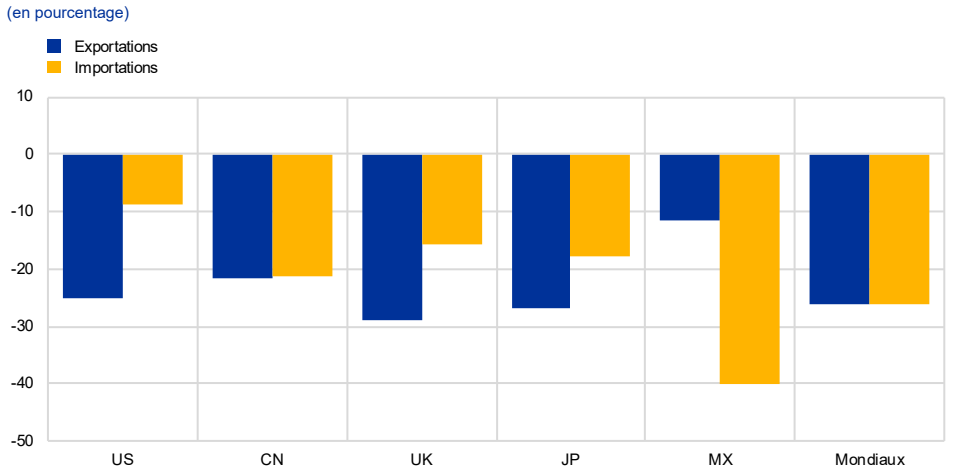
[25] Cela correspond à la définition des CVM donnée par Borin (A.) et Mancini (M.), « *Follow the Value Added: Tracking Bilateral Relations in Global Value Chains* », novembre 2017.

amplificateurs générés via les circuits d'approvisionnement en pourcentage de la baisse des échanges commerciaux intervenue via le canal direct. Pour les États-Unis, par exemple, les liens entre les CVM pourraient amplifier la baisse des importations et des exportations de 8 % et 20 %, respectivement. Pour la Chine, le Japon et le Royaume-Uni, les effets de contagion pourraient être plus importants, notamment pour les importations. Pour l'économie mondiale à court terme, les CVM pourraient amplifier de 25 % environ la baisse des importations et des exportations intervenue via les liens directs (échanges commerciaux traditionnels). Principaux maillons des chaînes d'approvisionnement, la Corée du Sud, l'Allemagne et la Chine représentent 20 % de la baisse totale estimée des exportations mondiales découlant de liens indirects. Toutefois, avec le redémarrage de l'économie mondiale au cours des prochains trimestres, les liens entre les CVM pourraient doper les échanges internationaux. Selon les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les échanges internationaux devraient rebondir plus rapidement que l'activité mondiale.

Les effets de contagion liés aux CVM pourraient également affecter l'activité, leur incidence effective dépendant des positions relatives des différents pays dans les CVM. Par exemple, dans les pays qui sont positionnés en aval de la chaîne de valeur, comme le Mexique, les importations pourraient diminuer plus fortement que les exportations (cf. graphique C), apportant ainsi un léger coup de pouce à l'activité. Cela reflète le fait que la production du Mexique est particulièrement dépendante des biens intermédiaires importés, qui sont ensuite réexportés sous forme de produits finis. En revanche, dans les pays positionnés en amont dans les CVM comme le Royaume-Uni, il devrait y avoir une incidence négative sur l'activité, les exportations diminuant plus fortement que les importations.

Graphique C

Déficits générés en raison des effets de contagion liés aux CVM



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique présente les déficits supplémentaires qui pourraient être générés pour chaque pays en raison des effets de contagion liés aux CVM. Les effets de contagion liés aux CVM sont exprimés en pourcentage des prévisions de pertes intervenant via les échanges commerciaux traditionnels (les importations et les exportations de : 1) biens destinés à la consommation finale et 2) biens intermédiaires utilisés dans la production pour une absorption domestique). Le graphique se réfère aux effets de contagion à court terme liés aux CVM. Les pays représentés sont les États-Unis (US), la Chine (CN), le Royaume-Uni (UK), le Japon (JP) et le Mexique (MX).

Un deuxième exercice quantitatif indique que les CVM avaient commencé à subir des perturbations dès le premier trimestre 2020. Plus précisément, l'analyse s'est attachée à déterminer si les exportations des pays en amont de la chaîne de valeur chinoise ont été touchées sous l'effet des confinements liés au COVID-19 et des chocs de demande de février 2020 en Chine. Nos estimations s'appuient sur un modèle de panel mensuel couvrant 37 pays et 22 secteurs. Pour chaque secteur et pays, les modifications du total des exportations de biens intermédiaires sont régressées sur une variable obtenue en multipliant une variable muette, à laquelle est attribuée la valeur de 1 en février 2020 (soit une valeur approximative du choc lié au COVID-19 en Chine) et une mesure du positionnement en amont par rapport à la Chine calculée pour les différents couples secteur-pays [26]. Cette analyse laisse penser que les pays en amont par rapport à la Chine dans la chaîne de valeur ont été les plus sévèrement touchés, leurs exportations diminuant de quelque 3,8 % successivement à chaque stade, à mesure de l'avancée dans la chaîne d'approvisionnement. L'accès à une période limitée pour l'observation de l'effet postulé appelle à une interprétation prudente des résultats. Néanmoins, ces résultats confirment la présence d'un phénomène d'amplification dû aux CVM. Par ailleurs, une ventilation des résultats par région montre que la baisse de la demande chinoise a été supportée jusqu'à présent essentiellement par les partenaires commerciaux de la Chine dans la chaîne de valeur asiatique.

L'épidémie de COVID-19 a révélé l'interdépendance des pays en termes d'approvisionnement en consommations intermédiaires et biens destinés à la consommation finale. L'analyse présentée ici laisse penser que les effets de contagion liés aux CVM pourraient amplifier la baisse des échanges internationaux, majorant de quelque 25 % les effets dus aux relations bilatérales. L'analyse économétrique confirme ce diagnostic, montrant que les fournisseurs de la Chine situés en amont, notamment ceux qui sont intégrés à la chaîne de valeur asiatique, pourraient avoir été les plus touchés par la propagation de la pandémie en Chine. Les perturbations liées au COVID-19 pourraient laisser des traces à plus long terme sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, conduisant à repenser les processus de production et à un important mouvement de relocalisation.

---

[26] Notre indice du positionnement en amont est obtenu en mesurant le nombre d'étapes intermédiaires du processus de production pour les exportations de chaque secteur-pays avant leur absorption en Chine. En particulier, l'indice est construit en attribuant une valeur de 1 à la part de la production d'un pays/secteur donné vendue directement au consommateur final en Chine, une valeur de 2 à la part de la production vendue au consommateur en Chine après une utilisation comme bien intermédiaire par un autre secteur, etc... L'indice est calculé à l'aide des données nominales fournies par les tableaux d'entrées-sorties de la version 2015 de la base de données de l'OCDE sur le commerce en valeur ajoutée. Les résultats peuvent donc être sensible aux effets prix. Cf. Ferrari (A.), « *Global Value Chains and the Business Cycle* », février 2019.

3 L'impact des mesures de politique monétaire prises par la BCE en réponse à la crise du COVID-19

John Hutchinson et Simon Mee

Depuis mars 2020, la gravité des conséquences économiques et financières de la crise du coronavirus (COVID-19) est apparue de plus en plus clairement. La BCE a réagi avec une série de mesures décisives conçues pour être ciblées et proportionnées à l'ampleur sans précédent de la crise et de nature temporaire, dans la mesure où l'urgence et ses répercussions devraient se résorber au fil du temps. Ces mesures ont favorisé les conditions de liquidité et de financement dans l'économie de la zone euro, permis d'éviter les interactions les plus négatives entre l'économie réelle et les marchés financiers et renforcé la confiance. Elles devraient également contribuer de manière significative à assurer le rapprochement durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

L'impact des mesures prises sur les conditions financières

Cet encadré examine l'impact de la réponse de la BCE à la crise, en se concentrant sur les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). La réponse de politique monétaire de la BCE s'est focalisée sur trois questions essentielles : a) stabiliser les marchés, une condition préalable pour éviter la fragmentation et préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro ; b) fournir une liquidité de banque centrale abondante pour soutenir l'offre de crédit à l'économie réelle ; et c) s'assurer que l'orientation générale est suffisamment accommodante [27].

En constatant la gravité de la crise, les investisseurs ont rééquilibré leurs portefeuilles, provoquant ainsi un assèchement de la liquidité sur plusieurs marchés de titres et accroissant la demande d'actifs sûrs. La forte baisse des indices des marchés boursiers et obligataires, combinée à la hausse des coûts du financement de marché pour les entreprises, a contribué à un durcissement marqué des conditions financières entre mi-février et mi-mars 2020. Dans cet environnement, il existait un risque très tangible de spirales de liquidité défavorables et de corrections excessives des prix d'actifs sur de nombreux marchés, susceptibles de menacer la stabilité financière et d'entraver la transmission de la politique monétaire.

Dans une union monétaire, une perception du risque accrue peut générer une dynamique de report sur les valeurs sûres sous la forme de réallocations entre

---

[27] Pour une analyse plus approfondie, cf. Lane (P. R.) : a) « *Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity* », discours à l'occasion du webinaire de l'Institute for Monetary and Financial Stability Policy, 19 mai 2020 ; b) « *The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery* », discours à l'occasion du webinaire *Financial Center Breakfast*, organisé par Frankfurt Main Finance, 24 juin 2020 ; c) « *Expanding the pandemic emergency purchase programme* », *The ECB Blog*, Banque centrale européenne, 5 juin 2020 ; et d) « *The monetary response to the pandemic emergency* », *The ECB Blog*, Banque centrale européenne, 1er mai 2020. Cf. également Schnabel (I.) : a) « *The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis – necessary, suitable and proportionate* », discours à l'occasion du Petersberger Sommerdialog, 27 juin 2020 ; et b) « *The ECB's policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective* », discours à l'occasion du séminaire en ligne organisé par la Florence School of Banking & Finance, 10 juin 2020.

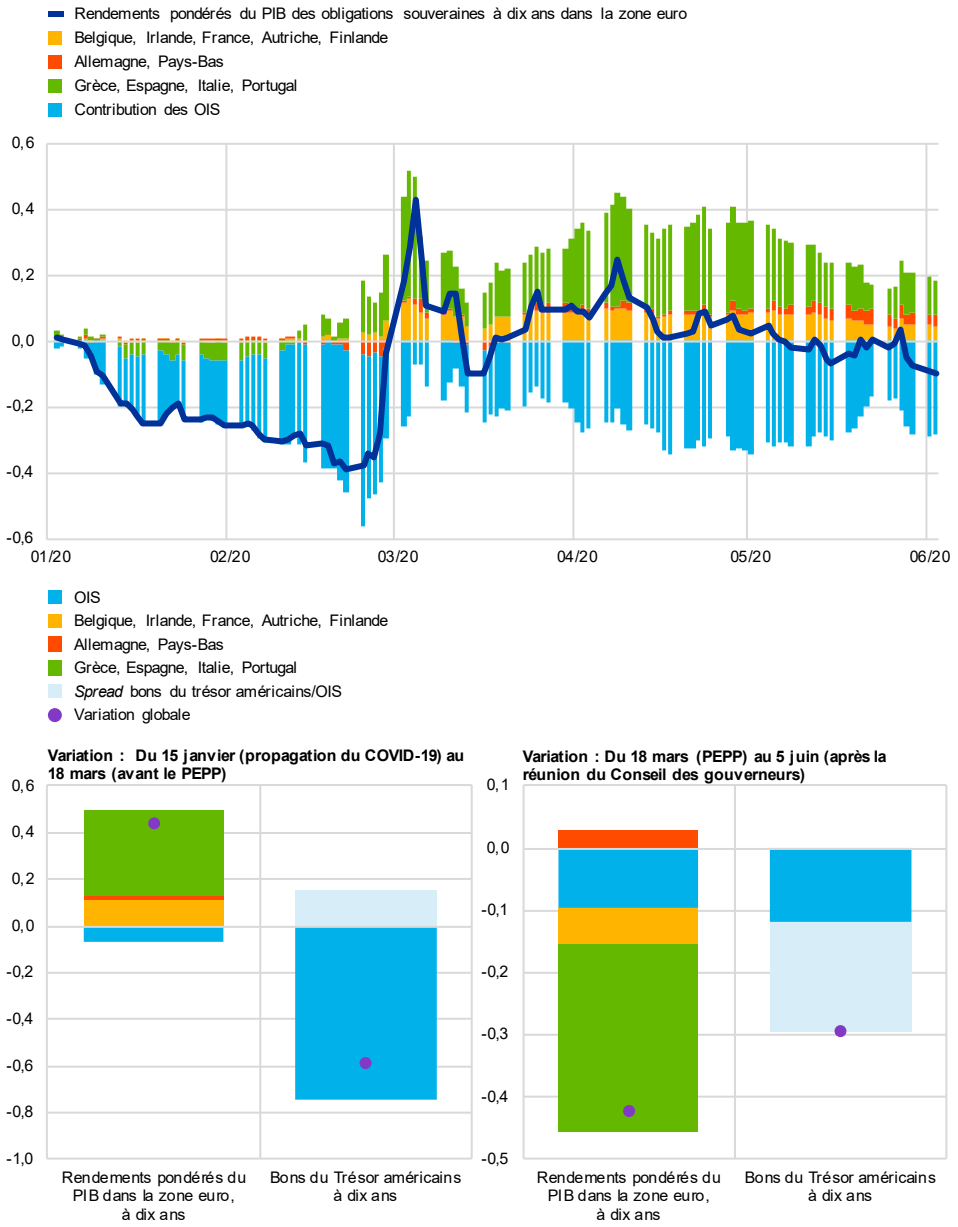
les différents marchés des obligations souveraines. Dans la mesure où les rendements souverains servent souvent de référence pour la valorisation des actifs et la fixation des taux débiteurs, la volatilité non fondamentale des *spreads* souverains compromet la transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

L'annonce du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) en mars, avec sa flexibilité intrinsèque, a agi comme une force stabilisatrice puissante pour les marchés. Les mesures visant à alléger les contraintes de bilan du secteur privé sont particulièrement efficaces lors des périodes de tensions accrues sur les marchés. Dans cette optique, l'annonce du PEPP a stoppé le durcissement des conditions financières. La transmission, primordiale, des variations des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à la courbe des rendements souverains pondérés du PIB de la zone euro, qui correspondait à un lien très étroit jusqu'en mars 2020 puis avait été de plus en plus entravée par la crise du COVID-19, a été rétablie (cf. graphique A). De fait, après l'annonce du PEPP, la diminution de la fragmentation et la baisse associée des rendements souverains pondérés du PIB ont été importantes.

Graphique A

Déterminants des rendements souverains dans la zone euro et aux États-Unis

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Note : « Bons du Trésor américains à 10 ans » correspond au « rendement des bons du Trésor américains à 10 ans ».

Dans le même temps, la fourniture d'une liquidité de banque centrale abondante pour contribuer à soutenir les flux de crédit vers l'économie réelle a également été au cœur de la réponse de politique monétaire apportée par la BCE à la crise du COVID-19. Cela est particulièrement pertinent pour la zone euro où les banques jouent un rôle essentiel dans l'intermédiation financière. La fourniture de liquidité de banque centrale est intervenue sous la forme de programmes ciblés et non ciblés. En ce qui concerne les programmes ciblés, le recalibrage des TLTRO III en avril 2020 incluait notamment un taux d'intérêt nettement plus favorable pour les

opérations TLTRO III au cours de la période allant de juin 2020 à juin 2021. Cette mesure faisait suite à la décision prise en mars 2020 d'augmenter le montant maximum que les contreparties sont autorisées à emprunter dans le cadre des opérations TLTRO III [28]. En cohérence avec cette mesure, les banques ont indiqué dans l'enquête d'avril 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro que les TLTRO III ont un effet d'assouplissement net sur les modalités et conditions générales offertes aux emprunteurs, et une incidence nette positive sur leurs volumes de prêts, en particulier ceux attendus au cours des six prochains mois.
Les modifications des modalités des TLTRO III ont été suivies d'une expansion importante du recours des banques au financement de banque centrale. Lors de l'opération TLTRO III de juin 2020, les banques ont soumissionné pour un montant total de 1 308 milliards d'euros de fonds provenant des TLTRO, soit le montant le plus important alloué jusqu'à cette date dans une opération de prêt unique. S'agissant des programmes non ciblés, la BCE a annoncé, en mars 2020, des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (*additional longer-term refinancing operations*, LTRO) afin d'apporter un soutien immédiat au système financier de la zone euro en termes de liquidité et, en avril 2020, une série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (*non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO). Les opérations PELTRO servent de filet de sécurité en contribuant à garantir une liquidité suffisante et la fluidité du fonctionnement du marché monétaire en réponse à la crise [29].

Une fois assurés la stabilisation du marché et le maintien de la fourniture de crédit à l'économie réelle, et les répercussions de la crise liée à la pandémie sur les perspectives macroéconomiques de référence étant devenues plus claires, le recalibrage du PEPP en juin 2020 a permis un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire. Conformément au double rôle du PEPP consistant à relancer les premières étapes de la transmission de la politique monétaire et à assouplir l'orientation générale de la politique monétaire, et en réponse à la révision à la baisse, en raison de la pandémie, de l'inflation sur l'horizon de projection, le recalibrage du PEPP en juin 2020 a permis un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire pour qu'elle corresponde aux perspectives d'inflation à moyen terme. Grâce à l'extraction, par le biais de ses achats, du risque de duration détenu par les investisseurs, la BCE renforce l'impact de sa politique de taux d'intérêt négatifs et sa *forward guidance* sur les taux en déplaçant

[28] En particulier, le taux d'intérêt sur les opérations TLTRO III, pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021 est inférieur de 50 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur sur la même période. Pour les contreparties dont les prêts nets éligibles atteignent le seuil de performance en matière d'octroi de prêts, le taux d'intérêt sur la période allant de juin 2020 à juin 2021 peut être jusqu'à 50 points de base inférieur au taux moyen de la facilité de dépôt prévalant pendant la même période. Le montant d'emprunt autorisé est égal à 50 % du stock de prêts éligibles.

[29] Les opérations PELTRO consistent en sept opérations de refinancement débutant le 20 mai 2020 et arrivant à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021. Elles sont effectuées via des procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO.

vers le bas la partie à moyen terme et la partie à long terme de la courbe des rendements [30].

Au total, selon les estimations, les décisions relatives au PEPP prises entre mars et juin 2020, ainsi que le renforcement du programme d'achats d'actifs (APP) décidé en mars 2020 ont fait baisser de près de 45 points de base le rendement souverain à dix ans pondéré du PIB [31]. Toutefois, ces estimations sont probablement prudentes dans la mesure où elles sont fondées sur des estimations des élasticités des rendements souverains aux achats calculées à partir du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Les informations provenant des études d'événements, qui examinent la réaction des marchés financiers aux annonces relatives au PEPP, laissent penser que l'élasticité est plus élevée s'agissant du PEPP que du PSPP, indiquant ainsi une possible sous-estimation de l'impact sur le rendement. L'élasticité plus élevée pourrait refléter la flexibilité intégrée lors de la conception du PEPP, qui en fait un outil efficace dans un environnement de tensions sur les marchés car il permet d'allouer temporairement les achats aux compartiments du marché qui en ont le plus besoin [32]. Par conséquent, sans le PEPP, les rendements souverains auraient pu atteindre des niveaux encore plus élevés.

L'impact macroéconomique

En contrebalançant le durcissement des conditions financières auquel l'économie de la zone euro a été confrontée face à la crise du COVID-19, les mesures de politique monétaire de la BCE ont apporté un soutien essentiel à l'économie réelle et, au bout du compte, à la stabilité des prix. Ce soutien agit dans deux grandes dimensions : a) soutenir la croissance à moyen terme et les perspectives d'inflation, et b) supprimer les risques extrêmes entourant le scénario de référence.

S'agissant du soutien apporté à la croissance à moyen terme et aux perspectives d'inflation, les services de la BCE estiment qu'au total, le PEPP,

---

30 Pour une analyse plus approfondie du risque de duration, Lane (P.R.), « *The yield curve and monetary policy* », discours à l'occasion de la Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics, University College London, 25 novembre 2019.

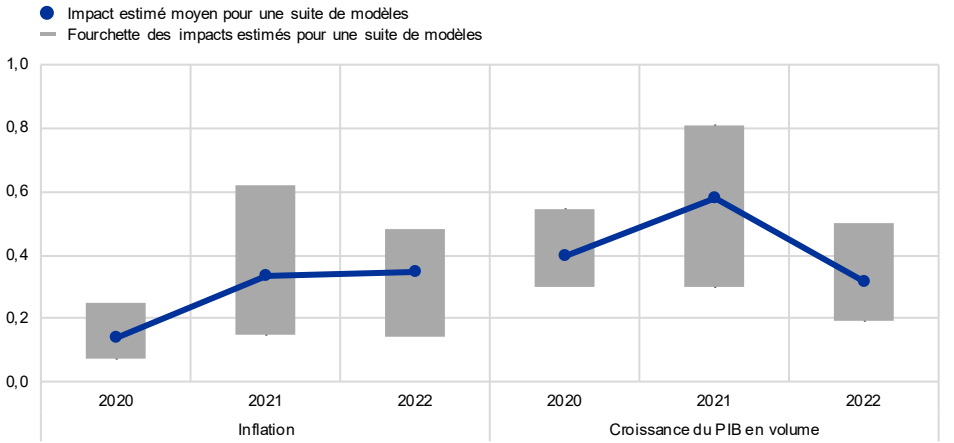
31 L'évaluation prend en considération l'enveloppe globale de 750 milliards d'euros pour le PEPP annoncée en mars, l'augmentation de 600 milliards d'euros de l'enveloppe annoncée en juin et l'enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin 2020 dans le cadre de l'APP annoncée en mars.

32 Le fait que les achats d'actifs aient un impact plus important en période de difficultés sur les marchés est cohérent avec les points de vue théoriques proposés dans Vayanos (D.) et Vila (J.), « *A preferred-habitat model of the term structure of interest rates* », *NBER Working Paper,* n° 15487, 2009. Dans le même temps, une accentuation des difficultés sur les marchés peut entraîner une segmentation du marché et entraver le rééquilibrage des portefeuilles, comme cela s'est révélé être le cas avec le LSAP1 aux États-Unis (cf. : Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.), « *The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates* », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, p. 215-265 ; Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.), « *The Ins and Outs of LSAPs* », *mimeo*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013 ; et D'Amico (S.) et King (T.B.), « *Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the importance of local supply* », *Journal of Financial Economics*, vol. 108, numéro° 2, 2013, p. 425-448). Dans Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* », *ECB Working Paper,* n° 1864, 2015, les auteurs évaluent l'APP de la BCE, qui s'est déroulé durant une période où les difficultés sur les marchés financiers étaient moins importantes, et concluent que les canaux de l'offre au niveau local jouent un rôle plus limité si on les compare à ceux de la duration et du risque de crédit.

le renforcement de l'APP et le recalibrage récent des TLTRO III ajouteront 1,3 point de pourcentage environ, en données cumulées, à la croissance du PIB en volume de la zone euro sur l'horizon de projection et contribueront à hauteur de 0,8 point de pourcentage, en données cumulées, au taux d'inflation annuel sur le même horizon (cf. graphique B). Dans le même temps, alors que la politique monétaire agit généralement avec un délai de transmission, l'impact positif sur la confiance des consommateurs et des entreprises qui est généré en agissant rapidement et de manière décisive durant une crise ne doit pas être négligé et peut accélérer et soutenir la transmission de la politique monétaire à la croissance et à l'inflation.

Graphique B

Impact estimé des décisions prises par la BCE depuis mars 2020 (PEPP, renforcement de l'APP et recalibrages des TLTRO) sur la tendance centrale de l'inflation et de l'activité économique



Source : Calculs de la BCE.
Note : L'impact estimé dans une suite de modèles se rapporte à la moyenne d'un ensemble de modèles utilisés par l'Eurosystème pour les simulations de politique monétaire, un modèle BVAR (cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint-Guilhem (A.) et Yiangou (J.), « *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20* », *Working Paper Series*, n° 2346, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2019), le modèle NAWM-II et le modèle ECB-BASE.

Ces estimations ne prennent pas totalement en compte les bénéfices retirés du fait d'éviter les interactions entre l'économie réelle et les marchés financiers qui peuvent apparaître lors d'une crise économique telle que celle causée par le COVID-19, dans laquelle la principale contribution de la politique monétaire consiste à supprimer les risques extrêmes entourant les perspectives macroéconomiques de référence. Les données économétriques mettent en évidence l'existence de non-linéarités importantes dans la réaction macroéconomique aux chocs affectant les conditions financières. En d'autres termes, l'impact d'une modification donnée des conditions financières dépend de l'état de l'économie. Cela signifie que lors de tensions aiguës sur les marchés financiers, la présence de frictions financières et de contraintes de bilan implique de graves non-linéarités susceptibles de se transformer en effets de contraction beaucoup plus importants provoqués par un durcissement des conditions financières. Compte tenu de la gravité du choc associé à la crise du COVID-19, un durcissement des conditions financières dans l'environnement actuel devrait avoir un impact plusieurs fois supérieur à celui dont rendent compte les élasticités moyennes utilisées dans le graphique B pour

quantifier l'impact de la politique monétaire. Par conséquent, les mesures de politique monétaire visant à contrebalancer une telle détérioration des conditions financières apporteraient une contribution plus importante à la stabilité des prix que ce qui ressort des élasticités standard calculées à partir des conditions plus normales qui sous-tendent la quantification ci-dessus.

Dans l'ensemble, les mesures prises par la BCE ont constitué une réponse efficace et efficiente à la crise du COVID-19, et elles sont proportionnées dans les conditions actuelles pour l'accomplissement du mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE. L'efficacité des mesures de la BCE apparaît clairement au travers de l'amélioration des conditions financières pour l'ensemble de l'économie, et le déploiement d'une combinaison d'achats d'actifs et de TLTRO reflète le fait qu'ils sont des outils efficaces dans les circonstances actuelles. De plus, les mesures sont proportionnées au risque grave entourant le mandat de la BCE, dans la mesure où l'impact net de la crise du COVID-19 sur les perspectives d'inflation à moyen terme devrait être fortement désinflationniste. Tandis que la BCE suit en permanence les effets secondaires de ses mesures, les arguments en faveur de l'assouplissement monétaire par le biais du PEPP se sont véritablement imposés, dans la mesure où l'objectif de stabilité des prix de la BCE aurait été soumis à d'autres risques à la baisse en l'absence de ces mesures.

4 Les marchés boursiers de la zone euro et les anticipations fluctuantes d'un redressement de l'économie

Miguel Ampudia, Daniel Kapp, Kristian Kristiansen et Cornelius Nicolay

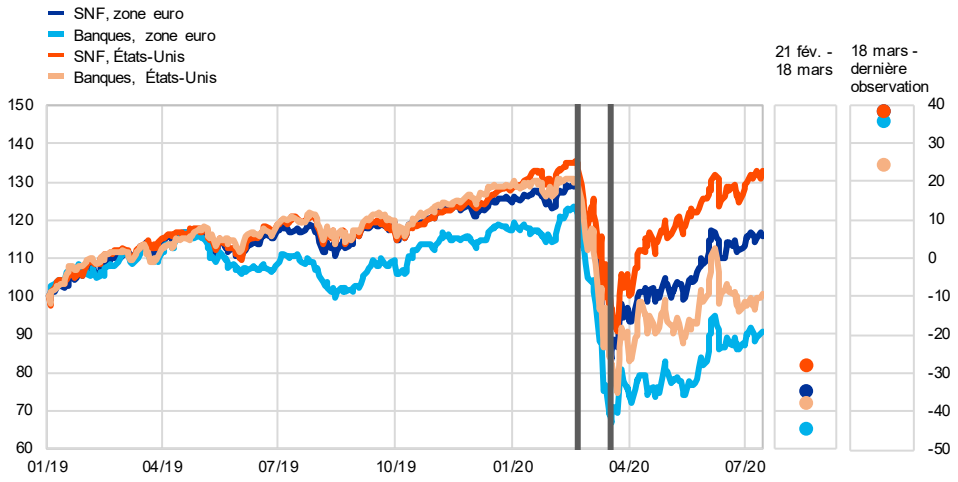
Évolutions récentes des prix des actions et anticipations de croissance des bénéfices

En raison des répercussions économiques attendues liées à la propagation du coronavirus (COVID-19) au plan mondial et de la forte incertitude qui y est associée, les prix des actions de la zone euro ont baissé de plus de 30 % entre février et mi-mars 2020 (cf. graphique A). Dans le même temps, les conditions de la liquidité se sont nettement dégradées, comme le reflète le creusement prononcé des écarts acheteurs-vendeurs, une évolution qui n'a pas uniquement concerné les marchés boursiers.

Graphique A

Prix des actions dans la zone euro et aux États-Unis

(1er janvier 2019 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.
Notes : L'indice de la zone euro fait référence à l'indice large Dow Jones EuroStoxx et l'indice américain au S&P 500. Les lignes verticales indiquent (de gauche à droite) le vendredi précédent le début des turbulences liées au coronavirus sur les marchés financiers (21 février 2020) et l'annonce du PEPP (18 mars 2020). La dernière observation se rapporte au 14 juillet 2020.

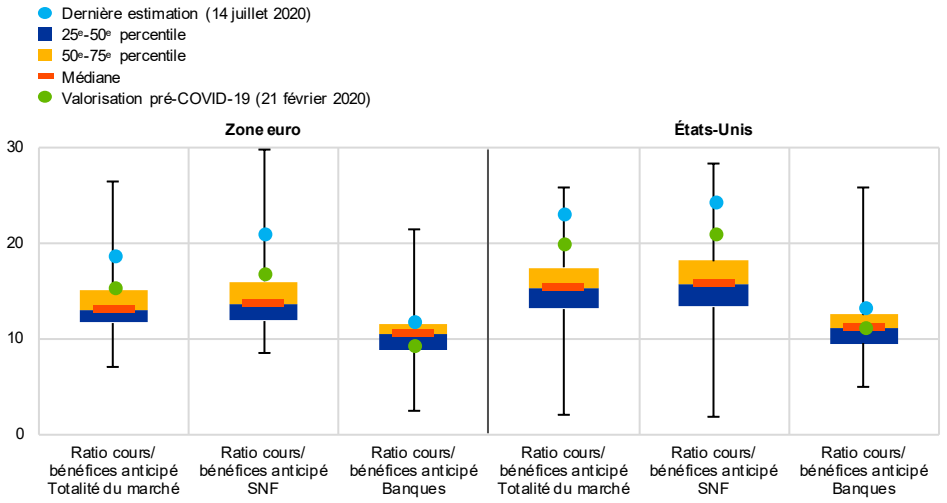
Avec l'annonce du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), les prix des actions de la zone euro ont commencé à se redresser (cf. graphique A) et le marché s'est rapproché d'un niveau de fonctionnement normal, les écarts acheteurs-vendeurs s'étant fortement resserrés. Les prix des actions, en particulier celles des sociétés non financières (SNF) américaines, se sont également nettement améliorés, soutenus par les mesures prises par les banques centrales et les gouvernements de nombreux pays. Le redressement des prix des actions apparaît encore plus important lorsqu'on le compare à la distribution historique des mesures d'estimation prospectives (cf. graphique B). En raison des ajustements des

anticipations de bénéfices à court terme et d'une quasi-normalisation des primes de risque sur actions, les ratios cours/bénéfices anticipés pour les SNF dépassent désormais les niveaux d'avant COVID-19. Si c'est également le cas pour les banques de la zone euro, leur valorisation reste toutefois plus modérée. Cependant, à la lumière des ajustements rapides des anticipations de bénéfices récemment observés, il convient de considérer avec prudence la valeur informative des mesures cours/bénéfices.

Graphique B

Indicateurs de la valorisation des actions fondés sur la comptabilité

(distributions depuis 1987)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.
Notes : Le ratio cours/bénéfices anticipé pour la zone euro fait l'objet d'un enregistrement mensuel depuis 1987. La dernière observation se rapporte au 14 juillet 2020.

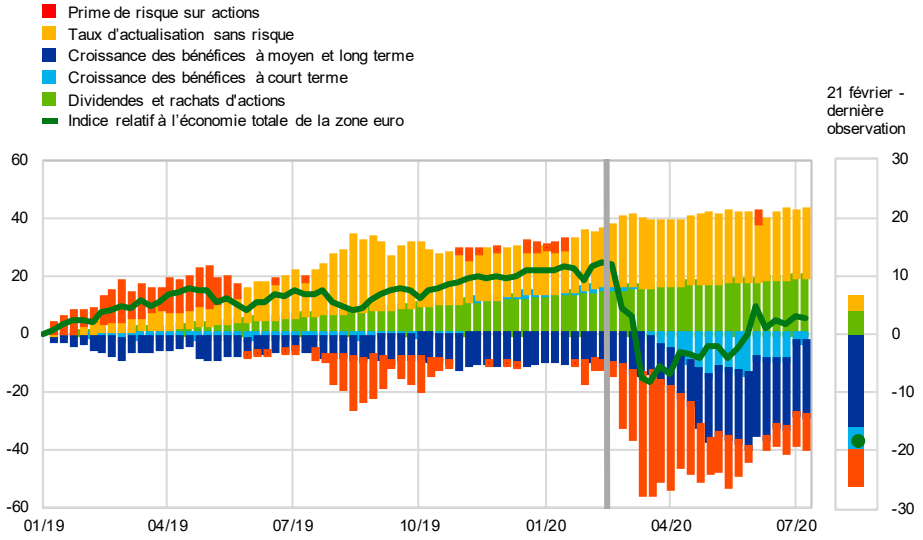
La principale raison du rebond des prix des actions tient à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque qui, sur la base d'une décomposition fondée sur un modèle d'actualisation des dividendes, semble avoir plus que compensé les baisses des anticipations de bénéfices (cf. graphique C). Entre début février et mi-mars 2020, la prime de risque sur actions de la zone euro est passée de 8 % à 12 %, avant de revenir à un niveau inférieur à 9 % après l'annonce du PEPP. Malgré une certaine incertitude entourant l'estimation de la prime de risque sur actions, d'après un modèle d'actualisation des dividendes, les fluctuations de la prime de risque sur actions expliquent l'essentiel du recul initial des prix des actions et la majeure partie du redressement qui a suivi. Par ailleurs, les anticipations des analystes concernant les bénéfices ont été ajustées à la baisse. À la suite des mesures de confinement mises en place dans les pays de la zone euro, les anticipations de croissance des bénéfices à court terme sont devenues négatives pour la première fois depuis 2009, mais elles semblent avoir récemment atteint leur point bas, dans la mesure où la reprise économique devrait progressivement s'installer. En revanche, les anticipations de bénéfices à long terme formées par les analystes sont demeurées étonnamment résistantes jusqu'à mi-avril 2020, en phase avec les perspectives d'un redressement rapide et soutenu des bénéfices (cf. graphique D). Plus récemment, elles ont été ajustées à la baisse de plus de 3 points de pourcentage, s'inscrivant à un niveau inférieur à 8 % par an.

Malgré cette diminution, les anticipations de bénéfices à long terme restent supérieures au point bas enregistré pendant la crise financière mondiale.

Graphique C

Décomposition des prix des actions de la zone euro suivant le modèle d'actualisation des dividendes et anticipations de croissance des bénéfices de l'EuroStoxx

(échelle de gauche : pourcentages, variations cumulées avec changement de base à zéro en janvier 2019 ; échelle de droite : pourcentages, variations cumulées depuis le 21 février 2020)

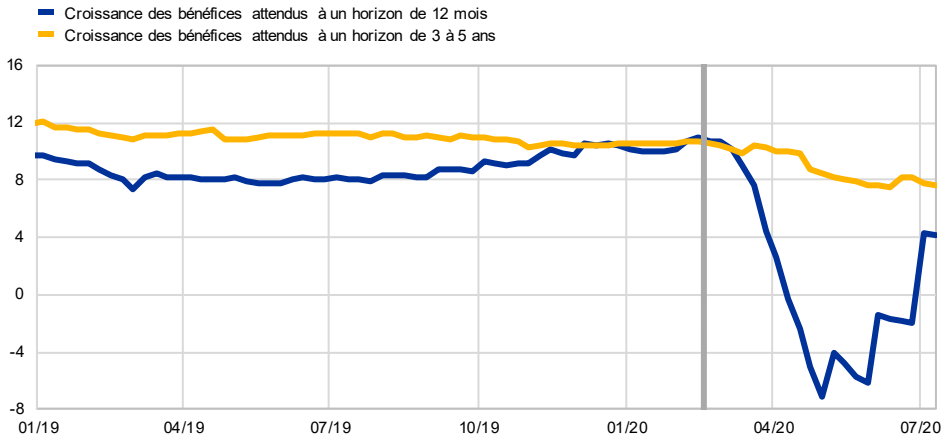


Sources : Refinitiv, IBES, Consensus économique et calculs de la BCE.
Notes : La décomposition est fondée sur un modèle d'actualisation des dividendes. Le modèle inclut les rachats d'actions, actualise les flux de trésorerie futurs avec des taux d'intérêt assortis d'une échéance appropriée, et inclut cinq horizons de croissance attendue des dividendes. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « Mesurer et interpréter le coût des fonds propres dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018. La ligne verticale indique le vendredi précédent le début des turbulences liées au coronavirus sur les marchés financiers (21 février 2020). La dernière observation se rapporte au 10 juillet 2020.

Graphique D

Anticipations de croissance des bénéfices de l'EuroStoxx

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes : La croissance totale des bénéfices attendue par les marchés se rapporte à un horizon de 12 mois et de trois à cinq ans. La ligne verticale indique le vendredi précédent le début des turbulences liées au coronavirus sur les marchés financiers (21 février 2020). La dernière observation se rapporte au 10 juillet 2020.

Prix des actions et révisions à court et à long terme des perspectives macroéconomiques

À la lumière de l'ajustement à la baisse progressif des perspectives de bénéfices à long terme actuellement observé, le redressement des perspectives de bénéfices à court terme a constitué un contrepoids important. Les prix des actions reflètent la valeur actualisée de l'ensemble des flux de dividendes futurs, pour laquelle le poids des dividendes à court terme dépend du facteur d'actualisation des investisseurs (qui inclut la prime de risque sur actions requise). Par conséquent, la résistance (initiale) des perspectives de bénéfices à long terme (à plus d'un an) et le redressement récent des perspectives de bénéfices à court terme (c'est-à-dire pour l'année prochaine) pourraient expliquer une partie de la solidité relative et du redressement récent des prix des actions. Les résultats d'une analyse de régression qui recourt aux séries de prévision historiques du Consensus économique pour évaluer l'impact des modifications passées des anticipations de croissance du PIB sur les prix des actions à différents horizons suggèrent que les investisseurs ont tendance à accorder le même poids aux prévisions à court terme et aux anticipations à long terme lorsqu'ils évaluent les implications, pour les marchés, des évolutions macroéconomiques. Globalement, le risque demeure de nouvelles baisses significatives des prix des actions, en particulier si les anticipations de croissance du PIB à long terme sont encore ajustées à la baisse ou si les récentes révisions à la hausse des perspectives à court terme s'inscrivent de nouveau en recul (en raison d'une potentielle seconde vague de coronavirus et des réponses de politique économique qui s'ensuivraient, par exemple).

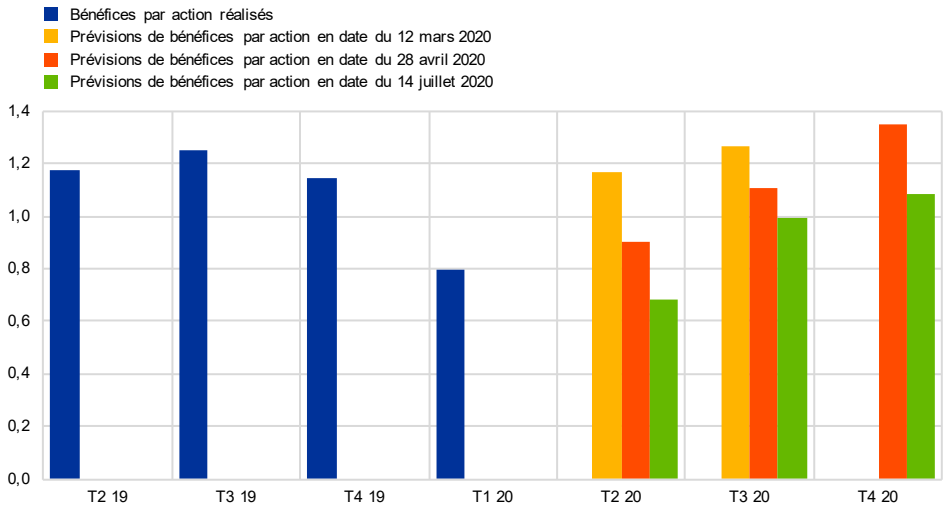
Des signaux relatifs au profil de la reprise sont extraits des anticipations de bénéfices par action, des dividendes et des options

Outre les anticipations de croissance des bénéfices à long terme formées par les analystes, les prévisions de bénéfices par action continuent également d'être révisées à la baisse à des horizons plus lointains (cf. graphique E). Mi-mars 2020, le profil des prévisions de bénéfices trimestriels tirées d'enquêtes indiquait toujours largement une reprise en V, malgré la faiblesse des bénéfices réalisés au premier trimestre 2020. Les analystes prévoyaient un redressement rapide à partir du deuxième trimestre dans la mesure où les économies devaient progressivement sortir du confinement. Depuis, en dépit de l'annonce du PEPP, le niveau général des anticipations de bénéfices à moyen terme a continué d'être révisé à la baisse, même si les prix des actions de la zone euro se sont redressés au cours de la même période.

Graphique E

Prévisions de bénéfices par action de l'Euro Stoxx

(EUR par action)



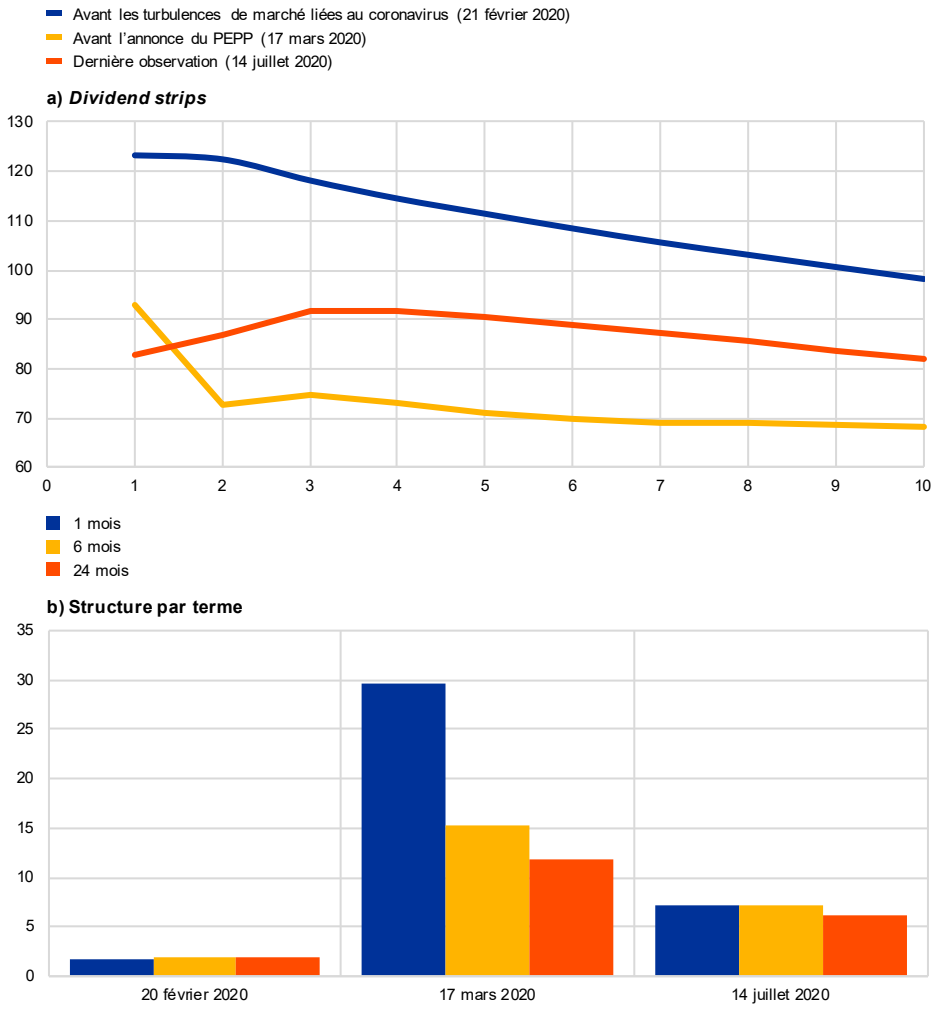
Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes : Bénéfices par action des entreprises agrégés pondérés de la capitalisation de marché et prévisions de bénéfices par action (données hebdomadaires). Le 12 mars 2020 correspond à la date de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2020. La dernière observation se rapporte au 14 juillet 2020.

L'évaluation de la situation future paraît encore moins optimiste lorsqu'elle repose sur la valorisation des contrats à terme plutôt que sur les enquêtes (cf. partie a du graphique F). La structure par terme des créances sur les paiements de dividendes futurs (*dividend strips*) montre que les marchés prévoient qu'à court terme, les dividendes s'établiront à des niveaux bien inférieurs à ceux d'avant le COVID-19. Bien que les prix des contrats à terme sur les dividendes assortis d'échéances supérieures à deux ans soient légèrement plus élevés qu'avant l'annonce du PEPP, ils demeurent bien inférieurs à ceux observés avant la propagation mondiale du COVID-19.

Graphique F

Dividend strips de l'EuroStoxx 50 et structure par terme de la prime de risque de la zone euro calculée à partir des prix des options

(partie a : EUR ; partie b : pourcentage)



Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes : La partie b) présente la structure par terme de la prime de risque sur actions estimée d'après Martin (I), « *What is the Expected Return on the Market?* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n° 1, 2017, p. 367-433. La dernière observation se rapporte au 14 juillet 2020.

De plus, les risques de nouvelles corrections des prix à court terme continuent d'être considérés comme probables, comme l'indique la structure par terme de la prime de risque sur actions (cf. partie b du graphique F). Estimer la prime de risque sur actions à partir des prix des options assorties d'échéances comprises entre 1 et 24 mois montre que la structure par terme de la prime de risque sur actions s'inscrira probablement sur une tendance haussière en temps normal, comme ce fut (légèrement) le cas en février 2020, par exemple, et sur une tendance baissière en période de tensions financières, en raison du risque de pertes potentielles importantes à court terme. En phase avec cette hypothèse et immédiatement avant l'annonce du PEPP, la prime de risque sur actions à l'horizon d'un mois a fortement augmenté, ressortant à 30 % environ. Malgré une nette baisse depuis lors, la prime de risque sur

actions reste bien supérieure aux niveaux observés en février pour tous les horizons et la pente de la structure par terme demeure inversée.

D'autres mesures de l'incertitude extraites des options continuent d'atteindre des sommets et les risques extrêmes de gauche (*left tail risks*) restent très élevés (cf. graphique G). La distribution neutre au risque des rendements attendus par les investisseurs peut être extraite des prix des options [33]. Les contrats d'options assortis d'échéances différentes étant échangés à tout moment, il est possible de calculer une structure par terme de la distribution neutre au risque des rendements attendus par les investisseurs. Entre février et fin mars 2020, on a observé une forte réduction du risque extrême de gauche (« mauvais risque ») par rapport au risque extrême de droite (*right tail risks*) (« bon risque »), comme l'implique la réduction du coefficient d'asymétrie pour la densité neutre au risque de l'EuroStoxx 50 tiré des prix des options (cf. la partie gauche du graphique G) [34]. Début février déjà, avant le déclenchement de la pandémie de COVID-19 en Europe, les marchés d'options avaient fait état d'un déséquilibre important du risque extrême de gauche deux ou trois mois plus tard, qui s'est par la suite réduit. Après la correction sur les marchés boursiers, les risques extrêmes sous-jacents de gauche et de droite sont devenus plus équilibrés pour les mois à venir. Cette évolution résulte du fait que les investisseurs ont commencé à accorder plus de poids à la possibilité d'un nouveau redressement des prix (accroissant la probabilité d'un « bon risque » par rapport à un « mauvais risque ») et s'est inscrite en phase avec un recul de la prime de risque sur actions depuis le point haut enregistré pendant la pandémie. Toutefois, en raison de la récente cascade d'informations économiques négatives et de la crainte d'une nouvelle vague de coronavirus, la distribution neutre au risque demeure très asymétrique sur la gauche par rapport aux épisodes historiques (cf. la partie droite du graphique G). De plus, l'incertitude signalée par la divergence des distributions reste élevée.

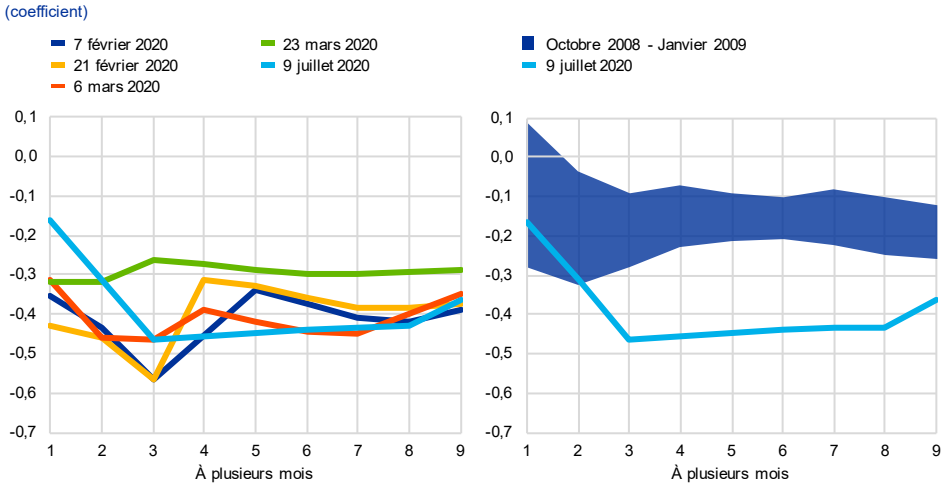
---

[33] Il est important de garder à l'esprit que les mesures neutres au risque intègrent l'attitude des investisseurs à l'égard du risque. Les évolutions de la distribution neutre au risque peuvent résulter de variations de la quantité attendue de risque ou de fluctuations de l'aversion au risque des investisseurs (prix du risque). Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Coronavirus (COVID-19) : la crainte des marchés ressortant des prix des options », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

[34] Le coefficient d'asymétrie de Pearson pour la densité neutre au risque de l'EuroStoxx 50 tiré des prix des options compare l'étendue du risque extrême de gauche (« mauvais risque ») et le risque extrême de droite (« bon risque »). Cet indice est inférieur à zéro si les risques extrêmes de gauche l'emportent sur les risques extrêmes de droite.

Graphique G

Coefficient d'asymétrie de Pearson pour la densité neutre au risque de l'EuroStoxx 50



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.
Notes : Les dates dans la partie gauche ont été choisies pour donner une vue d'ensemble de la période de pandémie. La zone bleue dans la partie droite indique l'intervalle du coefficient d'asymétrie de Pearson pour la période allant d'octobre 2008 à janvier 2009. La dernière observation se rapporte au 9 juillet 2020.

5 Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo et António Dias da Silva

Le présent encadré analyse les évolutions du marché du travail dans la zone euro depuis le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Les mesures d'endiguement mises en œuvre à partir de mi-mars ont entraîné une forte baisse du PIB en volume de la zone euro au premier trimestre 2020 [35]. Les données tirées d'enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs indiquent que cette baisse s'est accentuée en avril et en mai. Toutefois, l'emploi et le chômage ne semblent pas avoir été affectés de façon significative. À cet égard, la réaction du marché du travail de la zone euro à la pandémie de COVID-19 contraste fortement avec celle observée aux États-Unis, où le chômage a augmenté rapidement. Le présent encadré examine l'écart entre les indicateurs tirés des enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs et les principaux indicateurs-clés relatifs au marché du travail dans la zone euro. En outre, nous examinons les effets possibles des mesures de confinement sur les statistiques du chômage compte tenu de la définition du chômage reconnue au niveau international, et nous analysons plus précisément l'ajustement des heures travaillées et l'utilisation généralisée des dispositifs d'activité partielle (chômage partiel ou technique), qui sont les principales politiques ayant soutenu le marché du travail de la zone euro depuis le début de la pandémie de COVID-19.

Les enquêtes mensuelles sur les perceptions et les anticipations relatives à l'emploi font état d'une forte détérioration du marché du travail de la zone euro. L'indice des directeurs d'achat concernant les perceptions relatives à l'emploi est revenu de 51,4 en février 2020 à un point bas historique de 33,4 en avril, puis a rebondi à 43,1 en juin suite à l'assouplissement des mesures d'endiguement durant cette période (cf. graphique A). Ce recul a été particulièrement prononcé dans le secteur des services, l'hébergement et la restauration ainsi que le secteur de l'entreposage et des transports étant les plus affectés. S'agissant de l'industrie manufacturière, la baisse a également été généralisée à l'ensemble des secteurs, et particulièrement importante pour les secteurs de l'industrie automobile, de la fabrication de produits métalliques, et des machines et des équipements. Globalement, les baisses importantes observées dans ces enquêtes indiquent une forte contraction de l'emploi au deuxième trimestre 2020 [36].

---

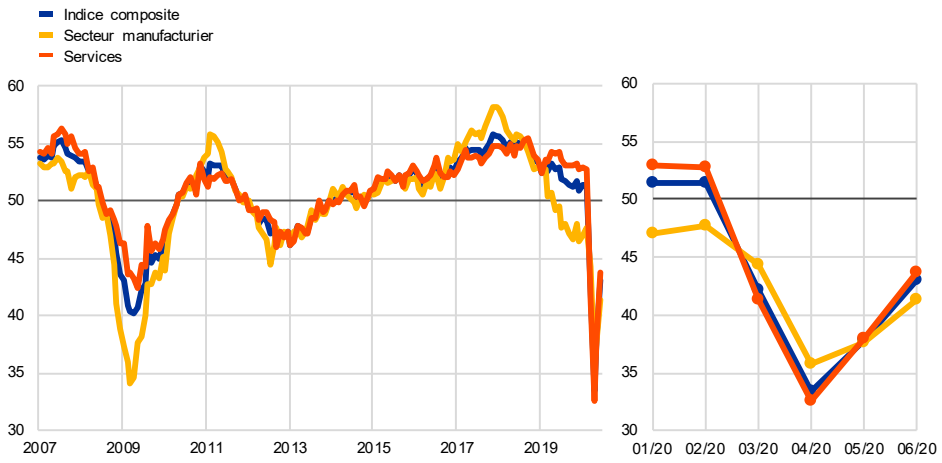
35 Cf. l'encadré intitulé « Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

36 Une indication similaire est donnée par des indicateurs à haute fréquence des évolutions sur le marché du travail de la zone euro, comme l'indicateur de publications d'offres d'emploi *Indeed* et l'indicateur de taux de recrutement *LinkedIn*. Ces indicateurs à haute fréquence font apparaître un recul important de la demande de main-d'œuvre et du nombre de recrutements dans la zone euro depuis le début des mesures d'endiguement et des confinements. Pour plus de précisions, se reporter à l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*. Outre ces indicateurs à haute fréquence, l'indicateur tiré de données d'enquêtes sur la main-d'œuvre en tant que facteur limitant la production dans l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs montre une forte contraction de la demande de main-d'œuvre pour l'ensemble des principaux secteurs, celui des services enregistrant la baisse la plus forte.

Graphique A

Indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi

(indice de diffusion)

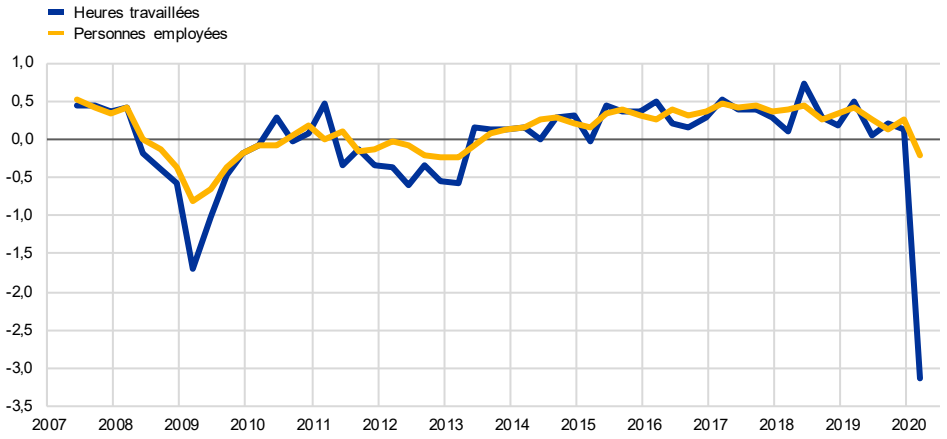


Source : Markit.
Notes : Un niveau inférieur à 50 indique une contraction de l'emploi. La dernière observation se rapporte à juin 2020.

Le nombre d'heures travaillées au premier trimestre 2020 a connu une baisse historique, ce qui a contribué à replacer dans son contexte la réaction modérée de l'emploi. Bien que les mesures d'endiguement dans la majorité des pays de la zone euro n'aient débuté que mi-mars, le nombre total d'heures travaillées, tel qu'enregistré dans les comptes nationaux, a baissé de 3,1 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2020, en phase avec la baisse observée de 3,6 % du PIB en volume au même trimestre. La baisse du nombre d'heures travaillées a représenté presque le double de celle enregistrée au premier trimestre 2009. La baisse du nombre d'heures travaillées au premier trimestre 2020 s'explique principalement par un ajustement de la marge intensive du facteur travail, c'est-à-dire le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée. Au premier trimestre 2020, la moyenne des heures travaillées a diminué de 2,9 % en rythme trimestriel, tandis que, compte tenu des évolutions de l'environnement économique, le recul de l'emploi est demeuré relativement modéré à 0,2 % (cf. graphique B). Les contributions relatives de la moyenne des heures travaillées (90 % environ) et de l'emploi (10 % environ) à la baisse du nombre total d'heures travaillées contrastent avec celles observées au premier trimestre 2009, où chacune représentait environ la moitié de la diminution du nombre total d'heures travaillées.

Graphique B
Croissance de l'emploi

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2020.

La hausse modérée du taux de chômage jusqu'à fin mai contraste fortement avec les indicateurs de l'activité économique. La hausse du taux de chômage jusqu'à fin mai est inférieure à ce qu'on pouvait attendre au vu de sa relation de longue période avec le PIB (cf. graphique C). Aux États-Unis, de janvier 2020 à mai 2020, l'emploi salarié non agricole a diminué de 19,5 millions de personnes et le taux de chômage a augmenté de 9,8 points de pourcentage [37]. Par comparaison avec la dynamique du marché du travail observée aux États-Unis, les réponses modérées de l'emploi et du chômage durant la crise du COVID-19 dans la zone euro ont été une caractéristique notable du marché du travail de la zone [38]. Le reclassement de certains chômeurs dans la catégorie des inactifs pourrait influer sur les statistiques du chômage. Selon la définition du chômage de l'Organisation internationale du travail, les personnes qui perdent leur emploi ou étaient auparavant au chômage doivent être classées hors population active si elles ne cherchent pas activement un emploi ou ne sont pas disponibles pour occuper un emploi à brève échéance. Cette caractéristique se traduirait par une hausse relativement modérée du chômage en réponse aux mesures d'endiguement du COVID-19 [39]. Une autre différence essentielle réside dans le fait que, aux États-Unis, les travailleurs au chômage technique sont considérés comme chômeurs, alors que dans la zone euro, les personnes en situation de

[37] Le nombre de salariés non agricoles aux États-Unis s'élevait à 152,4 millions en février 2020 et à 132,9 millions en mai 2020. Il y a eu un léger rebond de l'emploi d'avril à mai, le nombre de salariés non agricoles ayant augmenté de 2,5 millions de travailleurs par rapport aux 130,4 millions enregistrés en avril 2020. Le taux de chômage aux États-Unis a suivi une trajectoire similaire à celle de l'emploi, passant de 3,5 % en février 2020 à 14,7 % en avril 2020 et s'inscrivant à 13,3 % en mai 2020.

[38] Pour une analyse du marché du travail américain, cf., par exemple, Petrosky-Nadeau (N.) et Valletta (R G.), « *Unemployment Paths in a Pandemic Economy* », *IZA DP*, n° 13294, 2020.

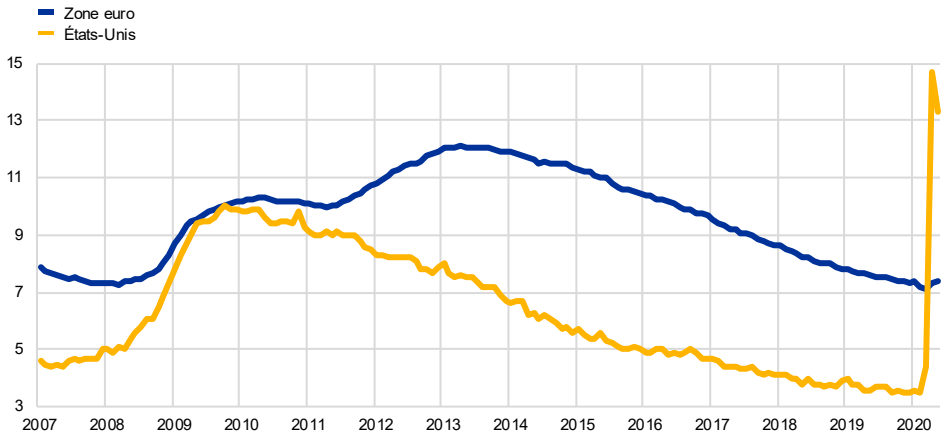
[39] Le reclassement de certains chômeurs dans la catégorie des inactifs pourrait exercer une pression à la baisse sur le taux de chômage. À cet égard, les données mensuelles du nombre d'inactifs pourraient permettre d'évaluer la manière dont la transition vers l'activité affecte le taux de chômage observé. Des problèmes de mesure peuvent également être en jeu aux États-Unis, comme l'a noté le Bureau des statistiques du travail, cf. la foire aux questions du Bureau des statistiques du travail des États-Unis, « *Frequently asked questions: The impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic on The Employment Situation for May 2020* », 5 juin 2020.

chômage partiel ou de chômage technique restent, dans la plupart des cas, des salariés de leur entreprise et ne sont donc pas considérées comme des chômeurs.

Graphique C

Taux de chômage dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentage de la population active)



Sources : Eurostat et bureau des statistiques du travail des États-Unis.
Note : La dernière observation se rapporte à mai 2020.

L'utilisation généralisée des dispositifs de chômage partiel dans la zone euro est l'un des principaux facteurs à l'origine de la réaction immédiate globalement modérée du marché du travail à la crise du COVID-19.

Les gouvernements nationaux des pays de la zone euro ont mis en œuvre de vastes politiques en direction du marché du travail destinées à soutenir les revenus des travailleurs et à protéger l'emploi au sein des entreprises pendant la pandémie de COVID-19. En particulier, des dispositifs de chômage partiel et de chômage technique ont été mis en place dans les pays de la zone euro, limitant avec succès les licenciements, soutenant les revenus et aidant les entreprises à réduire efficacement leurs coûts salariaux [40]. Compte tenu de la contraction soudaine des ventes des entreprises pendant la crise du COVID-19, ces dispositifs, qui ont joué un rôle important pour aider les entreprises à réduire leurs besoins de liquidité, leur ont également permis de reprendre leur activité plus rapidement après le confinement, en préservant la relation des travailleurs à leur emploi pendant le confinement.

Le nombre de travailleurs dans les dispositifs de chômage partiel est sans précédent dans les pays de la zone euro [41]. Les estimations provisoires du nombre de travailleurs concernés d'après les demandes d'adhésion des entreprises à ces dispositifs montrent qu'une proportion importante des salariés a été affectée.

Ils seraient jusqu'à 10,6 millions de salariés en Allemagne (26 % du nombre total de salariés du pays), 12 millions de salariés en France (47 % des salariés), 8,1 millions en Italie (42 % des salariés), 3,9 millions en Espagne (23 % des salariés)

[40] Pour plus de détails sur la façon dont les dispositifs de chômage partiel affectent le revenu des ménages, cf. « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

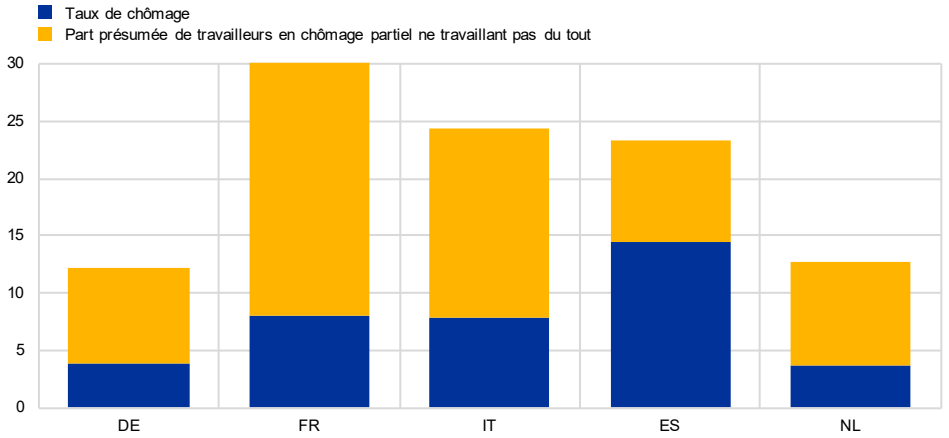
[41] En mai 2020, le Conseil de l'Union européenne a adopté un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE).

et 1,7 million aux Pays-Bas (21 % des salariés)[42]. En effet, si l'on tient compte du nombre de travailleurs en chômage partiel ou en chômage technique, le taux de chômage dans la zone euro aurait atteint des niveaux beaucoup plus élevés que ceux observés actuellement. Le graphique D en donne un exemple en ajoutant au taux de chômage la moitié des travailleurs en chômage partiel, en partant de l'hypothèse qu'ils n'ont pas travaillé du tout en mai.

Graphique D

Taux de chômage et travailleurs en chômage partiel en mai 2020 dans les cinq principaux pays de la zone euro

(en pourcentage de la population active)



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 Dow Jones Factiva (pour l'Espagne) et de l'UWV (pour les Pays-Bas).
Notes : Sur la base des données collectées jusqu'au 8 juillet 2020. À des fins d'illustration, le taux de chômage est augmenté du nombre de travailleurs concernés par des dispositifs de chômage partiel et ne travaillant pas du tout, supposés représenter la moitié des travailleurs en chômage partiel (d'après le nombre de demandes des entreprises). Pour des calculs comparables, cf. l'encadré intitulé « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

La réussite de l'utilisation généralisée des dispositifs de chômage partiel pour soutenir le marché du travail dans la zone euro dépendra de manière déterminante de la dynamique et de la durée de la crise. Les politiques du marché du travail, en particulier les dispositifs de chômage partiel et de chômage technique, soutiennent l'emploi et limitent l'augmentation du taux de chômage dans la zone euro. Ces mesures peuvent favoriser une reprise plus rapide du marché du travail, car elles permettent aux entreprises et aux travailleurs de reprendre leur activité sans le processus coûteux et long de recherche et d'appariement qui serait nécessaire en cas de rupture de la relation de travail. Cela est d'autant plus important que la crise est davantage susceptible d'affecter les travailleurs peu qualifiés, dont les taux de chômage sont généralement plus élevés. Néanmoins, il faut s'attendre à ce que les travailleurs en chômage partiel ou technique ne retrouvent pas tous leur emploi

[42] Ces chiffres représentent un plafond du nombre de travailleurs effectivement concernés par les dispositifs de chômage partiel, car ils sont basés sur le nombre de demandes initiales formulées par les entreprises. Ces demandes initiales visant à bénéficier des dispositifs de chômage partiel font ensuite l'objet de taux d'acceptation effectifs sur la période où les mesures de confinement étaient en vigueur, ce qui dépend en définitive des besoins effectifs des entreprises et de l'acceptation de leurs demandes par les autorités compétentes. En outre, le nombre élevé de demandes a été rapporté pour la période où des confinements étaient encore en place et on peut s'attendre à ce qu'elles soient sensiblement moins nombreuses à mesure de la levée des mesures d'endiguement.

précédent [43]. Par conséquent, une nouvelle hausse du chômage dans la zone euro est attendue à court terme.

[43] La pandémie de COVID-19 est un choc purement exogène et pourrait conduire à de moindres besoins de réaffectation qu'une crise économique telle que la grande crise financière. Pour différents points de vue sur les besoins de réaffectation de l'économie à la suite de la pandémie de COVID-19 aux États-Unis, cf. Barrero (J. M.), Bloom (N.) et Steven (J.), « *COVID-19 Is Also a Reallocation Shock* », NBER *Working Paper*, n° 27137, 2020 et Kudlyak (M.) et Wolcott (E.), « *Pandemic Layoffs* », mai 2020.

6 Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro

Nicola Benatti, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva et Malgorzata Osiewicz [44]

Cet encadré présente une vue d'ensemble de l'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur les marchés du travail de la zone euro reposant sur l'examen d'indicateurs à haute fréquence. La première partie de l'encadré analyse les informations extraites des publications quotidiennes d'offres d'emploi sur *Indeed* et des taux de recrutement (*hiring rate*) quotidiens extraits de *LinkedIn* pour les cinq principaux pays de la zone euro. Le nombre d'offres d'emploi publiées sur *Indeed* peut servir d'approximation pour les variations de la demande de main-d'œuvre. Le taux de recrutement extrait de *LinkedIn* fournit des informations au niveau agrégé et sectoriel sur le nombre d'embauches dans la zone euro. La deuxième partie de l'encadré montre comment le taux de recrutement extrait de *LinkedIn* peut être utilisé pour réaliser des estimations en temps réel du taux de retour à l'emploi et évaluer le taux de chômage, et ainsi, fournir des informations sur les évolutions du marché du travail plus récentes que celles tirées de sources statistiques plus traditionnelles. Cela dit, les informations contenues dans ces indicateurs à haute fréquence doivent être considérées avec prudence et utilisées en complément des statistiques officielles, étant donné que les échantillons disponibles sont essentiellement concentrés sur les « cols blancs » et sur certains secteurs.

Le taux de recrutement a fortement diminué depuis le début de la crise liée au COVID-19, atteignant un point bas en mai 2020 (cf. graphique A). En début de confinement, la hausse en glissement annuel du taux de recrutement s'est établie à 8,9 % en Allemagne (22 mars), 13,4 % en France (17 mars), 13,4 % en Italie (21 février), 5,4 % en Espagne (14 mars) et 4,0 % aux Pays-Bas (15 mars).
Le plancher atteint en mai 2020 par le taux de recrutement pourrait refléter le fait que certains de ces recrutements aient eu lieu sur la base d'offres de poste antérieures ou sur recommandation, ce qui peut contribuer à réduire l'incertitude des entreprises pendant le processus d'embauche. La baisse des deux indicateurs à haute fréquence révèle la sévérité de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro, dans le contexte de la mise en œuvre de dispositifs d'activité partielle [45].

---

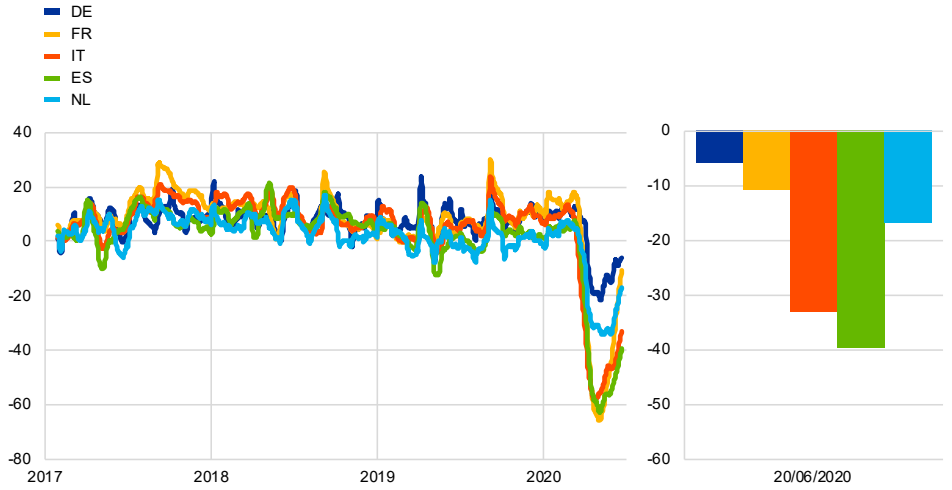
44 Les auteurs souhaitent souligner la contribution de Mariano Mamertino, Séin Ó Muineacháin et Mirek Pospisil, qui ont fourni les données à haute fréquence agrégées et sectorielles extraites de *LinkedIn* utilisées dans cet encadré, qui relèvent d'un projet de recherche commun. Nous aimerions également remercier Colm Bates (Banque centrale européenne), ainsi que Tara Sinclair et Adhi Rajaprabhakaran (*Indeed*) qui ont fourni les données relatives aux publications d'offres d'emploi.

45 Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Graphique A

Indicateur à haute fréquence des taux de recrutement pour le marché du travail de la zone euro

(taux de recrutement *LinkedIn* ; taux de croissance annuels, pourcentage)



Sources : *LinkedIn* et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte au 20 juin 2020. Les taux de recrutement quotidiens sont calculés comme le pourcentage de membres de *LinkedIn* qui ont commencé à travailler un jour donné du mois et ont ajouté un nouvel employeur à leur profil ce même mois, divisé par le nombre total de membres de *LinkedIn* dans le pays concerné. Afin de le corriger des variations saisonnières et des pics liés à des dates spécifiques, l'indicateur du taux de recrutement extrait de *LinkedIn* est transformé à l'aide d'une moyenne mobile sur 30 jours et présenté sous forme de taux de croissance en glissement annuel.

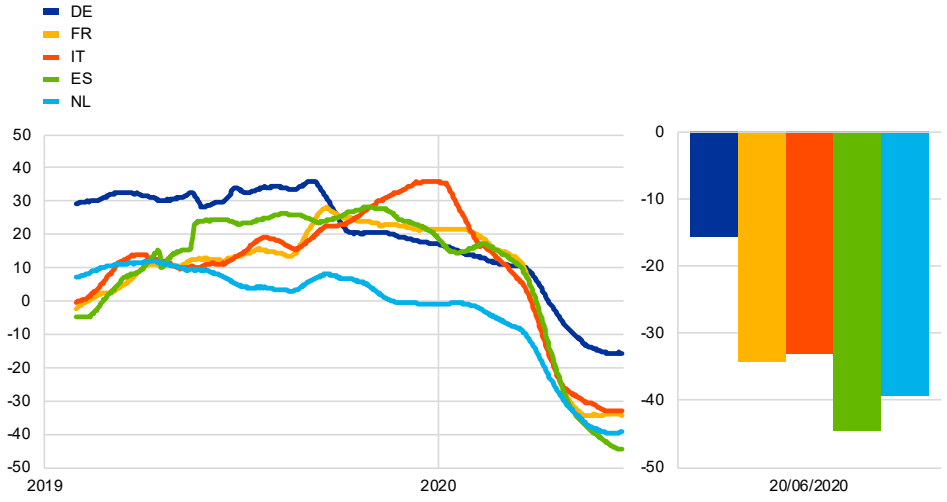
Les données relatives aux publications d'offres d'emploi se sont inscrites en forte baisse depuis la crise liée au COVID-19 (cf. graphique B) et continuent d'indiquer une morosité des conditions de la demande de main-d'œuvre.

En début de confinement, les variations en glissement annuel de l'indicateur relatif aux publications d'offres d'emploi se sont établies à 9,8 % en Allemagne (22 mars), 11,9 % en France (17 mars), 14,2 % en Italie (21 février), 11,0 % en Espagne (14 mars) et – 8,2 % aux Pays-Bas (15 mars). Au 20 juin, toutefois, la variation du taux de croissance annuel des publications d'offres d'emploi demeurait fortement négative, s'établissant à – 15,6 % en Allemagne, – 34,3 % en France, – 33,1 % en Italie, – 44,4 % en Espagne et – 39,3 % aux Pays-Bas. Même si les embauches ont aujourd'hui atteint un plancher, les offres d'emploi demeurent atones, cette relation n'étant pas parfaitement alignée, dans la mesure où certains postes sont pourvus par le biais de recommandations sans publication d'offre de poste et où il peut y avoir un délai entre la recherche d'emploi et le processus de rencontre entre le travailleur en recherche et un poste. L'indicateur relatif aux publications d'offres d'emploi extrait d'*Indeed* reflète les évolutions de la demande de main-d'œuvre et peut être considéré comme un indicateur des emplois vacants, tandis que l'indicateur du taux de recrutement extrait de *LinkedIn* est plus étroitement lié aux transitions entre deux emplois et au taux de retour à l'emploi.

Graphique B

Indicateur à haute fréquence des publications d'offres d'emploi pour le marché du travail de la zone euro

(publications d'offres d'emploi sur *Indeed* ; taux de croissance annuels, pourcentages)



Sources : *Indeed* et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte au 20 juin 2020. Afin de le corriger des variations saisonnières et des pics liés à des dates spécifiques, l'indicateur relatif aux publications d'offres d'emploi extrait d'*Indeed* est transformé à l'aide d'une moyenne mobile sur 30 jours et présenté sous forme de taux de croissance en glissement annuel.

Les données sectorielles révèlent une baisse du taux de recrutement généralisée à l'ensemble des secteurs des cinq principaux pays de la zone euro (cf. graphique C). Nous utilisons des informations sectorielles mensuelles pour décomposer la baisse du taux de recrutement extrait de *LinkedIn* et identifier les secteurs qui ont probablement été les plus affectés pendant la crise liée au COVID-19 [46]. Nous analysons en particulier 12 secteurs : les biens de consommation, les services aux entreprises, l'éducation, le divertissement, la finance, les soins de santé, les produits manufacturés, les médias et la communication, les loisirs et voyages, le commerce de détail, et les logiciels et services informatiques, les autres secteurs de l'économie étant regroupés dans un secteur résiduel. Ces secteurs couvrent plus de 70 % du nombre total de changements d'emploi enregistrés dans *LinkedIn* pour les cinq principaux pays de la zone euro. En juin 2020, la majorité des secteurs des cinq principaux pays de la zone euro ont enregistré des baisses annuelles de leurs taux de recrutement, les contributions sectorielles les plus importantes au recul du taux de recrutement agrégé découlant des produits manufacturés, des services aux entreprises, des logiciels et services informatiques, et des loisirs et voyages [47].

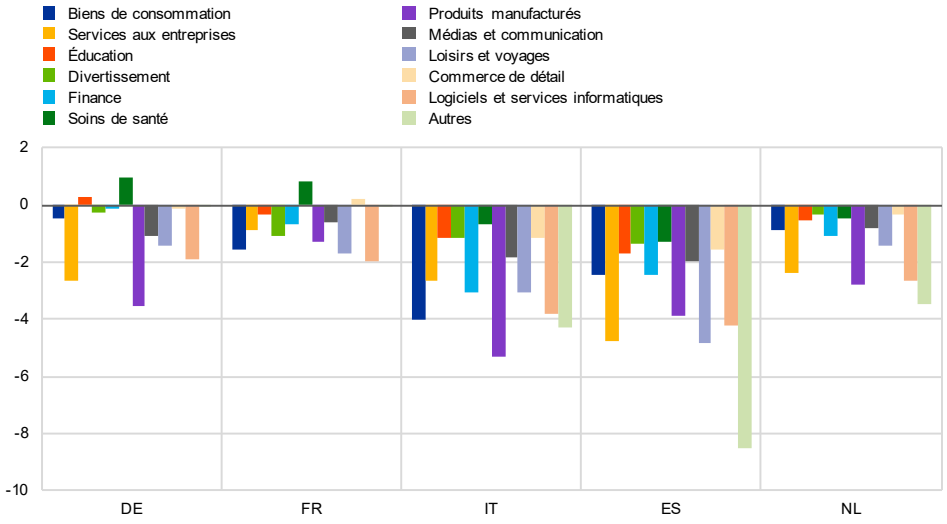
[46] Cet encadré s'appuie sur la cartographie sectorielle également utilisée par la Banque mondiale. La cartographie sectorielle entre les secteurs *LinkedIn* et la Classification internationale type, par industrie, de toutes les branches d'activité économique (CITI) est disponible ici, et le rapport sur la main-d'œuvre américaine est accessible ici.

[47] Les exceptions à la baisse des taux de recrutement généralisée à tous les secteurs enregistrée en juin 2020 sont les soins de santé en Allemagne et en France, l'éducation en Allemagne et le commerce de détail en France.

Graphique C

Décomposition sectorielle de la baisse annuelle du taux de recrutement pour juin 2020

(contributions au taux de croissance annuel du taux de recrutement ; pourcentages)



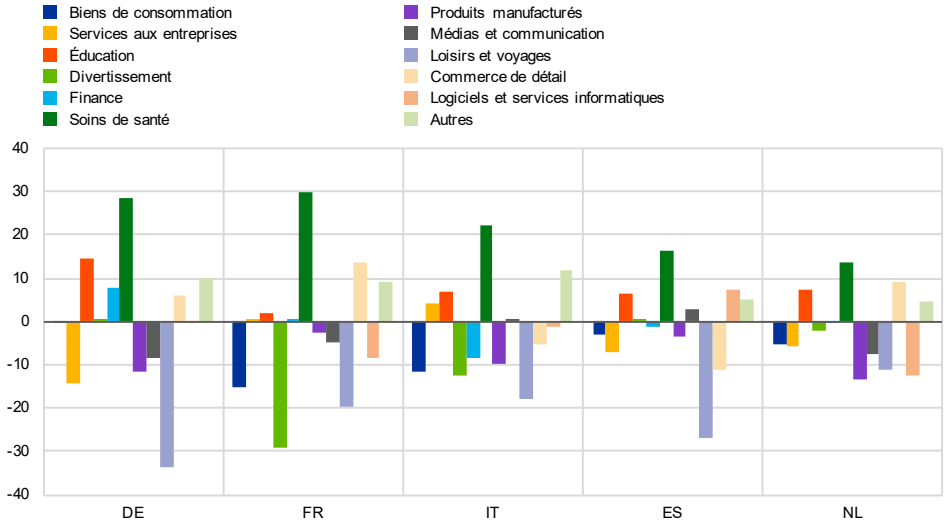
Sources : *LinkedIn* et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2020. Le taux de recrutement au niveau sectoriel est disponible à une fréquence mensuelle. Les taux de recrutement mensuels par secteur sont calculés comme le pourcentage de membres de *LinkedIn* qui ont commencé à travailler un mois donné dans un secteur donné et ont ajouté un nouvel employeur à leur profil ce même mois, divisé par le nombre total de membres de *LinkedIn* dans le pays. Afin de le corriger des variations saisonnières et des pics liés à des dates spécifiques, l'indicateur du taux de recrutement par secteur est présenté sous forme de taux de croissance en glissement annuel.

L'intensité du choc lié au COVID-19 est asymétrique entre les secteurs (cf. graphique D). Si la baisse du taux de recrutement a été généralisée à l'ensemble des secteurs, certains d'entre eux sont davantage affectés que d'autres par le choc lié au COVID-19. Le secteur des loisirs et voyages et celui des soins de santé constituent deux cas opposés de l'asymétrie du choc selon les secteurs. D'une part, le secteur des loisirs et voyages a été particulièrement affecté par la crise et par le confinement, le taux de recrutement dans ce secteur enregistrant en juin 2020 une baisse en glissement annuel de 44,0 % en Allemagne, 28,8 % en France, 77,9 % en Italie, 50,1 % en Espagne et 28,3 % aux Pays-Bas. D'autre part, le secteur des soins de santé semble relativement mieux protégé du choc lié au COVID-19 en termes de hausse annuelle du nombre relatif de changements d'emploi, en raison notamment de l'augmentation de la demande de services de soins de santé pour contenir la pandémie. En juin 2020, en glissement annuel, le taux de recrutement dans ce secteur a augmenté de 18,0 % en Allemagne et de 20,7 % en France et a diminué de 9,9 % en Italie, de 22,5 % en Espagne et de 3,6 % aux Pays-Bas. En général, les biens de consommation, les produits manufacturés, et les loisirs et voyages sont davantage affectés par la crise liée au COVID-19 que le reste de l'économie, tandis que d'autres secteurs tels que les soins de santé, la finance, et les logiciels et services informatiques restent mieux protégés du choc lié au COVID-19.

Graphique D

Asymétrie sectorielle de la baisse annuelle du taux de recrutement en juin 2020

(différence entre le taux de variation, en glissement annuel, du taux de recrutement pour chaque secteur et le taux de variation, en glissement annuel, du taux de recrutement pour l'ensemble de l'économie en juin 2020 ; points de pourcentage)



Sources : *LinkedIn* et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2020. Le taux de recrutement au niveau sectoriel est disponible à une fréquence mensuelle. Les taux de recrutement mensuels par secteur sont calculés comme le pourcentage de membres de *LinkedIn* qui ont commencé à travailler un mois donné dans un secteur donné et ont ajouté un nouvel employeur à leur profil ce même mois, divisé par le nombre total de membres de *LinkedIn* dans le pays. Afin de le corriger des variations saisonnières et des pics liés à des dates spécifiques, l'indicateur du taux de recrutement par secteur est présenté sous forme de taux de croissance en glissement annuel. Les secteurs à valeurs négatives affichent des baisses des taux de recrutement plus élevées que les autres secteurs, tandis que les secteurs à valeurs positives affichent des baisses des taux de recrutement moins élevées que les autres secteurs.

Le taux de recrutement peut fournir une bonne estimation du taux de retour à l'emploi agrégé de l'échantillon et peut être utilisé pour l'estimation en temps réel du taux de retour à l'emploi pendant la crise. Le taux de recrutement tiré de *LinkedIn* englobe à la fois les transitions entre différents emplois et les transitions du chômage vers l'emploi et on peut le considérer comme une estimation du taux de retour à l'emploi agrégé [48]. Pour mesurer l'élasticité empirique entre le taux de recrutement et le taux de retour à l'emploi, un modèle de co-intégration de panel est estimé entre 2016 et 2019 pour les cinq principaux pays de la zone euro dans l'esprit de Stock et Watson (1993) et de Pesaran et Smith (1995). Selon les hypothèses sous-jacentes de l'estimation, l'élasticité à long terme, toujours statistiquement significative [49], est comprise entre 0,39 et 0,63. Grâce au taux de recrutement tiré de *LinkedIn* disponible jusqu'en juin 2020, ces élasticités peuvent ainsi être utilisées pour construire la trajectoire implicite du taux de retour à l'emploi agrégé en 2020 durant la crise du COVID-19 (cf. graphique E, partie a).

[48] Dans le reste de l'analyse, nous utilisons le taux recrutement plutôt que les publications d'offres d'emploi, car cet indicateur est plus proche de la notion de taux de retour à l'emploi. Pour plus de précisions sur le taux de retour à l'emploi et sa relation de longue période avec des concepts relatifs au marché du travail, comme la courbe de Beveridge et les tensions sur le marché du travail, cf. l'article intitulé « Le marché du travail de la zone euro à travers le prisme de la courbe de Beveridge », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019. Le taux de retour à l'emploi est estimé selon la méthodologie de Shimer (2007) et d'Elsby *et al.*(2013) et en utilisant les données de l'EFT jusqu'en décembre 2019.

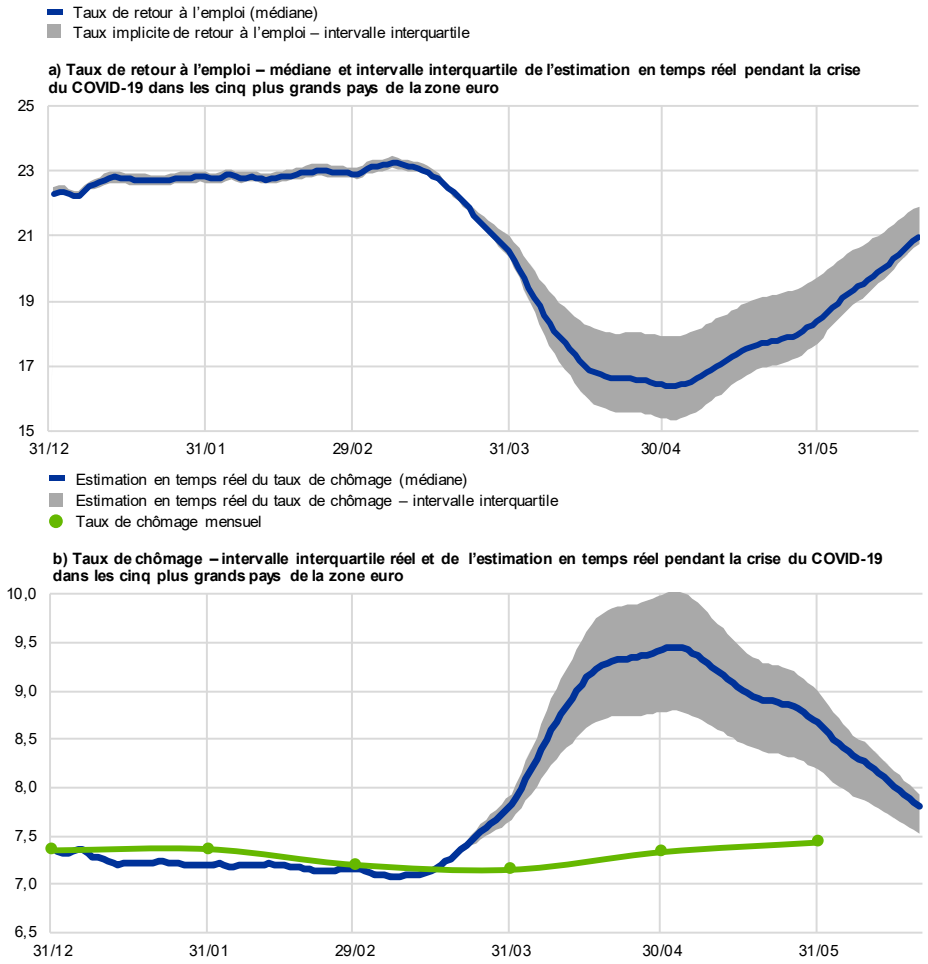
[49] À titre d'exercice de robustesse, nous estimons également l'élasticité entre le taux de recrutement et le taux de retour à l'emploi dans chaque pays. Ces élasticités spécifiques à chaque pays sont un peu plus hétérogènes entre pays, de l'ordre de 0,12 et 0,17 pour l'Allemagne, 0,37 et 0,51 pour la France, 0,26 et 0,52 pour l'Italie, 0,73 et 0,85 pour l'Espagne, et entre 0,71 et 0,80 pour les Pays-Bas.

Une estimation en temps réel du taux de chômage durant la crise du COVID-19 peut être calculée à l'aide de la trajectoire implicite du taux de retour à l'emploi agrégé. À l'aide d'estimations des taux d'entrée s_t,, et de sortie f_t, du chômage, il est possible d'établir un état stable du taux de chômage à un instant donné, $u_t^*(f_{t_t}, s_t)$ [50]. On peut calculer une estimation en temps réel du taux de chômage en deux étapes. Tout d'abord, l'estimation en temps réel du taux de retour à l'emploi, $\hat{f}_t$, est fondée sur la relation estimée avec le taux de recrutement extrait de *LinkedIn*. Dans la seconde étape, une estimation en temps réel des variations du taux de chômage peut être calculée à partir des changements dans $u_t^*(\hat{f}_t, s_t)$. Pour accroître la robustesse de l'exercice, plusieurs profils de $u_t^*(f, s)$ sont calculés en fonction des coefficients à long terme estimés pour $\hat{f}$ et des hypothèses relatives aux taux de cessation d'emploi.

[50] Semblable à Shimer (2005), notre approche simplifiée des flux d'emplois ne tient pas explicitement compte des flux entrants et sortants de la population active. Pour une description complète de ce modèle du marché du travail, cf. Pissarides (2000) ou l'encadré 3 de l'article intitulé « Le marché du travail de la zone euro à travers le prisme de la courbe de Beveridge », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

Graphique E

Zone euro-5 : taux implicite de retour à l'emploi et taux de chômage



Sources : Eurostat, *LinkedIn* et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte au 20 juin 2020. Les taux de recrutement quotidiens sont calculés comme le pourcentage des adhérents à *LinkedIn* qui ont débuté un emploi un jour donné du mois et ont enregistré un nouvel employeur dans leur profil ce même ce mois, divisé par le nombre total d'adhérents *LinkedIn* dans ce pays. Le taux de chômage mensuel est conforme à la définition de l'OIT. L'estimation en temps réel du taux de chômage est calculée à partir d'une simple règle d'actualisation récursive selon plusieurs profils possibles du taux de chômage naturel, en fonction des coefficients à long terme estimés, de la relation entre le taux de retour à l'emploi et le taux de recrutement et de l'ensemble des hypothèses relatives aux taux de cessation d'emploi.

Le taux de chômage devrait atteindre un sommet au deuxième trimestre 2020 et être supérieur de quelque 2,3 points de pourcentage à celui de février (cf. graphique E, partie b). L'estimation en temps réel du taux de chômage, calculée sur la base de la trajectoire implicite du taux de retour à l'emploi dans les cinq principaux pays de la zone euro, devrait atteindre un pic vers début mai 2020, à 9,5 %, sous l'effet de la forte baisse des recrutements pendant la crise du COVID-19.
La normalisation progressive du taux de recrutement semble indiquer des sorties plus importantes du chômage en mai et juin 2020, mais avec un taux de chômage encore supérieur à ses niveaux d'avant la pandémie. La dynamique de l'estimation en temps réel du taux de chômage repose également sur l'hypothèse selon laquelle le taux de

cessation d'emploi n'a augmenté que modérément durant la crise du COVID-19 [51]. Les gouvernements de la zone euro ont mis en œuvre une série de politiques pour le marché du travail qui limitent le nombre de licenciements définitifs à la suite du choc du COVID-19. Les systèmes de chômage partiel peuvent être en mesure de réduire au minimum les éventuelles inefficacités résultant d'un choc négatif soudain et temporaire en limitant les effets de redistribution des emplois dans l'économie [52]. Toutefois, si tous les salariés placés en chômage temporaire ne retrouvent pas leur emploi, un bond du taux de cessation d'emploi peut entraîner une nouvelle détérioration de la situation sur le marché du travail et un taux de chômage plus élevé que l'estimation en temps réel du graphique E. Enfin, en comparant l'estimation en temps réel du taux de chômage avec le taux de chômage effectif, il convient également de souligner que les chiffres actuellement relativement bas du chômage découlent en partie du fait que le COVID-19 et les mesures de confinement associées signifient que certaines personnes n'ont pas activement cherché un travail (par exemple en raison de possibilités d'emploi limitées) ou n'étaient pas disponibles pour travailler à bref délai (par exemple en raison d'obligations de garde d'enfants ou de soins aux personnes âgées). Elles sont donc classées hors population active et ne sont pas comptabilisées comme des chômeurs selon la définition du chômage de l'OIT [53].

Globalement, la méthodologie et les données à haute fréquence utilisées dans cet encadré permettent d'effectuer une évaluation rapidement disponible du marché du travail de la zone euro. L'utilisation des flux d'emplois entrants et sortants du chômage peut contribuer à mieux comprendre l'ajustement du marché du travail lors de la crise actuelle du COVID-19. Des analyses antérieures fondées sur les flux d'emplois ont été restreintes par le manque de données rapidement disponibles. Le présent encadré fournit une analyse initiale et préliminaire de la manière de combiner des sources de données expérimentales rapidement disponibles avec des statistiques officielles. En outre, ces données fournissent des signaux rapidement disponibles concernant la situation actuelle sur le marché du travail, les taux de recrutement extraits de *LinkedIn* faisant apparaître un rebond dans les recrutements des entreprises et les publications d'offres d'emploi sur *Indeed* continuant de faire état d'une faiblesse de la demande de main-d'œuvre. Dans les circonstances actuelles sans précédent, ces données à haute fréquence apportent un éclairage précieux sur la trajectoire de la reprise économique, car elles mettent en lumière l'asymétrie des performances des différents secteurs de l'économie en permettant une meilleure

---

51 Cet encadré est principalement axé sur la création d'emplois, tandis que les taux de cessation d'emploi sont censés suivre une trajectoire analogue à celle de la crise financière mondiale. Trois scénarios sont utilisés pour le taux de cessation d'emploi dans le présent encadré : a) aucune modification concernant le quatrième trimestre 2019 ; b) une augmentation du taux de cessation d'emploi comparable à celle observée en moyenne sur un trimestre lors de la crise financière mondiale ; et c) une augmentation du taux de cessation d'emploi égale à la moitié de celle observée en moyenne sur un trimestre lors de la crise financière mondiale.

52 Dans l'ensemble, les politiques pour les marchés du travail visent également à mettre un terme aux licenciements et à soutenir le travail indépendant. En ce qui concerne les effets des dispositifs de chômage partiel et de chômage technique sur le revenu du travail et sur le revenu disponible, cf. l'encadré intitulé « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

53 Pour plus de précisions, cf. la note méthodologique d'Eurostat intitulée « *Data collection for the EU-Labour Force Survey in the context of the COVID-19 crisis* ».

compréhension de la corrélation entre les profils d'embauche dans les principaux secteurs de l'activité économique.

7 Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro

Ieva Rubene

Les prix des produits alimentaires peuvent être un déterminant important de la hausse de l'IPCH total dans la zone euro : en effet, les produits alimentaires représentent près de 20 % du panier de consommation de l'IPCH et leurs prix sont très volatils. Au deuxième trimestre 2020, les produits alimentaires ont contribué pour deux tiers d'un point de pourcentage environ à la hausse de l'IPCH, soit davantage que les services ou les produits manufacturés hors énergie. Comme les produits alimentaires sont également un bon exemple de produits faisant l'objet d'achats directs fréquents, on considère généralement que leurs mouvements de prix influencent fortement la perception que les consommateurs ont de l'inflation. Dans ce contexte, cet encadré présente les évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro, dans un environnement qui a été affecté par la pandémie de coronavirus (COVID-19).

La hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro en avril 2020 a été forte même au regard de la volatilité de ces prix dans le passé. L'augmentation mensuelle des prix de l'ensemble des produits alimentaires a atteint le niveau exceptionnel de 1,1 % en avril, un taux presque jamais observé depuis 1999 (à l'exclusion de quelques fortes hausses temporaires liées à des modifications de la fiscalité indirecte) [54]. La seule autre hausse d'une ampleur similaire a été enregistrée en janvier 2002, lors du passage à l'euro fiduciaire. Compte tenu de la forte saisonnalité des prix des produits alimentaires, en particulier non transformés, les variations pour un mois donné devraient être comparées au même mois d'autres années. Si l'on compare la variation mensuelle observée en avril 2020 avec celles des trois années précédentes, on constate qu'elle a été exceptionnelle, en particulier pour les produits alimentaires non transformés (cf. graphique A) [55]. La ventilation plus détaillée par produit montre que, dans la composante produits alimentaires non transformés, cette hausse exceptionnelle a été observée principalement pour les prix des légumes et également, dans une légèrement moindre mesure, pour ceux des fruits frais et du poisson. Bien que la hausse ait été moins prononcée pour l'ensemble des prix des produits alimentaires transformés, elle a été nettement plus élevée pour certains produits tels que le pain, les pâtes et autres produits à base de farine,

---

54 En avril, dans certains pays, l'IPCH relatif aux produits alimentaires a été calculé de manière moins fiable qu'habituellement, une part importante des prix manquants ayant dû être imputée. Par exemple, dans l'IPCH français relatif aux produits alimentaires en avril, les variations des prix ont été imputées (c'est-à-dire remplacées), par exemple en se référant aux données scannées, pour les petits commerces, les marchés en plein air et les commerces dont les prix ne sont pas disponibles en ligne. Plus généralement, pour imputer les prix qui n'ont pas pu être collectés, les prix en ligne, s'ils étaient disponibles, ont été utilisés et le remplacement des produits a été plus fréquent qu'à l'accoutumée.

55 Le passage à une classification de l'IPCH plus granulaire (ECOICOP-5) en janvier 2019 a modifié la distinction établie entre produits alimentaires transformés et non transformés à compter de janvier 2017. Par conséquent, la part relative des produits alimentaires transformés dans l'ensemble des produits alimentaires a augmenté, passant d'environ 60 % à 75 %, rendant inappropriée la comparaison des variations mensuelles avec celles des années antérieures à 2017. Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé « *Nouvelles caractéristiques de l'indice des prix à la consommation harmonisé : groupes analytiques, données scannées et web-scraping* », *Bulletin économique*, n°2, BCE, 2019.

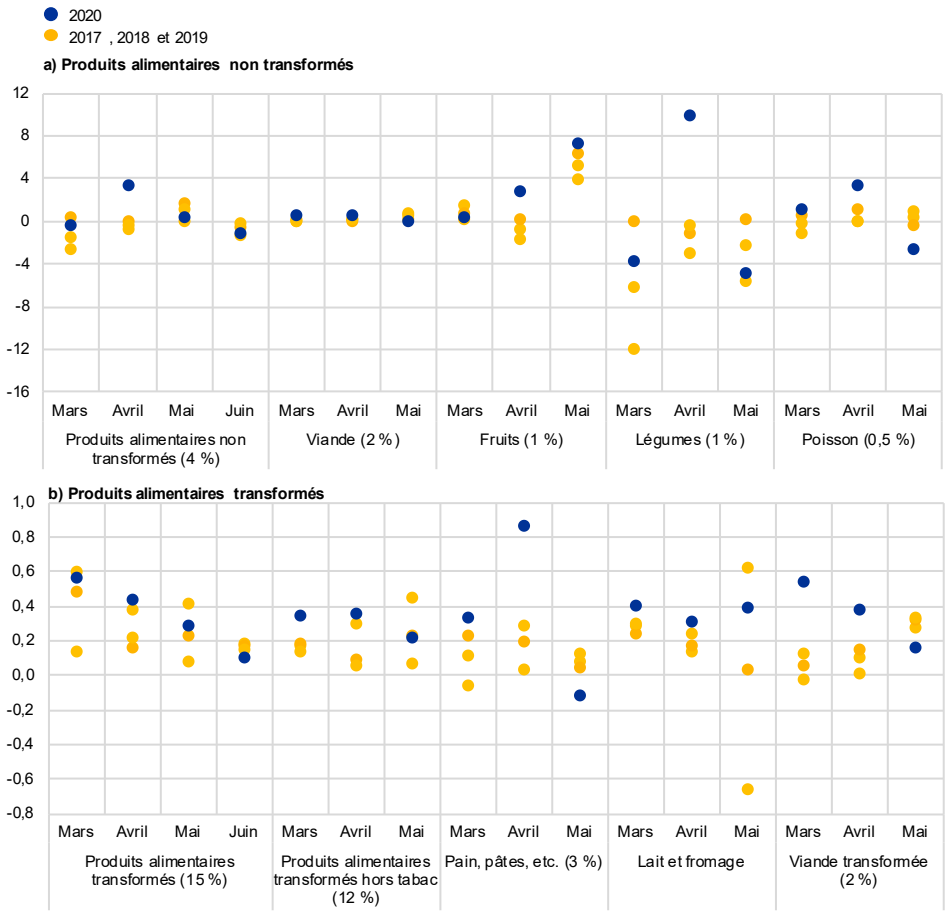
ainsi que la viande [56]. Les variations mensuelles des prix en mai et peut-être en juin également signalent une certaine atténuation des tensions sur les prix des produits alimentaires observées en avril pour les légumes, le poisson frais ainsi que le pain, les pâtes et autres produits à base de farine. Les tensions sur les prix de la viande transformée se sont atténuées, tandis que les prix des fruits frais ont continué d'augmenter relativement rapidement. Les données provisoires pour juin signalent une nouvelle atténuation des tensions sur les prix des produits alimentaires, bien qu'une ventilation détaillée ne soit pas encore disponible. Par conséquent, la hausse annuelle des prix des produits alimentaires non transformés est revenue à 5,9 % en juin, après avoir atteint un pic à 7,6 % en avril. La hausse des prix des produits alimentaires hors tabac s'est établie à 1,8 % en mai (sans changement par rapport à avril), tandis que les données provisoires pour juin relatives à l'ensemble des produits alimentaires transformés montrent une légère baisse, à 2,3 %, après 2,4 % en mai (une ventilation plus détaillée n'est pas encore disponible).

[56] La hausse des prix des produits carnés (transformés et non transformés) depuis mi-2019 a été légèrement plus élevée que lors des années précédentes, partiellement en raison de la forte demande en provenance de la Chine, dont l'offre intérieure de porc a diminué à cause de la peste porcine africaine. Par conséquent, l'UE, qui est le principal exportateur de produits à base de viande de porc dans le monde, a vu ses exportations augmenter.

Graphique A

Évolution mensuelle des prix des produits alimentaires à la consommation dans la zone euro durant le confinement lié au COVID-19

(variations mensuelles en pourcentage ; données brutes)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les hausses mensuelles historiques ne sont présentées qu'à compter de 2017 en raison d'une rupture dans les séries résultant du passage à la classification ECOICOP-5. Les pondérations des postes de l'IPCH total sont affichées entre parenthèses. Lorsque cet encadré a été finalisé, une ventilation détaillée des variations des prix des produits alimentaires transformés et non transformés n'était pas disponible pour juin.

Les fortes variations mensuelles des prix des produits alimentaires peuvent s'expliquer par de multiples causes. Généralement, ces variations sont dues à la nature saisonnière de l'offre (en particulier pour les produits alimentaires non transformés) et à la sensibilité des prix des produits alimentaires (transformés et non transformés) à l'hygiène locale et mondiale (maladies animales) ou à des chocs météorologiques. Les modifications de la fiscalité indirecte peuvent parfois également avoir des effets notables. Cependant, la forte hausse d'avril 2020 a été exceptionnelle et a probablement reflété les tensions à la hausse liées aux circonstances spécifiques de la pandémie de COVID-19. Ces circonstances incluent notamment le fait que, durant la période du confinement, les ménages ont préparé plus de repas à la maison et ont ainsi réorienté la demande de produits alimentaires des restaurants et des services de traiteur vers la consommation domestique. La constitution de stocks en prévision des restrictions liées au confinement peut être une autre raison pour laquelle la demande des ménages en produits alimentaires a été plus forte qu'à l'accoutumée,

bien que cet argument ne s'applique que pour les produits alimentaires transformés qui peuvent être stockés. La demande plus forte qu'à l'accoutumée et l'impact de la constitution de stocks est évidente dans la hausse des volumes des ventes au détail de produits alimentaires en mars, lorsque le taux de variation annuel dans la zone euro a brusquement augmenté, atteignant un pic historique de 9,1 %, après la forte hausse des prix en avril. En avril, le taux de croissance annuel des volumes des ventes au détail s'est ralenti, à 2,0 %, avant d'augmenter à nouveau, à 4,9 % en mai.

Les évolutions d'avril 2020 ont très probablement reflété de fortes hausses de la demande associées aux effets d'offre liés au confinement et aux mesures d'endiguement. Par exemple, la forte hausse des prix, notamment pour les légumes, a probablement reflété les difficultés d'offre imputables aux retards de récolte et de transport. Ces retards peuvent avoir augmenté l'offre relative (souvent plus chère) des produits locaux. Plus généralement, les producteurs et les détaillants ont fait face à des hausses de coûts en raison des mesures d'hygiène obligatoires et du reconditionnement des gros volumes habituellement vendus aux entreprises en plus petits volumes à destination des ménages. Le reconditionnement prend du temps et peut ainsi également avoir exacerbé un déficit d'offre temporaire. Il est également possible que les consommateurs aient exprimé une plus grande préférence pour les produits alimentaires frais conditionnés (probablement plus coûteux que les produits non conditionnés) attribuable à la crainte de contracter le virus par contact direct avec le produit [57]. De plus, et en particulier pour les produits alimentaires transformés, dans de nombreux cas, les hausses de prix enregistrées dans l'IPCH peuvent également avoir reflété l'annulation des activités promotionnelles plutôt qu'une véritable hausse des prix.

Les effets d'offre potentiels peuvent être évalués en analysant les structures de coûts et d'entrées de la production des produits alimentaires. La production des produits alimentaires dans la zone euro est caractérisée par d'importants liens d'approvisionnement au sein du secteur. Selon le tableau d'entrées-sorties concernant la zone euro, la principale entrée pour la production manufacturière du secteur agroalimentaire est constituée des produits alimentaires nationaux transformés et non transformés (approximativement 40 % de toutes les entrées). Par exemple, des produits alimentaires sont nécessaires pour nourrir les animaux et la farine est nécessaire pour faire du pain. Les produits alimentaires importés de l'extérieur de la zone euro ne représentent qu'une faible part de l'ensemble des coûts de production du secteur agroalimentaire (environ 5 %) [58]. Dans le même temps, environ 10 % des produits alimentaires transformés, des boissons et des produits à base de tabac consommés par les ménages sont importés directement des pays hors zone euro et la part correspondante des produits alimentaires frais (y compris les

[57] Bien que la règle générale lors du calcul de l'IPCH soit de maintenir des catégories fixes de points de vente et de produits, les difficultés de collecte dues au confinement lié au COVID-19 impliquent une structure moins stable des points de vente et des produits, en raison des imputations qui ont été nécessaires lorsque certains prix n'ont pas pu être collectés.

[58] Ces estimations sont basées sur le tableau d'entrées-sorties de la zone euro pour 2018 fourni par Eurostat.

produits à base de poisson) est plus élevée, s'établissant à environ 20 % [59]. Dans l'ensemble, cela laisse penser que les perturbations des chaînes d'approvisionnement dans la zone euro, y compris des réseaux de distribution, qui ont été observées au cours de la pandémie de COVID-19 peuvent avoir eu des implications importantes pour l'offre de produits alimentaires et donc pour les prix.

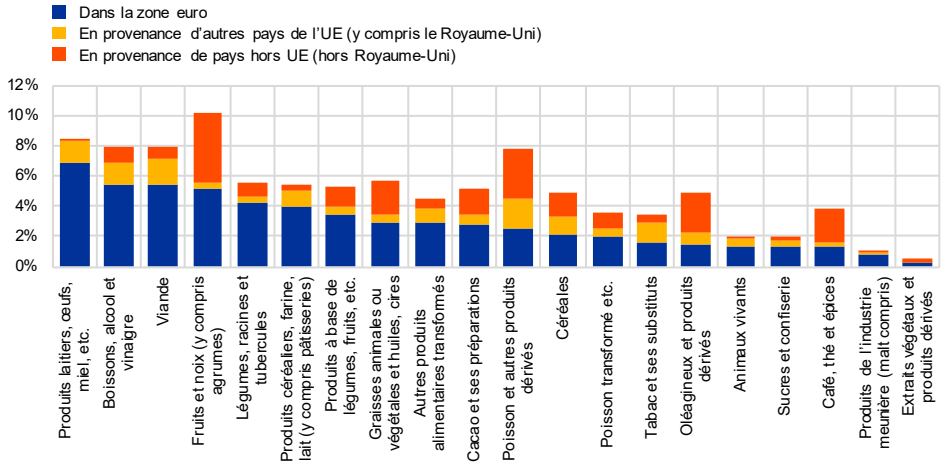
D'importantes chaînes d'approvisionnement existent au sein de la zone euro. Celles qui impliquent d'autres pays de l'UE et des pays hors UE, bien que généralement de moindre ampleur, peuvent toujours être importantes pour des produits spécifiques. Les données sectorielles plus détaillées des importations de la zone euro ne fournissent pas la ventilation des importations des produits alimentaires utilisés pour la production intérieure ni des importations des produits alimentaires livrés directement aux commerces pour la consommation des ménages. Néanmoins, les données sur les importations totales de produits alimentaires peuvent fournir des informations sur les produits alimentaires potentiellement plus sensibles aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Les données d'Eurostat relatives aux échanges commerciaux pour 2019 montrent que 40 % environ des importations de produits alimentaires hors zone euro provenaient d'autres pays de l'UE (y compris le Royaume-Uni). Cependant, il existe également un commerce important de produits alimentaires au sein de la zone euro. Pour de nombreux groupes de produits, tels que les produits laitiers, les boissons, la viande et les légumes, les importations des pays de la zone euro dépassent nettement les importations provenant du reste de l'UE et des pays hors UE (cf. graphique B). Les hausses des prix particulièrement fortes des légumes en avril pourraient ainsi refléter des goulets d'étranglement dans la production et le transport maritime du Sud vers le Nord de l'Europe. En mai, la hausse des prix des légumes s'est légèrement normalisée, ce qui suggère que les goulets d'étranglement dans le sud de l'Europe se sont atténués. Cette atténuation aurait également dû modérer les tensions sur les prix des fruits frais mais ces prix ont continué d'augmenter à un rythme légèrement plus élevé en mai 2020 qu'au cours du même mois des années précédentes. Étant donné le volume considérable des importations de fruits frais, non seulement de la zone euro mais également des pays hors UE, ces hausses de prix plus fortes en mai pourraient refléter en partie les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales dans les pays hors UE résultant de la pandémie de COVID-19.

[59] Sur la base des tableaux d'entrées-sorties, les « importations de poisson et de produits alimentaires frais » recouvrent les produits de l'agriculture et de la chasse et services annexes ainsi que le poisson, d'autres produits à base de poisson, les produits de l'aquaculture et les services de soutien à la pêche. Cette classification des produits ne recouvre pas totalement les rubriques de l'IPCH relatives aux produits alimentaires non transformés.

Graphique B

Composition et destination des importations de produits alimentaires dans la zone euro en 2019

(pourcentages de l'ensemble des importations de produits alimentaires dans la zone euro)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Dans l'ensemble, la hausse des prix des produits alimentaires en avril a été inhabituellement forte et a reflété une combinaison sans précédent de l'influence de la demande et de l'offre. Toutefois, l'IPCH pour les produits alimentaires en mai et juin a montré des signes de normalisation des variations des prix avec l'allègement du confinement et la reprise de l'activité. Des tensions peuvent encore s'exercer sur les prix à court terme en raison d'une potentielle pénurie de travailleurs saisonniers ou d'une augmentation des coûts des mesures d'hygiène pour les entreprises. À moyen terme, cependant, si la hausse du chômage s'inscrit dans la durée, il pourrait y avoir des pressions à la baisse, notamment pour les produits alimentaires transformés, en raison des contraintes pesant sur les revenus des ménages.

8 Les facteurs déterminant la demande de prêts des entreprises dans la zone euro – ce qui a changé durant la pandémie de COVID-19

Matteo Falagiarda, Petra Köhler-Ulbrich et Eduardo Maqui

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a de multiples impacts sur les plans d'activité et les besoins de financement des entreprises. Étant donné l'importance de l'emprunt bancaire pour les entreprises de la zone euro [60], l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (enquête BLS) constitue une source riche et unique d'informations qualitatives concernant non seulement les conditions d'octroi de prêts bancaires, mais également les besoins de financement des entreprises [61]. Lorsqu'elles sont associées à des données économiques et financières quantitatives, les informations tirées de l'enquête BLS permettent d'expliquer les évolutions des plans d'activité et des besoins de financement des entreprises, ainsi que les facteurs qui les déterminent [62]. Le présent encadré analyse dans un premier temps la relation à long terme entre les indicateurs tirés de l'enquête BLS et les évolutions effectives de l'investissement des entreprises. Il examine ensuite la forte hausse récente de la demande de prêts des entreprises, les facteurs qui la déterminent et le lien avec l'utilisation par les entreprises du financement, notamment au titre de l'investissement fixe, dans le contexte de pandémie de COVID-19. Enfin, l'encadré fournit de plus amples détails sur cette question d'un point de vue sectoriel.

Les données de l'enquête BLS concernant la demande de prêts à long terme et les besoins de financement des entreprises au titre de l'investissement fixe fournissent des informations précieuses et rapides sur les évolutions effectives de l'investissement fixe des entreprises, étant donné la forte corrélation qui existe entre ces variables. Les données empiriques montrent que les indications qualitatives données par les banques au sujet de la demande de prêts des entreprises sont généralement bien corrélées avec les évolutions effectives des variables économiques (cf. graphique A). En particulier, il existe une relation étroite entre la durée du prêt [63], les facteurs déterminant la demande de prêts et l'objet du prêt. Par exemple, la demande de prêts à court terme ressortant de l'enquête BLS et les besoins de financement du fonds de roulement correspondants sont bien corrélés avec les évolutions effectives des stocks. De la même manière, la demande de prêts à

---

60 Pour des informations plus détaillées, cf. l'article intitulé « Évaluation de la distribution du crédit bancaire aux entreprises dans la zone euro depuis 2014 », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020.

61 Cf. le site internet de la BCE pour les rapports correspondant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Pour de plus amples détails concernant l'enquête BLS, cf. Köhler-Ulbrich (Petra), Hempell (Hannah S.) et Scopel (Silvia), « *The euro area bank lending survey* », *Occasional Paper Series*, n° 179, BCE, septembre 2016, et l'article intitulé « 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, 2019.

62 D'autres indicateurs tirés d'enquêtes directement liés aux besoins d'investissement des entreprises fournissent des informations complémentaires détaillées mais tendent à ne pas être disponibles aussi rapidement. Cf. l'encadré intitulé « Les enquêtes de conjoncture, indicateurs de l'investissement réel des entreprises de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2020.

63 L'enquête BLS porte sur deux durées uniquement : le « court terme » et le « long terme ». Les prêts à court terme sont les prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, et les prêts à long terme sont les prêts d'une durée initiale supérieure à un an.

long terme et les besoins de financement au titre de l'investissement fixe qui y sont associés sont étroitement correlés avec les évolutions effectives de la FCBF [64]. Plus précisément, une augmentation nette de 1 point de pourcentage des besoins de financement des entreprises au titre de l'investissement fixe est généralement associée à une hausse de 0,3 point de pourcentage environ du taux de croissance annuel de l'investissement fixe. Une évaluation plus formelle met en évidence la valeur informative de l'indicateur tiré de l'enquête BLS pour la prévision en temps réel (*nowcasting*) relative à l'investissement fixe. En particulier, l'utilisation d'un modèle prenant également en compte l'indicateur de la demande de prêts tiré de l'enquête BLS afin de prévoir les résultats de l'investissement fixe entraîne une amélioration significative de la précision des données par rapport à un modèle naïf contenant uniquement les valeurs passées de l'investissement fixe [65].

---

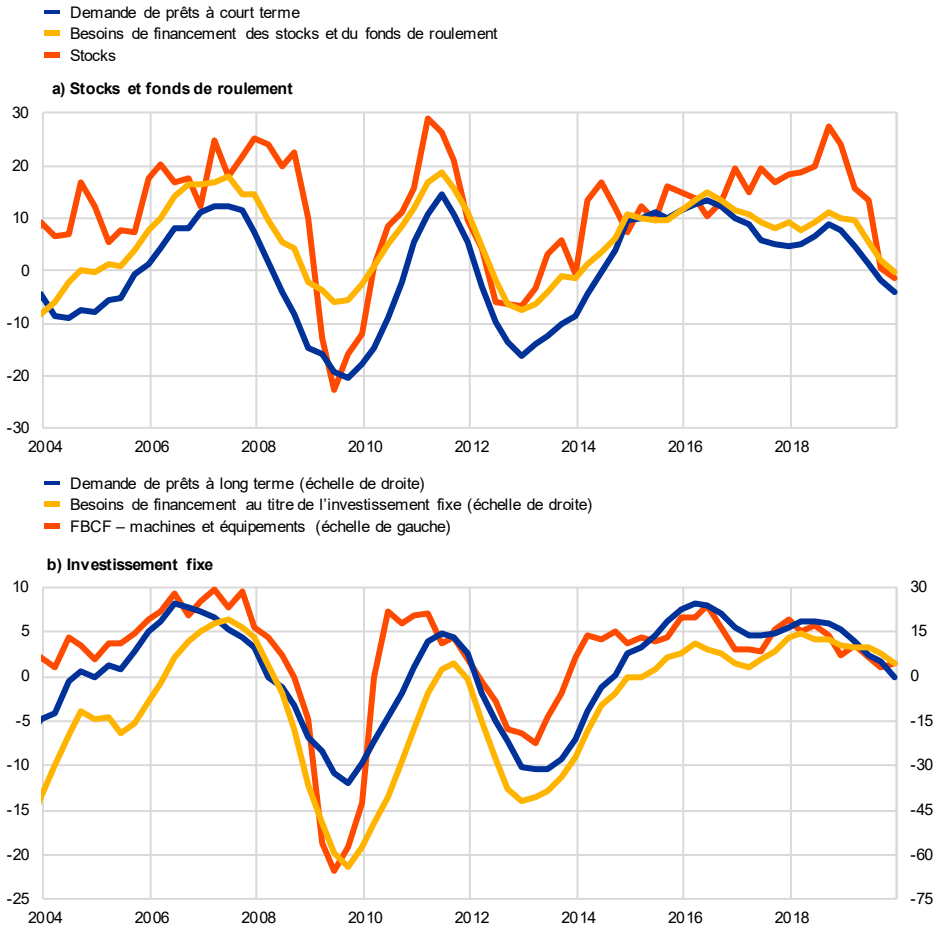
[64] Compte tenu de la relation étroite actuelle entre l'investissement fixe et les indications des banques concernant la demande de prêts des entreprises, les deux indicateurs possèdent de bonnes propriétés d'indicateurs avancés (de trois trimestres environ) de la croissance des prêts. Pour plus de précisions sur les propriétés cycliques des prêts bancaires, cf. Darracq Pariès (Matthieu), Drahonsky (Anna-Camilla), Falagiarda (Matteo) et Musso (Alberto), « *Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes* », *Occasional Paper Series*, à paraître, BCE.

[65] L'amélioration de la précision des prévisions en temps réel relatives à l'investissement fixe est confirmée par une hausse de 19,85 % de la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne. L'analyse standard des tests de variance (ANOVA) indique que la capacité prédictive supérieure en échantillon du modèle prenant en compte l'indicateur tiré de l'enquête BLS est statistiquement très significative.

Graphique A

Relation à long terme entre les besoins de financement et la demande de prêts des entreprises

(partie a : moyenne mobile sur quatre trimestres des pourcentages nets de banques faisant état d'une hausse, en milliards d'euros ; partie b : moyenne mobile sur quatre trimestres des pourcentages nets de banques faisant état d'une hausse, variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE (enquête BLS) et Eurostat.
Notes : « Stocks » correspond aux variations de stocks et à l'acquisition moins les cessions d'objets de valeur (Eurostat). « FBCF » signifie formation brute de capital fixe (Eurostat). La demande de prêts à court terme et de prêts à long terme, les besoins de financement des stocks et du fonds de roulement ainsi que les besoins de financement au titre de l'investissement fixe correspondent aux pourcentages nets de banques indiquant une augmentation de la demande de prêts des entreprises ou un impact positif sur cette demande, selon l'enquête BLS. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2019, c'est-à-dire avant le début de la pandémie de COVID-19.

Durant la pandémie de COVID-19, cette corrélation étroite entre durée et objet des prêts est restée valable pour toute la gamme d'échéances à court terme. La nature sans précédent de la pandémie a entraîné une forte augmentation des prêts aux entreprises entre mars et mai 2020 (cf. le graphique 12 du présent *Bulletin économique*). La demande de prêts des entreprises a été alimentée par une diminution de leur capacité à financer les coûts via la trésorerie, en raison d'une forte baisse de revenus durant la pandémie. Cette situation s'est traduite par d'importants besoins de liquidité afin de financer le fonds de roulement (cf. graphique B, partie a) [66]. En outre, dans un environnement de forte incertitude, les entreprises ont demandé des prêts afin de constituer des coussins de liquidité à titre de précaution.

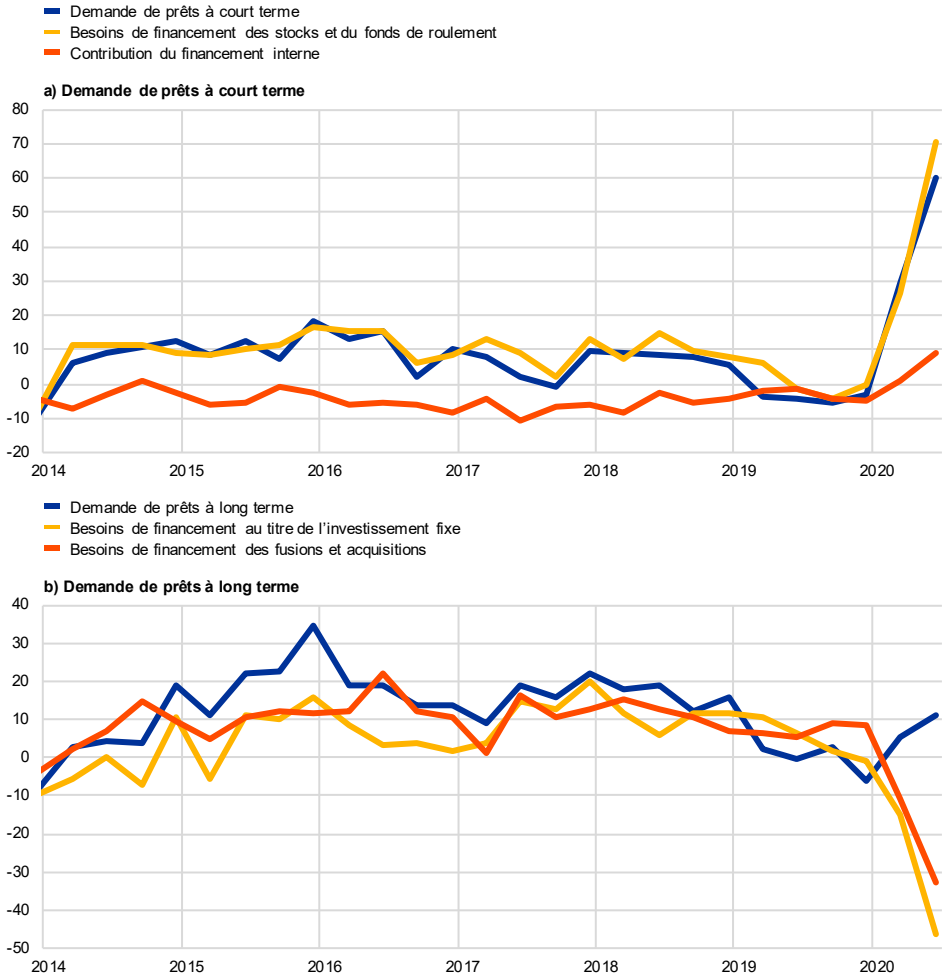
[66] Cf. « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020* ».

Ces besoins de liquidité élevés ont été principalement associés à la demande de prêts à court terme.

Graphique B

Évolutions récentes des besoins de financement et de la demande de prêts des entreprises

(pourcentages nets de banques faisant état d'un accroissement de la demande de prêts, et facteurs contributifs)



Source : BCE (enquête BLS).
Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2020.

En revanche, la demande de prêts à plus long terme des entreprises s'est dissociée des évolutions de l'investissement fixe, reflétant les vastes mesures de soutien monétaire et budgétaire mises en œuvre en réponse à la crise du COVID-19. Durant la pandémie, cette relation étroite entre durée et objet des prêts s'est interrompue sur la partie longue de la gamme des échéances. Si la demande de prêts à plus long terme a augmenté au premier semestre de l'année, les besoins de financement au titre de l'investissement fixe ont en revanche fortement diminué (cf. graphique B, partie b). Cette forte baisse s'est accompagnée, au premier trimestre 2020, d'un net recul de l'investissement des entreprises, qui devrait

s'accentuer au deuxième trimestre de l'année [67]. Cette évolution reflète soit la réduction soit le report des dépenses en capital des entreprises, par nécessité de compenser les pertes de revenus dans un contexte de forte incertitude. Dans le même temps, l'augmentation de la demande de prêts à plus long terme des entreprises a été favorisée par la persistance de critères d'octroi de crédits favorables pour les entreprises [68] et par le niveau historiquement bas des taux débiteurs des banques (cf. également le graphique 13 du présent *Bulletin économique*), reflétant les vastes mesures de soutien monétaire et budgétaire en place, en particulier les garanties de l'État sur les prêts bancaires, auxquelles sont généralement adossés les prêts à plus long terme. La perception d'une plus longue durée de la pandémie et le degré élevé d'incertitude qui en résulte ont également contribué à l'accroissement de la demande d'emprunts à long terme des entreprises.

Une comparaison selon la taille des entreprises montre que l'évolution des facteurs déterminant la demande de prêts a été plus prononcée pour les PME, qui ont largement bénéficié des mesures de soutien des prêts bancaires mises en œuvre par les autorités publiques durant la pandémie. La demande de prêts a augmenté plus fortement pour les PME que pour les grandes entreprises au deuxième trimestre 2020, reflétant leur plus grande dépendance vis-à-vis des banques pour leurs besoins de financement et de liquidité d'urgence (cf. graphique C, partie a). Dans le même temps, leur forte demande de prêts a été satisfaite par les banques à des taux débiteurs très bas. En particulier, à l'échelle de la zone euro, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (une approximation des prêts aux PME) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est resserré au cours des derniers mois (cf. graphique C, partie b). Cela suggère que les PME ont largement bénéficié des récentes mesures de politique monétaire mises en œuvre pour soutenir les banques, telles que les opérations TLTRO III [69], ainsi que des garanties de l'État sur les prêts, qui visent généralement ce groupe spécifique d'entreprises.

---

67 Par conséquent, l'utilité des indications qualitatives fournies par les banques au sujet des besoins de financement au titre de l'investissement fixe pour l'exercice de prévision en temps réel des évolutions de l'investissement fixe demeure valable.

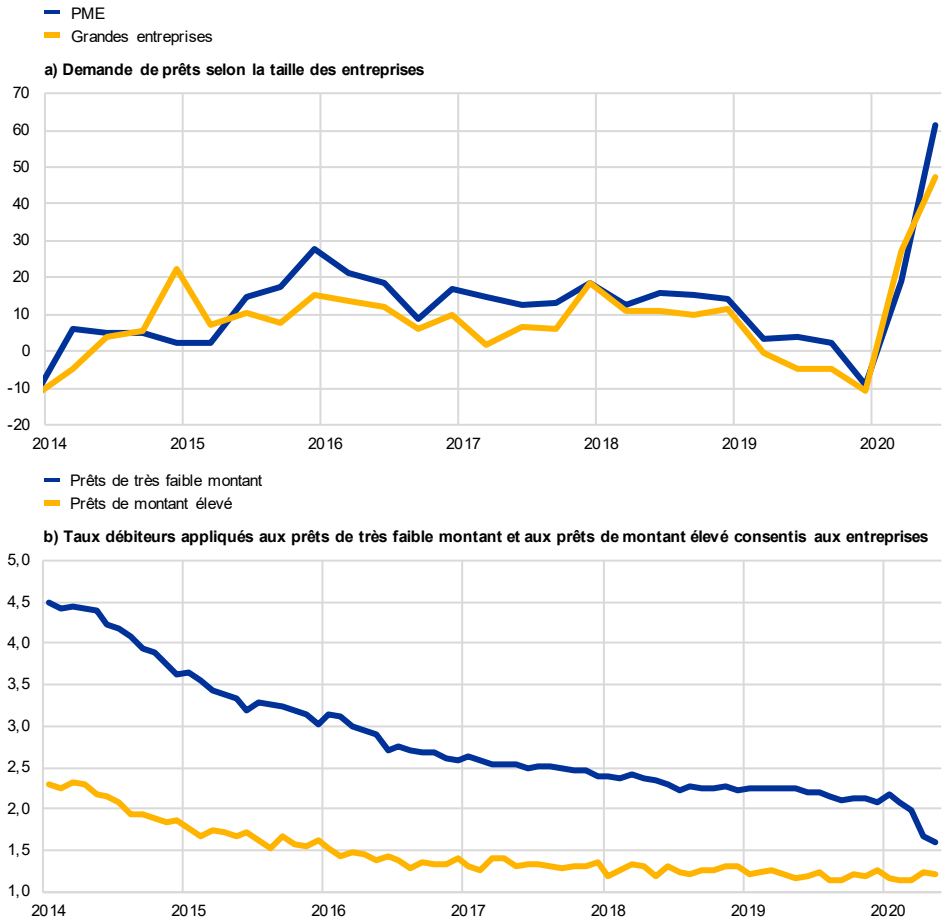
68 Cf. « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020* ».

69 Pour une analyse plus détaillée de l'efficacité des mesures de la BCE, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique C

Évolutions récentes de la demande de prêts et des taux débiteurs des banques selon le montant des prêts

(partie a : pourcentages nets de banques faisant état d'un accroissement de la demande de prêts ; partie b : pourcentages annuels)



Sources : BCE (enquête BLS) et BCE (statistiques relatives aux taux d'intérêt des institutions financières monétaires (IFM)).
Notes : Dans la partie a, qui s'appuie sur l'enquête BLS, la dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2020. Dans la partie b, les « prêts de très faible montant » correspondent aux prêts d'un montant inférieur ou égal à 250 000 euros. Les « prêts de montant élevé » correspondent aux prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros. La dernière observation se rapporte à mai 2020.

Une comparaison des besoins de financement des différents secteurs montre que, dans les secteurs les plus touchés par la crise, la demande de prêts bancaires a considérablement augmenté, alors que la valeur ajoutée a diminué. Au premier trimestre 2020, la pandémie de COVID-19 a entraîné une perte de valeur ajoutée plus importante dans le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration que dans l'industrie manufacturière, la construction et les autres secteurs (cf. graphique D, partie a). Au deuxième trimestre 2020, les confinements stricts, l'insuffisance de la demande, l'interruption des chaînes d'approvisionnement et le degré élevé d'incertitude devraient également avoir fait baisser la production de manière significative dans de nombreux pans du secteur manufacturier, comme en témoigne la forte détérioration de la confiance dans ce secteur (cf. graphique D, partie b) [70]. En outre, d'autres indicateurs, tels que l'utilisation des capacités et la

[70] Pour de plus amples informations concernant les pertes sectorielles attendues, cf. l'encadré intitulé « Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

production dans le secteur des biens d'équipement, signalent une forte baisse de l'investissement dans la zone euro au deuxième trimestre 2020 [71]. Étant donné l'importance du secteur manufacturier dans l'investissement total des entreprises, la perte de valeur ajoutée brute dans ce secteur aura probablement été un facteur important de la baisse de l'investissement des entreprises durant la pandémie. Les évolutions de l'activité sectorielle sont globalement conformes aux dernières données tirées de l'enquête BLS selon lesquelles, au premier semestre de l'année, la demande de prêts a considérablement augmenté dans le secteur manufacturier [72], dans le secteur des services (hors services financiers et immobilier) ainsi que dans le commerce de gros et le commerce de détail (cf. graphique D, partie c). Ces données signalent des besoins de liquidité élevés dans ces secteurs. En revanche, la demande de prêts a augmenté dans une moindre mesure dans le secteur de la construction, et plus particulièrement dans le secteur immobilier, où les entreprises ont été beaucoup moins touchées par la crise. Cela peut être attribué à l'intensité en main-d'œuvre et aux coûts fixes moins élevés des activités immobilières, ce qui s'est traduit par des besoins de liquidité moins importants durant la période de confinement.

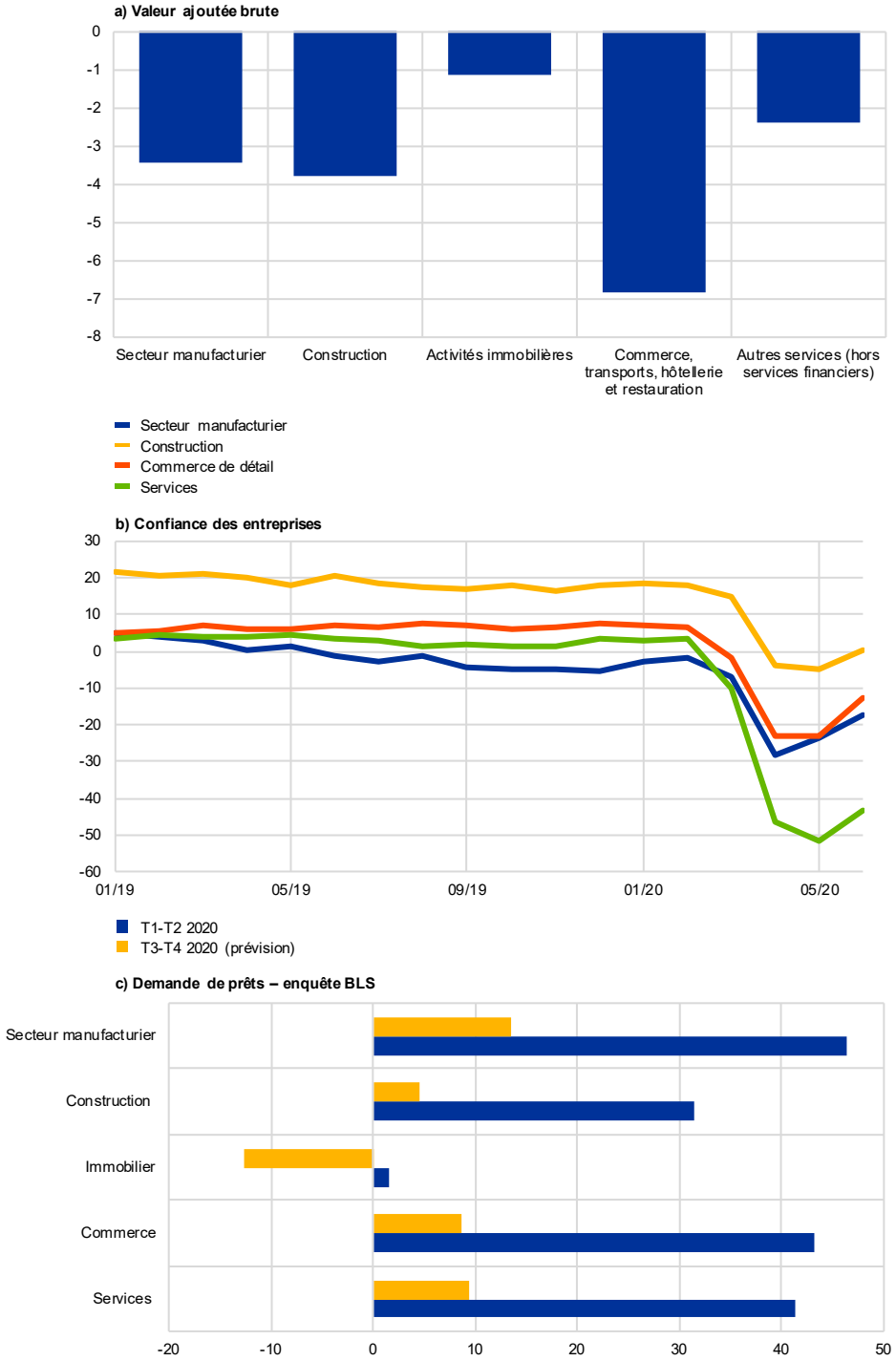
[71] Cf.« Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème », juin 2020.

[72] S'agissant du secteur manufacturier, la demande de prêts a également été déterminée par des besoins d'investissement liés à la réglementation dans le secteur automobile.

Graphique D

Valeur ajoutée brute, confiance des entreprises et demande de prêts dans les différents secteurs

(partie a : variations en pourcentge T1 2020/T4 2019 ; partie b : soldes en pourcentage, écart par rapport à la moyenne de long terme ; partie c : pourcentages nets de banques faisant état d'un accroissement de la demande)



Sources : BCE (enquête BLS), Eurostat et Commission européenne.
Notes : Dans la partie b, la « moyenne de long terme » fait référence à la période postérieure à 1999. La partie c montre les pourcentages nets de banques faisant état d'un accroissement de la demande de prêts dans l'enquête BLS de juillet 2020.
« Construction » fait référence au secteur de la construction hors construction immobilière ; « Immobilier » recouvre la construction immobilière et les activités immobilières ; « Commerce » correspond au commerce de gros et au commerce de détail ; « Services » fait référence au secteur des services hors services financiers et activités immobilières.

Compte tenu des risques significatifs qui pèsent sur le financement bancaire des entreprises, le maintien des mesures de soutien monétaire et budgétaire est primordial pour garantir une reprise rapide et robuste de l'investissement des entreprises et de l'activité économique. En préservant des conditions d'octroi de prêts bancaires favorables, les vastes mesures de soutien monétaire et budgétaire en place ont jusqu'à présent agi comme un filet de sécurité contre le risque d'interactions négatives entre les sphères réelle et financière. De fait, les dernières données d'enquêtes disponibles pour juin font état d'une amélioration des prévisions de production et de la confiance des entreprises depuis le creux enregistré dans le secteur manufacturier en avril, suggérant la possibilité d'une certaine reprise de l'investissement au second semestre 2020. Toutefois, la fin des dispositifs de garanties de l'État pour les prêts aux entreprises, prévue dans certains pays de la zone euro au cours des prochains mois, pourrait raviver les craintes quant à la solvabilité des emprunteurs. Dans ce contexte, le maintien dans un avenir proche des mesures de soutien prises par les autorités publiques sera essentiel pour préserver des conditions de financement favorables et pour faciliter le flux de crédits vers les entreprises. Cela améliorerait la confiance nécessaire aux entreprises pour s'engager dans des projets d'investissement à long terme, dont dépend la reprise soutenue de l'activité économique.

Articles

1 La consommation de biens durables dans la zone euro

André Casalis et Georgi Krustev

1 Introduction

Les tendances des achats de biens durables effectués par les ménages ont des implications importantes pour le cycle d'activité et doivent donc faire l'objet d'un examen attentif du point de vue de la politique monétaire. Premièrement, en raison de leur caractère fortement procyclique, les biens durables peuvent aider à suivre – et éventuellement à anticiper – l'état du cycle conjoncturel dans la zone euro, complétant ainsi le signal provenant d'autres composantes procycliques de la demande, comme l'investissement [73]. Deuxièmement, les dépenses en biens durables peuvent nous permettre de mieux comprendre l'hétérogénéité entre les pays en matière d'habitudes de consommation et d'épargne, ainsi que les facteurs qui la déterminent. Troisièmement, les achats de biens durables pouvant être financés par recours au crédit, le comportement des biens durables fournit des indications importantes sur l'état des conditions de financement dans l'économie.

En dépit du fait qu'elles représentent une faible part des dépenses agrégées des ménages, les dépenses en biens durables sont une composante clé de la dynamique de la consommation. Au cours des deux années précédant la pandémie de coronavirus (COVID-19) qui a frappé les économies européenne et mondiale, la croissance annuelle de la consommation dans la zone euro s'est modérée par rapport aux taux d'expansion robustes observés en 2015-2017, en partie sous l'effet de la baisse des dépenses en biens durables (cf. graphique 1).
Plus précisément, les biens durables, qui ont fortement soutenu les premières phases de la dernière expansion, ont représenté presque le tiers de la perte totale de dynamique de croissance de la consommation en 2018-2019 alors qu'ils constituaient moins de 10 % de la consommation totale [74].

---

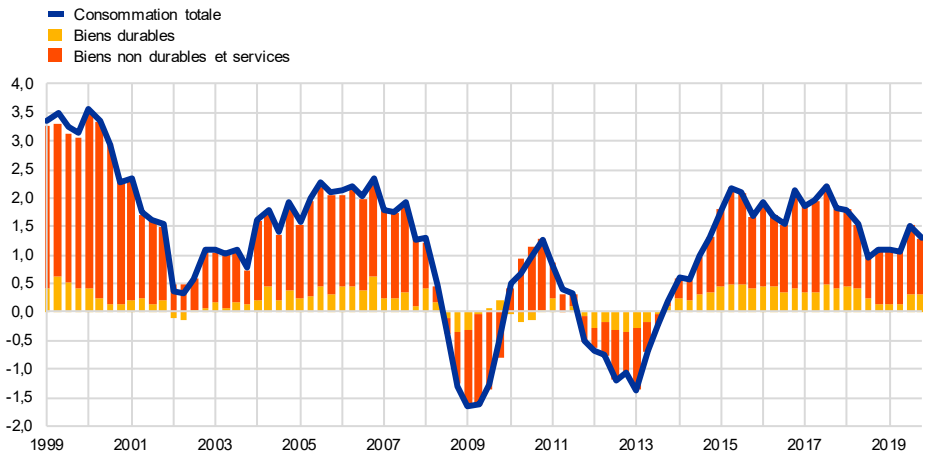
73. La consommation de biens durables, tout comme l'investissement résidentiel, est généralement considérée comme un solide indicateur avancé des cycles d'activité. Cf. Mian (A.) et Sufi (A.), « *Household Leverage and the Recession of 2007–09* », *IMF Economic Review*, vol. 58, n° 1, 2010, p. 74-117.

74 La croissance annuelle moyenne de la consommation dans la zone euro s'est ralentie, revenant de 1,9 % en 2015-2017 à 1,3 % en 2018-2019. La diminution de la contribution des dépenses en biens durables à la croissance de la consommation totale a été de 0,2 point de pourcentage entre les deux périodes, soit environ un tiers du ralentissement global.

Graphique 1

Évolutions de la consommation privée dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage et contributions en termes réels)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La catégorie « Biens non durables et services » recouvre également les biens semi-durables. Les dernières observations portent sur le quatrième trimestre 2019.

Les biens de consommation durables possèdent des caractéristiques spécifiques qui les distinguent des autres rubriques des dépenses de consommation. Premièrement, un bien durable procure une utilité sur plusieurs périodes et – comme le capital – il est sujet à dépréciation. Cela permet aux consommateurs de retarder leurs achats en période de difficultés économiques, tout en continuant de bénéficier du flux de services produits par le stock accumulé, et de s'ajuster au niveau souhaité de biens durables dès la reprise de l'économie [75]. Deuxièmement, l'achat de biens durables peut souvent être financé par recours au crédit et les biens durables sont parfois admis en garantie, d'où leur plus forte exposition que les biens non durables aux conditions du crédit et aux taux débiteurs [76]. Enfin, les variations du stock de biens durables peuvent faire l'objet de coûts d'ajustement, ce qui risque de se traduire par des cycles de dépenses en biens durables lents et prolongés, la présence de ce type de coûts créant des « zones d'inaction » lorsque le consommateur juge optimal de ne pas ajuster des écarts faibles entre le niveau effectif et le niveau souhaité de stock de biens durables [77]. L'encadré 1 fournit de plus amples détails sur les caractéristiques statistiques de la consommation de biens durables dans la zone euro.

[75] L'ajustement est en partie nécessaire en raison de la dépréciation.

[76] D'après des études utilisant les données américaines, la réaction des dépenses en biens durables aux chocs monétaires est plus forte que celle des dépenses en biens non durables, mais les deux sont toujours de même signe ; on qualifie habituellement ce phénomène de co-mouvement. Cf., par exemple, Monacelli (T.), « *New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 2, 2009, p. 242-254 et Cantelmo (A.) et Melina (G.), « *Monetary policy and the relative price of durable goods* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 86, Issue C, 2018, p. 1-48.

[77] Cf. Caballero (R.J.), « *Durable Goods: An Explanation for Their Slow Adjustment* », *Journal of Political Economy*, vol. 101, n° 2, 1993, p. 351-384.

Encadré 1
Données relatives à la consommation de biens durables dans la zone euro : définition, périmètre et disponibilité

Stanimira Kosekova

Les biens de consommation durables sont définis dans le Système européen de comptes (SEC 2010) comme des biens durables utilisés à des fins de consommation finale par les ménages pendant une durée supérieure à une année. Dans les comptes nationaux, ils font partie des dépenses de consommation finale des ménages [78]. La classification de la consommation individuelle par fonction des ménages (*Classification of Individual Consumption according to Purpose*, COICOP) permet de répartir les biens et les services de consommation dans des sous-groupes de produits qui, pour les besoins de l'analyse, sont ensuite agrégés en quatre grands groupes. Ces quatre groupes ventilent la consommation en fonction de la durabilité des biens – biens durables, biens semi-durables, biens non durables et services. On distingue les biens non durables des biens durables selon qu'ils peuvent être utilisés une fois seulement ou de façon répétée pendant une durée supérieure à un an. Les biens semi-durables se distinguent des biens durables par le fait que leur durée de vie attendue, bien que supérieure à un an, est souvent beaucoup plus courte et leur prix d'achat plus faible. Les vêtements et les chaussures sont des exemples de biens semi-durables. Les services représentent plus de la moitié des dépenses de consommation finale des ménages. Il convient toutefois de souligner que l'acquisition de logements et de terrains est enregistrée non pas comme bien de consommation durable mais comme investissement dans les comptes nationaux et qu'elle ne figure donc pas dans les données présentées dans cet encadré. En revanche, les services de logement consommés (et produits) par les ménages qui occupent le logement dont ils sont propriétaires (les « propriétaires-occupants ») sont inclus dans la consommation des ménages sous la forme de loyers imputés. Ces loyers imputés des propriétaires-occupants contribuent de manière significative à la part élevée des loyers (31,7 %) dans la rubrique « services » des dépenses de consommation en comptabilité nationale.

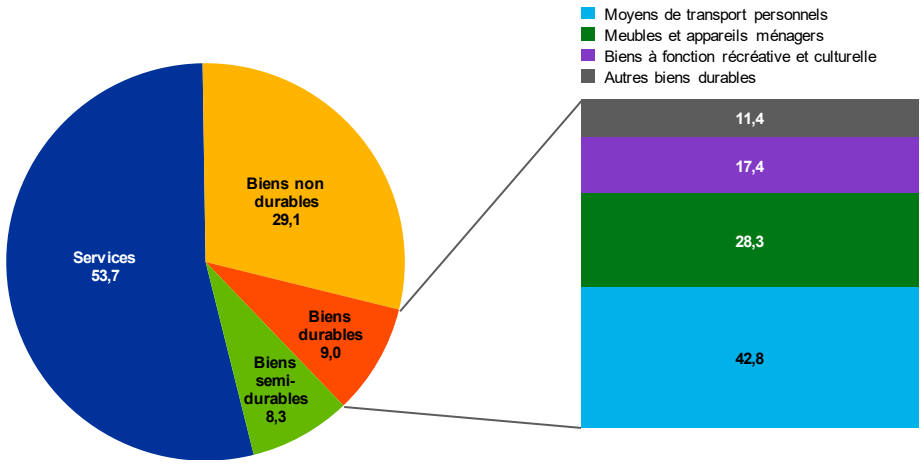
Les biens de consommation durables incluent les meubles et les appareils ménagers (y compris les équipements de cuisine), les moyens de transport personnel (par exemple, les véhicules), les biens à fonction récréative et culturelle (y compris les ordinateurs et matériels de communication), d'autres biens tels que la bijouterie et l'horlogerie, ainsi que les appareils et équipements médicaux thérapeutiques. Les dépenses des ménages en biens de consommation durables représentent 9 % environ de la consommation finale des ménages (sur la base du « concept domestique », cf. ci-dessous) dans la zone euro. Les principales rubriques de biens de consommation durables mesurés en part relative de la consommation au sein de ce groupe sont les moyens de transport personnels (42,8 % environ), suivis des meubles et des appareils ménagers (28,3 %) puis des biens à fonction récréative et culturelle (17,4 %) (cf. graphique A).

[78] Les biens de consommation durables détenus par les ménages en tant que consommateurs finaux recouvrent typiquement les biens de type actifs, comme ceux figurant dans le SEC 2010 parmi les groupes d'actifs « Matériels de transport » (AN.1131) et « Autres machines et équipements » (AN.1139), qui entrent dans la consommation finale des ménages. Ils ne sont alors pas comptabilisés comme des actifs, contrairement à ce qui se pratique dans le cas du secteur hors ménages.

Graphique A

Consommation finale des ménages de la zone euro par biens et services de consommation et par groupes de biens de consommation durables (2018)

(en pourcentage de la consommation finale des ménages ; en pourcentage de la consommation finale de biens durables des ménages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les données relatives aux biens de consommation durables en Grèce se rapportent à 2017.

En comptabilité nationale, c'est le concept statistique du lieu de résidence qui est retenu pour présenter les données relatives à la consommation des ménages. La consommation finale totale des ménages figurant parmi les composantes de la dépense du PIB reflète le « concept national » (c'est-à-dire les dépenses effectuées par les résidents d'un pays, que ce soit dans leur pays ou à l'étranger), mais la distinction entre consommation de biens durables et consommation de biens non durables reflète ce que l'on appelle le « concept domestique » de la consommation finale des ménages (c'est-à-dire l'ensemble des dépenses de consommation effectuées sur le territoire national, indépendamment du lieu de résidence du consommateur). Le concept qui sous-tend cette dernière approche est le même que celui utilisé pour les statistiques de prix à la consommation qui, en outre, repose sur la même ventilation des dépenses de consommation que la classification COICOP. La combinaison des deux sources permet également de calculer les dépenses de consommation en biens durables en termes déflatés (volume).

Les obligations de déclaration statistiques d'Eurostat relatives aux données de comptes nationaux par durabilité sont différentes pour les données trimestrielles et pour les données annuelles.
Les données trimestrielles relatives aux biens de consommation sont ventilées en biens durables et autres, tandis que les statistiques annuelles fournissent une ventilation par durabilité des biens des quatre grands groupes précédemment mentionnés. Certains pays de la zone euro déclarent également tous les trimestres la ventilation annuelle par durabilité des biens. Les données relatives à la consommation de biens durables sont disponibles à compter de 1995 pour la plupart des pays de la zone euro [79].

[79] Les données trimestrielles pour Malte débutent au premier trimestre 2000 seulement, en raison de dérogations nationales. Les données pour la Finlande et la France sont disponibles dès avant 1995.

Dans ce contexte, le présent article adopte une perspective de plus long terme afin d'étudier les faits stylisés concernant les dépenses en biens durables dans la zone euro et leur pertinence pour expliquer les fluctuations du cycle d'activité. La section 2 décrit les caractéristiques et le comportement de la consommation de biens durables au cours du cycle d'activité. La section 3 étudie l'importance des conditions de financement, en mettant l'accent plus spécifiquement sur les achats de voitures. La section 4 examine les tendances sur le long terme des prix relatifs et des parts des biens durables dans la consommation. L'analyse est complétée, dans la section 5, par des informations issues d'un modèle (VAR structurel) empirique, qui décompose la croissance de la consommation en contributions des chocs structurels, en faisant la distinction entre chocs de demande et d'offre agrégées et chocs spécifiques aux biens durables, tout en prenant en compte les conditions monétaires.

2 Comportement et caractéristiques de la consommation des biens durables

2.1 Comportement cyclique des biens durables

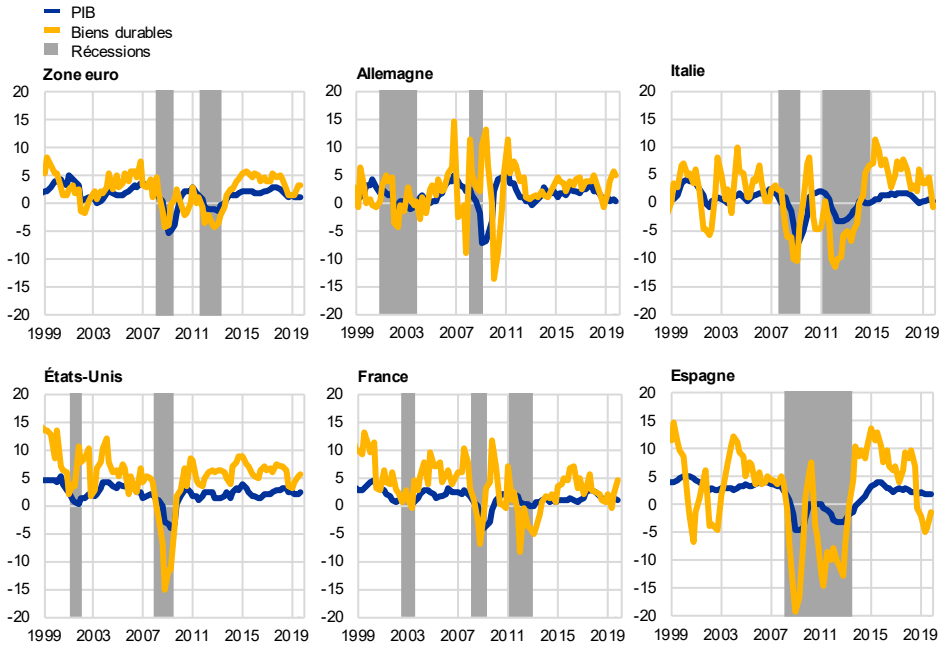
Les dépenses en biens durables tendent à être volatiles et procycliques, reflétant les caractéristiques de ce type de bien. Le graphique 2 montre que la dynamique de la consommation de biens durables en glissement annuel présente d'amples fluctuations, affichant une croissance généralement supérieure au PIB (et à la consommation de biens non durables) en période d'expansion économique et une contraction plus forte en période de récession. La procyclicité des dépenses en biens durables a été particulièrement prononcée en Italie et en Espagne durant la crise de la dette souveraine en Europe. Durant la période de crise, le comportement contracyclique en Allemagne a été influencé par la composante voitures, qui a bénéficié de subventions sous la forme de dispositifs de prime à la casse plus généreux que ceux des autres pays de la zone euro et qui se sont révélés plutôt efficaces [80]. De plus, le secteur des ménages a fait preuve d'une plus grande résistance en Allemagne que dans les autres grands pays de la zone euro.

[80] Cf. Grigolon (L.), Leheyda (N.) et Verboven (F.), « *Scrapping subsidies during the financial crisis – Evidence from Europe* », *International Journal of Industrial Organization*, vol. 44, 2016, p. 41-59. Contrairement à l'échantillon complet du tableau 1, la corrélation entre les biens durables et le PIB en Allemagne est positive plutôt que négative, pour un sous-échantillon s'achevant au quatrième trimestre 2007, ce qui exclut la crise financière et le comportement contracyclique de la composante voitures induit par les dispositifs de prime à la casse.

Graphique 2

Cyclicité de la consommation des biens durables

(variations annuelles en pourcentage et contributions en termes réels)



Sources : Eurostat, *US Bureau of Economic Analysis*, CEPR, NBER, ECRI et calculs de la BCE.
Notes : La datation des périodes de récession se fonde sur le NBER (pour les États-Unis), le CEPR (pour la zone euro) et le ECRI (pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

Étant donné leur volatilité et leur procyclicité, les dépenses en biens durables représentent historiquement une part relativement élevée de la variance du PIB, en dépit de leur faible part dans la consommation, notamment par rapport aux biens non durables. Le tableau 1 affiche la part de la consommation et ses composantes relativement au PIB ainsi que la part correspondante de la variance du PIB expliquée. La consommation privée totale représente deux tiers du PIB des États-Unis et un peu plus d'un tiers de celui de la zone euro. Cependant, sa contribution globale à la variance du PIB est généralement plus faible étant donné le comportement régulier des services, la composante la plus importante des rubriques de consommation de biens non durables. En revanche, en France, en Italie et en Espagne, ainsi qu'aux États-Unis, les biens durables contribuent à une part plus importante de la variance de la croissance du PIB par rapport à leur part dans la consommation. De ce point de vue, les dépenses en biens durables partagent des caractéristiques communes avec les dépenses d'investissement, qui, en dépit de leur plus faible proportion dans la demande agrégée, représentent une part disproportionnée des fluctuations de la production.

Tableau 1

Propriétés cycliques de la consommation et ses composantes

(parts en pourcentage et pourcentage de la variance expliquée)

	États-Unis		Zone euro		Allemagne		France		Italie		Espagne	
	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2
Consommation	67,2	54,9	55,3	33,0	52,2	10,0	53,1	34,5	60,6	43,5	60,5	67,0
Biens durables	*7,9*	*13,2*	*5,3*	*4,8*	*6,1*	*-0,8*	*4,8*	*5,3*	*5,3*	*7,8*	*4,8*	*9,1*
Biens non durables	*59,3*	*38,7*	*50,0*	*27,6*	*46,1*	*11,1*	*48,3*	*27,2*	*55,3*	*34,4*	*55,8*	*56,7*
Investissement	21,1	50,5	21,3	40,4	20,6	33,9	21,8	47,5	19,5	39,2	23,1	56,7

Sources : Eurostat, *US Bureau of Economic Analysis* et calculs de la BCE.
Notes : Part du PIB (%Y) et pourcentage de la variance du PIB expliquée (%σ2) par la consommation et ses composantes du premier trimestre 1997 au quatrième trimestre 2019. La part du PIB est exprimée en termes nominaux, tandis que la part de la variance expliquée est exprimée en termes réels. La catégorie « Biens non durables et services » recouvre également les biens semi-durables. Pour faciliter les comparaisons entre les États-Unis et la zone euro (et les pays de la zone euro), l'investissement se rapporte à la FBCF (nette des stocks) et inclut l'investissement privé et public.

2.2 Analyse fondée sur les points de retournement

Les analyses fondées sur les points de retournement se concentrent sur l'identification de périodes au cours desquelles l'économie passe d'un régime à un autre, par exemple d'une phase d'expansion à une phase de contraction, et vice versa. Dans cette section, les résultats pour la zone euro sont fondés sur deux approches différentes de la définition d'une récession. Une des approches repose sur la méthode officielle de datation du cycle économique utilisée par le Comité de datation pour le cycle des affaires de la zone euro du *Centre for Economic Policy Research* (CEPR) [81]. L'autre approche est une version de l'algorithme original de datation Bry-Boschan (1971) pour les données trimestrielles modifié par Harding et Pagan (2002) (ci-après l'algorithme MBBQ) [82]. Cet algorithme est une méthode automatique en plusieurs étapes qui permet d'identifier les points de retournement sur la base d'hypothèses concernant la taille relative des pics et des creux et la durée minimum des différentes phases du cycle d'activité.

Selon la datation officielle du CEPR, les récessions dans la zone euro ont tendance à coïncider avec des ralentissements du PIB et de la plupart des composantes de la dépense, y compris la consommation de biens durables. Le graphique 3 montre les récessions au sens du CEPR dans la zone euro (barres grises verticales délimitées par les bords noirs) ainsi que les ralentissements du PIB et des composantes de la dépense identifiés à partir de l'algorithme MBBQ (barres colorées). Le fait que les périodes de récession ont tendance à coïncider avec des *clusters* de ralentissements identifiés pour la plupart des composantes de la dépense du PIB est cohérent avec la notion de récession décrite comme étant un phénomène généralisé se propageant à l'ensemble de l'économie. En même temps, la baisse des

[81] L'approche CEPR définit une récession comme « une forte baisse du niveau d'activité économique, se propageant dans l'économie de la zone euro, généralement visible pendant au moins deux trimestres consécutifs de contraction du PIB, de l'emploi et d'autres mesures de l'activité économique globale pour l'ensemble de la zone euro ».

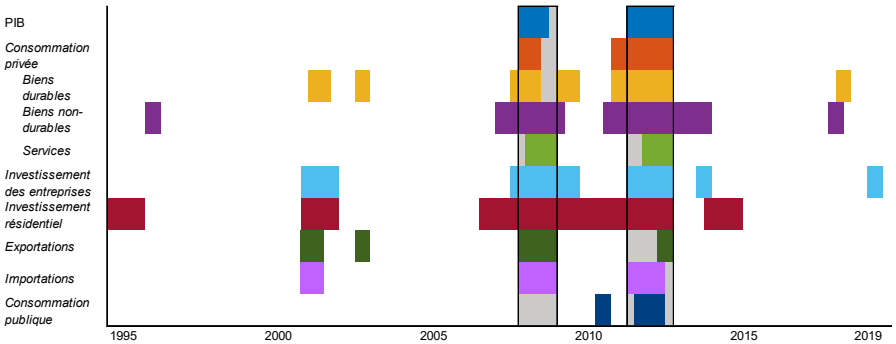
[82] Cf. Harding (D.) et Pagan (A.), « *Dissecting the cycle: a methodological investigation* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 2, 2002, p. 365-381 et Bry (G.) et Boschan (C.), « *Programmed Selection of Cyclical Turning Points* » dans Bry (G.) et Boschan (C.) (eds.), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, NBER, 1971, p. 7-63.

dépenses en biens durables en période de ralentissement dans l'ensemble de l'économie indique que les achats de biens durables sont étroitement synchronisés avec les évolutions de l'activité économique et comportent ainsi d'importantes informations relatives à la phase du cycle d'activité.

Graphique 3

Points de retournement pour les composantes de la dépense du PIB dans la zone euro

(récessions indiquées par les barres grises fondées sur la datation CEPR ; points de retournement identifiés par l'algorithme MBBQ)



Sources : Eurostat, calculs de la BCE et du CEPR.
Notes : Les zones grises correspondent aux récessions identifiées par le CEPR. Les zones colorées correspondent aux points de retournement pour les composantes de la dépense du PIB identifiés par l'algorithme trimestriel Bry-Boschan (MBBQ) modifié. Les séries désagrégées pour les composantes de la consommation de la zone euro sont élaborées comme un regroupement ascendant des données par pays pour les 19 pays de la zone euro dans le cas des biens durables, et pour un sous-ensemble de 12 pays (l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, la Lettonie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas et la Finlande) pour les biens non durables et les services, du premier trimestre 1995 à aujourd'hui, à l'exception de l'Italie, des Pays-Bas et de l'Autriche (toutes disponibles depuis le premier trimestre 1996) et de Malte (depuis le premier trimestre 2000). La consommation de biens non durables recouvre également les biens semi-durables et l'investissement des entreprises inclut l'investissement public. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

Outre les ralentissements coïncidant avec les récessions officielles, des points de retournement des biens durables se sont également produits historiquement en dehors des périodes de récession, et notamment au cours de périodes généralement caractérisées par une faiblesse économique.
Un tel point de retournement a ainsi eu lieu, par exemple, au début des années 2000, lorsque l'activité économique dans la zone euro a connu un ralentissement considérable [83]. En suivant ces épisodes de « phase de morosité » (*soft patch*), les dépenses en biens durables présentent une certaine ressemblance avec le comportement de l'investissement, une autre composante de la demande qui tend à être très volatile et fortement procyclique [84]. Dans le même temps, l'existence de « faux » signaux de récession provenant des composantes les plus volatiles du PIB incitent à la prudence et à ne pas dépendre d'un seul indicateur, celui-ci étant susceptible d'incorporer une faiblesse spécifique à certains secteurs ne reflétant pas l'état de l'ensemble de l'économie.

83 Il convient de noter que les deux premiers trimestres de 2003 ont été caractérisés par le CEPR comme une « pause prolongée dans la croissance de l'activité économique, plutôt qu'une véritable récession » dans la zone euro.

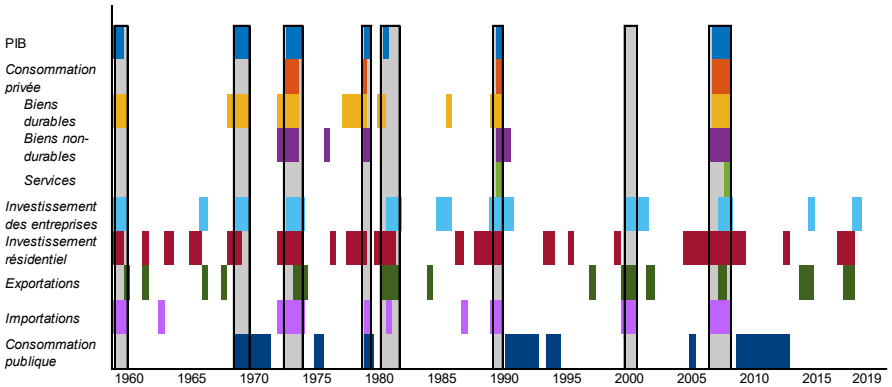
84 Sur la distinction entre les récessions et les phases de morosité économique de la zone euro, cf. Duma (M.), Forsells (M.) et Kennedy (N.), « Définitions et caractéristiques des phases de morosité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n°4, BCE, 2019.

Il est également intéressant d'observer que les ralentissements identifiés dans la consommation des biens durables ont eu tendance à anticiper le début officiel de deux récessions dans la zone euro datées par le CEPR. Bien que les épisodes limités de récession dans la zone euro invitent à faire preuve de prudence pour éviter de tirer des conclusions hâtives, cette caractéristique d'indicateur prospectif des dépenses en biens durables est également évidente dans l'échantillon plus étendu utilisé pour les États-Unis, qui s'étale sur plus de soixante ans, permettant ainsi d'appréhender un plus grand nombre de récessions (cf. graphique 4).
Tout comme pour la zone euro, les éléments provenant des États-Unis semblent également suggérer que le signal fourni par les biens durables en ce qui concerne le changement de phase du cycle d'activité tend à être moins bruité que celui fondé sur les composantes de l'investissement. En même temps, il semble plus cohérent pour signaler les changements entre régimes économiques que d'autres rubriques de la consommation telles que les services, qui, souvent, ne présentent pas de points de retournement durant les récessions officielles.

Graphique 4

Points de retournement pour les composantes de la dépense du PIB aux États-Unis

(récessions indiquées par les barres grises fondées sur la datation NBER ; points de retournements identifiés par l'algorithme MBBQ)



Sources : *US Bureau of Economic Analysis*, NBER et calculs de la BCE.
Notes : Les zones grises correspondent aux récessions identifiées par le NBER. Les zones colorées correspondent aux points de retournement pour les composantes de la dépense du PIB identifiés par l'algorithme trimestriel Bry-Boschan (MBBQ) modifié.
Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

3 Consommation de biens durables, crédit et conditions de financement

L'accès au crédit est important pour permettre aux ménages de lisser leur consommation au cours du cycle d'activité Les conditions de financement sont un déterminant particulièrement significatif du financement de gros achats comme les biens durables qui, du fait de leur durée de vie plus longue et de leur valeur unitaire plus élevée, sont plus souvent financés par recours au crédit et sont parfois admis en garantie de la créance sous-jacente [85]. L'encadré 2 fournit de plus amples détails

[85] En dépit de l'importance du crédit à la consommation dans le financement de la consommation de biens durables (cf. encadré 2), les crédits immobiliers liés à l'acquisition de logements continuent de représenter une part plus élevée de la dette des ménages.

concernant le recours au crédit pour financer les achats de biens durables dans la zone euro.

Encadré 2
Le recours au crédit pour l'achat de biens durables dans la zone euro

Matteo Falagiarda et Mika Tujula

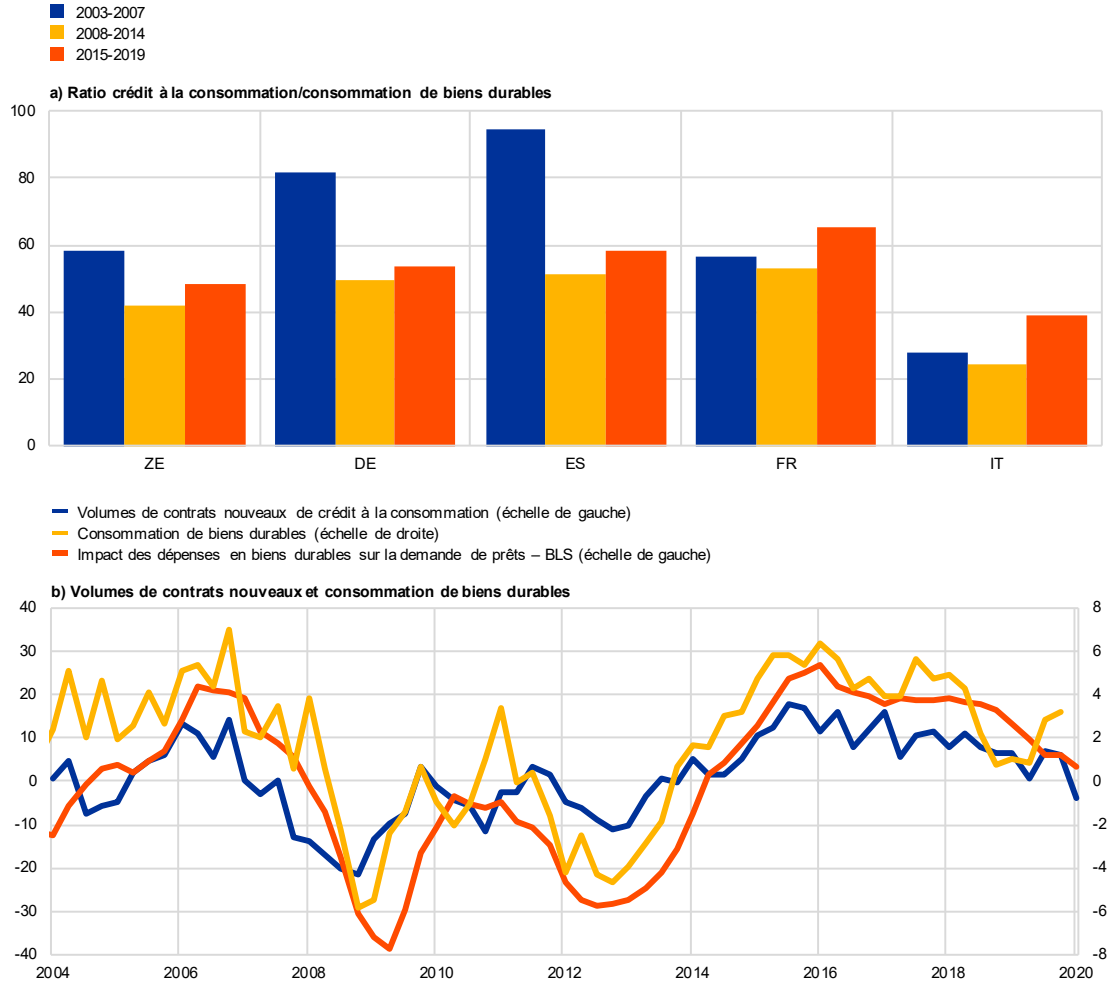
Une part importante des achats de biens durables dans la zone euro est financée par le recours au crédit [86]. Du fait de cette caractéristique, les biens durables sont davantage exposés que les biens non durables aux conditions du crédit et à la politique monétaire. Dans l'ensemble de la zone euro, la part du crédit à la consommation pour les achats de biens durables a fortement diminué au lendemain de la crise financière mondiale mais s'est redressée depuis 2015 (cf. partie a du graphique A). Alors que 60 % environ des achats de biens durables étaient financés par recours au crédit au cours de la période précédant la crise, cette part est revenue à 40 % environ au cours de la période 2008-2014 avant de remonter à presque 50 % plus récemment. À l'échelle des différents pays, on observe un profil similaire en Allemagne et en Espagne, où la majorité des achats de biens durables des ménages au cours de la période précédant la crise a été financée par le recours au crédit. En Allemagne, la baisse observée après 2007 peut être attribuée à une diminution de la part des voitures dans le total des achats de biens durables et, en 2009-2010, au dispositif de prime à la casse également, qui a réduit le montant de crédit nécessaire pour l'achat d'une voiture. En Espagne, la diminution de la part de biens durables financés par recours au crédit peut s'expliquer par l'important désendettement du secteur des ménages et par les taux de chômage élevés observés après la crise financière mondiale. En France et en Italie, le crédit soutient actuellement les achats de biens durables dans une plus grande mesure que par le passé, même s'il reste relativement modéré en Italie en raison de la plus faible part de voitures dans le total des achats de biens durables par rapport aux autres pays.

[86] Le crédit à la consommation recouvre les prêts consentis essentiellement à des fins personnelles pour l'achat de biens et de services. Il convient de souligner que, dans les statistiques de bilan des IFM, les crédits renouvelables, les découverts et les prorogations de crédit sur carte entrent dans la définition du crédit à la consommation pour les encours mais pas pour les volumes de contrats nouveaux. Pour de plus amples détails concernant les définitions statistiques, cf. « *Manual on MFI balance sheet statistics* » et « *Manual on MFI interest rate statistics* ».

Graphique A

Évolutions du crédit à la consommation dans la zone euro

(partie a : pourcentages ; partie b : variations annuelles en pourcentage ; moyennes mobiles sur quatre trimestres des pourcentages nets)



Source : Calculs de la BCE.
Notes : Partie a – ratio des volumes de contrats nouveaux de crédit à la consommation rapportés aux dépenses de consommation en biens durables ; partie b – taux de croissance annuel des volumes de contrats nouveaux de crédit à la consommation et des dépenses de consommation en biens durables en termes nominaux ; moyennes mobiles sur quatre trimestres des pourcentages nets pour l'indicateur de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BLS). Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020, à l'exception de l'observation concernant la consommation de biens durables, qui porte sur le quatrième trimestre 2019.

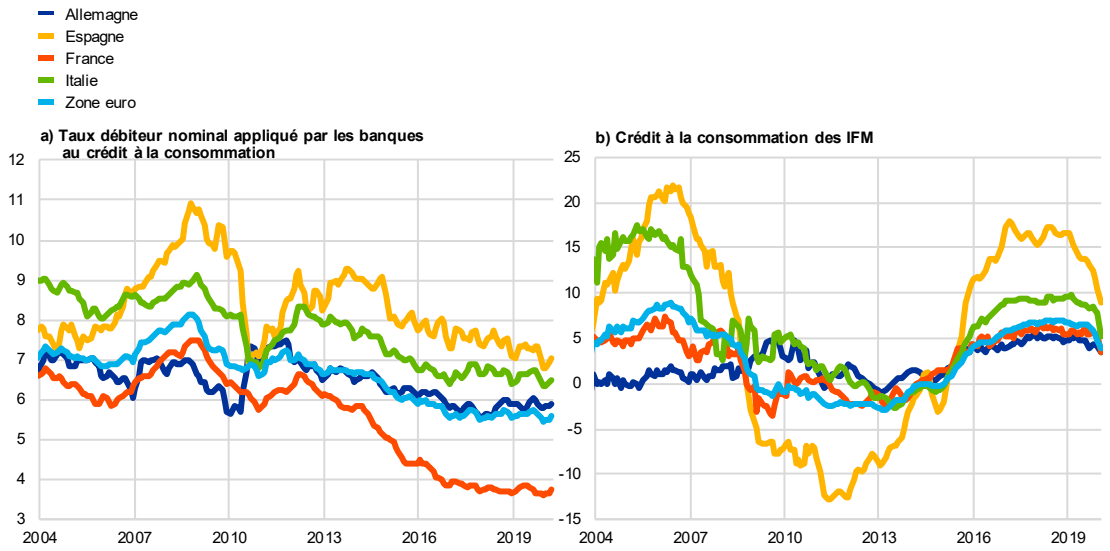
Le crédit à la consommation a soutenu la demande de biens durables des ménages au cours de la dernière reprise. Les évolutions des volumes de contrats nouveaux de crédit à la consommation ont généralement suivi de très près les variations des dépenses de consommation en biens durables (cf. partie b du graphique A). Entre le premier trimestre 2004 et le quatrième trimestre 2019, la corrélation entre consommation de biens durables et volumes de contrats nouveaux de crédit à la consommation est de l'ordre de 0,75. Ce lien étroit est également confirmé par l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, ce qui suggère que les dépenses en biens durables contribuent de façon importante à la demande de crédit à la consommation. Cette relation solide résulte également du fait que les biens durables, notamment les voitures, peuvent être admis en garantie des créances correspondantes. Depuis 2014, la demande croissante de biens durables et de crédits à la consommation pour les financer a été favorisée par un regain de confiance parmi les ménages à la suite de la reprise généralisée de l'économie et de l'amélioration de la situation sur le marché du travail, ainsi que par des taux débiteurs bancaires historiquement bas (cf. partie a du

graphique B). Ces évolutions ont été soutenues par les mesures de politique monétaire accommodante de la BCE. L'amélioration de l'environnement macroéconomique a considérablement réduit le risque de crédit des emprunteurs, permettant ainsi aux banques d'assouplir leurs conditions d'octroi de crédit [87]. Depuis mi-2018, la dynamique du crédit à la consommation a commencé à décélérer progressivement, en lien avec le ralentissement de l'activité économique et de la consommation de biens durables. Cette décélération s'est accompagnée de pressions croissantes vers un durcissement des critères d'octroi des banques, principalement en raison de l'attitude plus stricte des banques à l'égard du risque de crédit, ainsi que d'exigences accrues en matière de garanties et d'une augmentation des taux de refus des prêts. Ces pressions se sont intensifiées début 2020, reflétant l'impact de la pandémie de coronavirus [88].

Graphique B

Évolutions des taux débiteurs et des volumes de crédit à la consommation dans une sélection de pays de la zone euro

(partie a : pourcentages annuels, moyennes mobiles sur trois mois ; partie b : variations annuelles en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Notes : Partie a – Les dernières observations portent sur mars 2020 ; partie b – Les données antérieures à 2011 ne sont pas corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. Dans le cas de la zone euro et de l'Espagne, les données trimestrielles sont converties en fréquence mensuelle par interpolation à l'aide d'une fonction spline cubique. Les dernières observations se rapportent à mars 2020.

Le renforcement du crédit à la consommation observé dans la zone euro depuis 2014 a été généralisé, en dépit de différences notables entre les taux de croissance du crédit à la consommation enregistrés dans les différents pays (cf. partie b du graphique B). Depuis mi-2015, le crédit à la consommation a joué un rôle clé dans le redressement du total des prêts consentis par les IFM aux ménages en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie. En Espagne, la hausse du crédit à la consommation a été supérieure à 10 % en rythme annuel et a été la seule composante des prêts au secteur privé à afficher un taux de croissance annuel positif entre 2015 et 2017. Cette dynamique robuste doit cependant être replacée dans le contexte de forte diminution prolongée du crédit bancaire observée durant la crise financière et la crise de la dette souveraine, périodes qui ont été suivies de fortes pressions de la demande non satisfaite. En Italie, le crédit à la consommation a

[87] Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2017.

[88] Cf. « *The euro area bank lending survey – First quarter of 2020* », BCE, avril 2020.

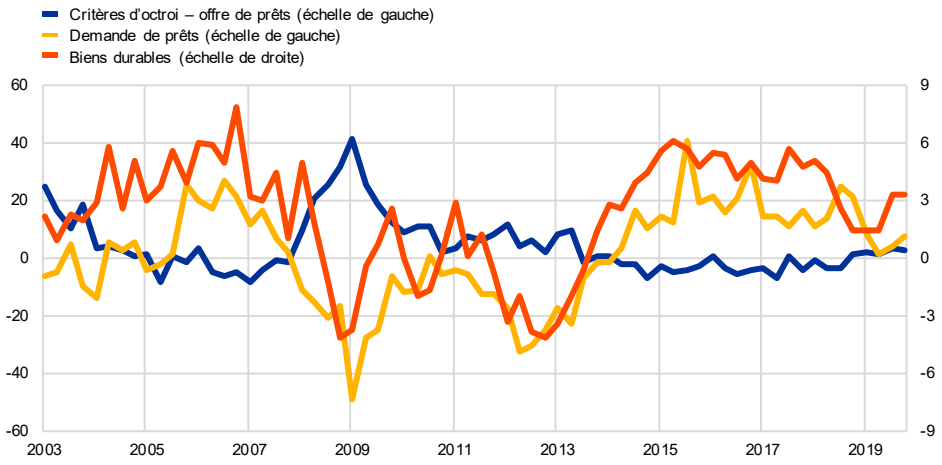
représenté la moitié de la croissance annuelle du total des prêts consentis par les IFM aux ménages au cours de la période 2016-2019. En Allemagne et en France, en revanche, les taux de croissance annuels du crédit à la consommation sont demeurés relativement modérés. Sur la période plus récente, la croissance du crédit à la consommation s'est ralentie dans l'ensemble des grands pays de la zone euro, en lien avec la dégradation de l'environnement économique. Ce ralentissement a été particulièrement prononcé en Espagne, avec la résorption progressive des fortes pressions de la demande non satisfaite après la crise. Un net essoufflement de la dynamique du crédit à la consommation a été observé début 2020 dans l'ensemble des grands pays de la zone euro, en raison des mesures de confinement introduites après l'apparition de la pandémie de coronavirus.

Par conséquent, les biens durables présentent une forte corrélation avec la demande de crédit à la consommation et peuvent fournir des informations importantes sur l'état des conditions de financement dans l'économie. Comme le montre le graphique 5, les phases de croissance soutenue de la consommation de biens durables, notamment celles observées durant la période d'expansion précédant la crise financière mondiale ou, plus récemment, en 2013-2019, tendent à coïncider avec une augmentation de la demande de prêts à la consommation, auxquels les ménages ont habituellement recours pour financer leurs achats de biens durables. De même, le co-mouvement étroit entre biens durables et demande de crédit a été observé durant les récessions en W dans la zone euro. En outre, durant la crise financière mondiale en 2008-2009, le durcissement des critères d'octroi des crédits bancaires a restreint la disponibilité de crédit côté offre et coïncidé avec une contraction significative des achats de biens durables.

Graphique 5

Offre et demande de crédit à la consommation et consommation de biens durables dans la zone euro

(échelle de gauche : pourcentages nets ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire, Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : L'offre et la demande de prêts sont déterminées à partir des questions posées aux banques concernant l'évolution de leurs critères d'octroi et de la demande de prêts au cours des trois derniers mois. Les séries relatives à la consommation de biens durables dans la zone euro sont exprimées en termes réels. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

Les profils divergents des dépenses en biens durables entre les différents pays peuvent donc également refléter l'hétérogénéité des conditions de

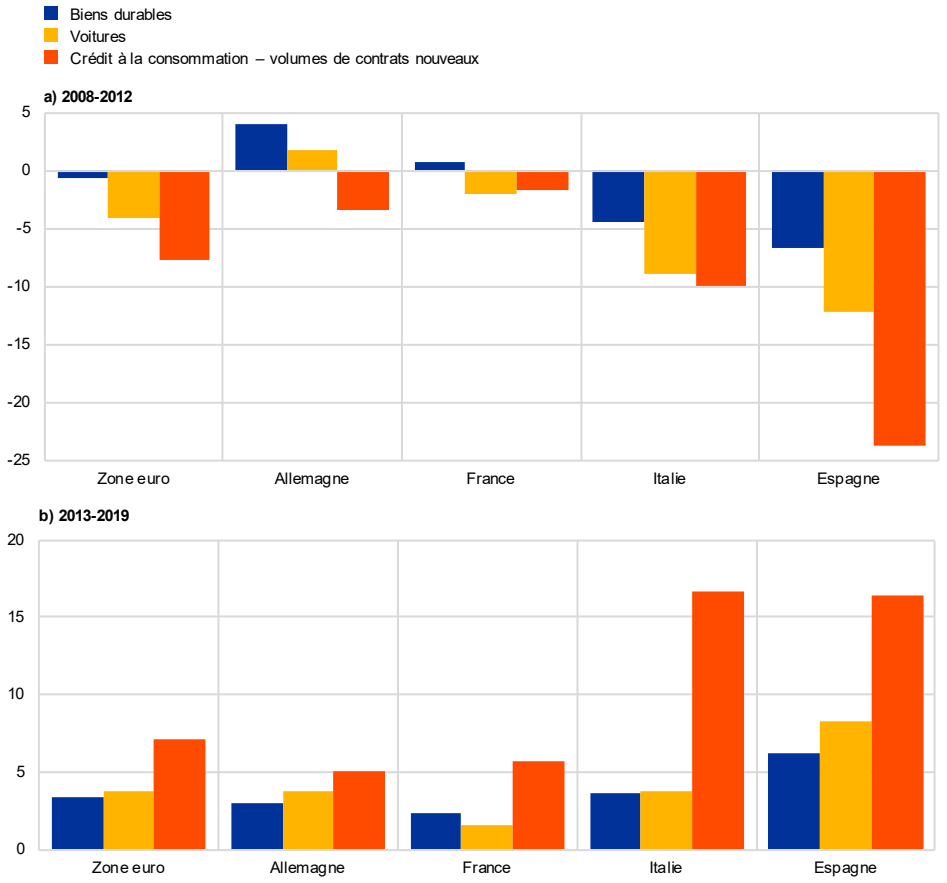
financement. Le graphique 6 retrace la consommation de biens durables, les dépenses consacrées à l'achat d'une voiture et le crédit à la consommation sur deux phases du cycle d'activité, pour l'ensemble de la zone euro et pour les quatre économies principales. La première période, 2008-2012, est dominée par la récession en W, suivie d'une phase de reprise soutenue. Si la première période est caractérisée par une stagnation des dépenses en biens durables et une contraction du crédit à la consommation dans l'ensemble de la zone euro, ces évolutions – sous la forme d'une nette contraction – ont cependant été particulièrement marquées en Italie et en Espagne, pays gravement touchés par les crises financière et de la dette souveraine dans la zone euro. En revanche, durant la seconde période débutant en 2013, avec l'amélioration de l'accès au crédit et la diminution de la dispersion, induite par la crise, des conditions de financement dans l'ensemble des économies de la zone euro grâce au soutien des mesures de politique monétaire, le crédit comme les dépenses en biens durables – y compris les achats de véhicules – se sont redressés, enregistrant des taux de croissance supérieurs à la moyenne en Italie et en Espagne.
En particulier, le redressement du crédit observé durant la seconde phase a été favorisé par la forte souscription de prêts nouveaux à la consommation à moyen et long terme, c'est-à-dire le type de prêts auxquels les ménages ont majoritairement recours pour financer de gros achats [89].

[89] Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2017.

Graphique 6

Crédit à la consommation, consommation de biens durables et dépenses pour l'achat de voitures

(variations annuelles moyennes en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.
Notes : Taux de croissance moyen de la consommation de biens durables, des dépenses consacrées à l'achat d'une voiture et du crédit à la consommation au cours des périodes 2008-2012 et 2013-2019. Le crédit à la consommation correspond à la variation annuelle du flux de contrats nouveaux de prêt à la consommation (hors crédits renouvelables et découverts, facilités de remboursement différé et prorogations de crédit sur carte). Le crédit à la consommation est exprimé en termes nominaux, tandis que la consommation de biens durables et les dépenses consacrées à l'achat d'une voiture sont exprimées en termes réels. Pour la consommation de biens durables et le crédit à la consommation, les dernières observations se rapportent à 2019, tandis que pour les dépenses consacrées à l'achat d'une voiture, elles portent sur 2018. Pour 2019, le taux de croissance des dépenses consacrées à l'achat d'une voiture est prolongé sur la base des nouvelles immatriculations de voitures particulières.

En particulier, les achats de voitures se distinguent comme un poste majeur de la consommation de biens durables – 40 % environ de la consommation totale dans la zone euro – particulièrement sensible aux conditions financement (cf. graphique 7). Ce qui rend habituellement un véhicule adapté au financement, outre le fait qu'il puisse être plus facilement admis en garantie, c'est sa valeur unitaire élevée par rapport au revenu, sa durée de vie relativement longue et son taux de dépréciation relativement faible [90]. Compte tenu du coût élevé lié à l'amélioration et à l'ajustement du stock de postes majeurs tels que les voitures, les intentions des ménages d'effectuer de gros achats sont fortement corrélées aux anticipations de

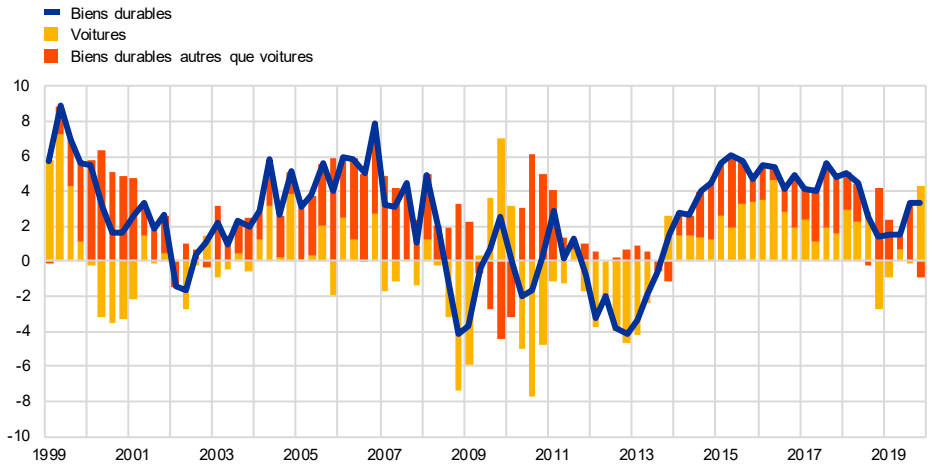
[90] Si les voitures se déprécient plus rapidement que certains biens durables, tels que les meubles, elles se déprécient en revanche beaucoup plus lentement que d'autres biens, tels que les ordinateurs. Cf. Stacchetti (E.) et Stolyarov (D.), « *Obsolescence of Durable Goods and Optimal Purchase Timing* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, n° 4, 2015, p. 752-773.

revenus et à leur situation financière. En conséquence, le profil des achats de voitures reflète les conditions de financement agrégées et la vigueur du cycle économique.

Graphique 7

Consommation de biens durables dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage et contributions en termes réels)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

Les dépenses liées aux voitures peuvent également être une source spécifique de fluctuations de la consommation de biens durables. Cela est dû à l'importance systémique de l'industrie automobile pour l'ensemble de l'économie – ce qui aboutit parfois à la mise en œuvre de mesures de soutien contracycliques (par exemple les dispositifs subventionnés de prime à la casse) – ainsi qu'à l'évolution de la réglementation et au progrès technologique. Par exemple, le rebond des achats de voitures constaté en 2009, au milieu de la crise financière, a été favorisé par la mise en œuvre, dans l'ensemble de la zone euro, de subventions sous la forme de dispositifs de prime à la casse allant de 1 000 euros par voiture en France à 2 500 euros par voiture en Allemagne [91]. Le redressement des biens durables tiré par le secteur automobile durant la récession s'est révélé être de courte durée, les subventions ayant principalement contribué à matérialiser immédiatement la demande future.

Au cours de la dernière expansion, les dépenses liées aux voitures ont insufflé un élan majeur à la croissance soutenue des biens durables, dans un contexte de conditions de financement favorables et d'assouplissement des critères d'octroi appliqués par les banques aux prêts à la consommation depuis 2014. Durant cette période, les conditions de financement favorables ont soutenu les dépenses en biens durables de manière probablement plus efficace, les biens durables tendant à réagir plus fortement aux chocs monétaires durant les phases d'expansion qu'en période de récession, ce qui est cohérent avec les conclusions de la littérature économique [92]. L'encadré 3 analyse, à l'aide de données individuelles,

[91] Cf. Grigolon (L.), Leheyda (N.) et Verboven (F.), « *Scrapping subsidies during the financial crisis – Evidence from Europe* », *International Journal of Industrial Organization*, vol. 44, 2016, p. 41-59.

[92] Cf., par exemple, Berger (D.) et Vavra (J.), « *Consumption dynamics during recessions* », *Econometrica*, vol. 83, n° 1, 2015, p. 101-154.

l'hétérogénéité des comportements des ménages s'agissant des achats de voitures et du recours au crédit automobile durant la reprise. Au cours des deux dernières années (2018-2019), les dépenses liées aux voitures se sont ralenties dans un contexte de forte volatilité, liée en partie à l'évolution de la réglementation sur l'environnement et aux perspectives incertaines concernant l'utilisation future des moteurs diesel et le rythme de déploiement des voitures électriques.

Encadré 3
Hétérogénéité des ménages en matière d'achats de véhicules

Fabian Nemeczek, Francisco Rodrigues et Jiri Slacalek

Les véhicules tels que les voitures, les camions et les motos sont une composante importante des biens durables. Ils représentent environ 40 % de la consommation de biens durables au niveau agrégé et expliquent une grande partie de sa variation cyclique. Les achats agrégés de véhicules (ci-après « voitures » pour simplifier) ont, par conséquent, connu des évolutions dynamiques ces dernières années. Les données agrégées peuvent toutefois masquer une forte hétérogénéité au sein de la population. Si, par exemple, seuls les ménages les plus riches étaient à l'origine de la hausse agrégée des achats de voitures, ce serait un signe de fragilité de la croissance de la consommation de biens durables. De plus, les achats de voitures nécessitent souvent un prêt. La distribution de prêts destinés à l'achat de voitures peut donc également fournir des informations utiles sur les conditions macroéconomiques et financières.

Cet encadré examine l'hétérogénéité au sein des ménages de la zone euro en matière d'achats de voitures et de prêts destinés à l'achat de voitures pendant la phase de reprise qui a suivi la crise de la dette souveraine européenne. Nous utilisons l'enquête de l'Eurosystème sur le comportement financier et de consommation des ménages (HFCS), qui est une source unique de données sur les indicateurs relatifs aux bilans, au revenu et à la consommation comparables entre les pays au niveau des ménages. Cette enquête fournit également des informations sur les dépenses des ménages en matière d'achats de véhicules et sur les prêts octroyés à cette fin. L'HFCS étant une enquête triennale, cet encadré se concentre sur les deux campagnes conduites en 2014 et en 2017. Les informations relatives aux achats de voitures sont disponibles pour l'année précédant les entretiens réalisés pour l'enquête, c'est-à-dire 2013 et 2016, respectivement [93].

Une caractéristique générale qui se dégage des microdonnées est que les ménages dont les niveaux de revenu sont plus élevés ont tendance à acheter des voitures plus onéreuses et à en changer plus souvent. Le graphique A montre comment la part des ménages qui ont acheté une voiture neuve ou d'occasion au cours de l'année précédant l'enquête (partie a du graphique A) et la valeur payée médiane (partie b du graphique A) sont distribuées entre les différents quintiles du revenu brut des ménages. Le montant payé pour l'achat, comme présenté dans la partie b, se rapporte aux achats de voitures neuves et d'occasion, nets de tout montant reçu pour l'échange ou la vente d'un modèle plus

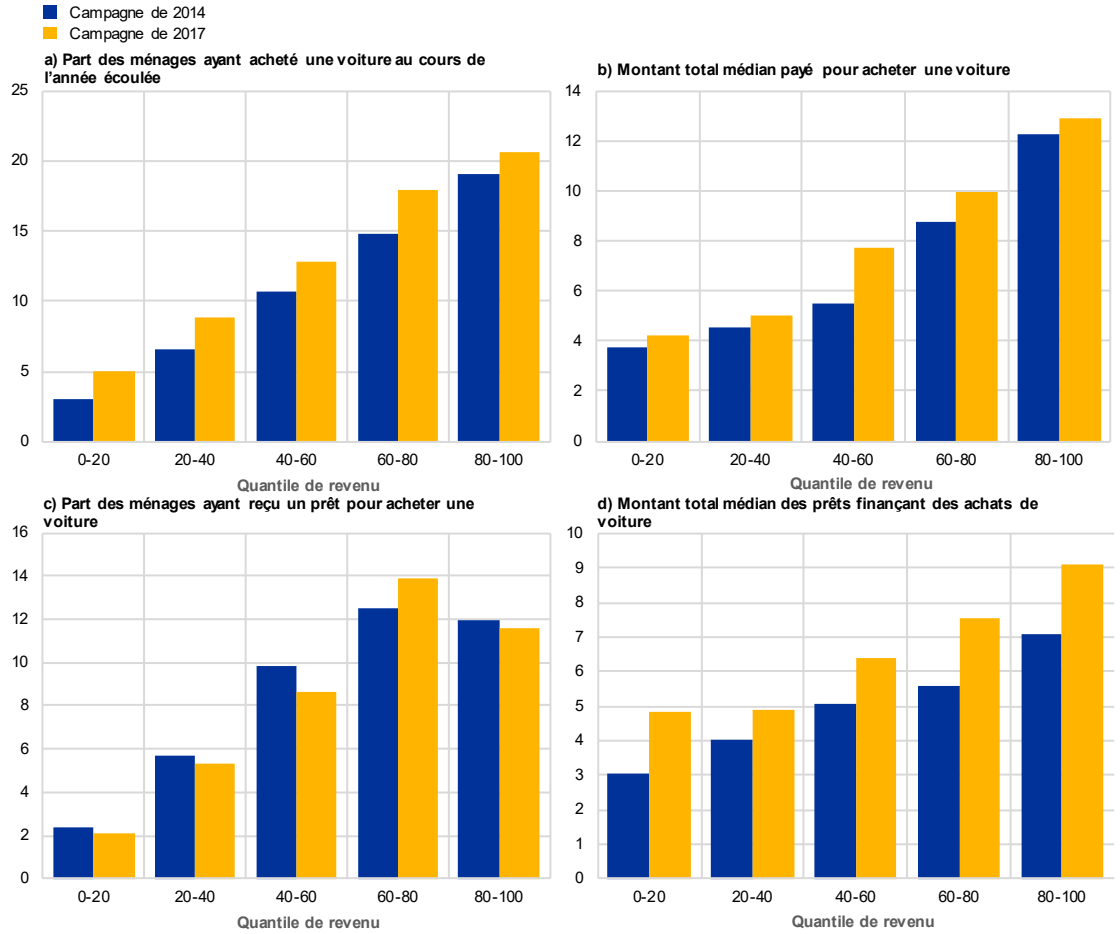
[93] Les informations relatives aux achats de voitures n'ont pas été collectées lors de la première campagne de l'HFCS. La description des principaux résultats de l'enquête est disponible dans *Household Finance and Consumption Network*, « *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the second wave* », *Statistics Paper Series*, n° 18, BCE, 2016 ; et dans *Household Finance and Consumption Network*, « *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 wave* », *Statistics Paper Series*, n° 36, BCE, 2020.

ancien [94]. Les deux mesures s'accroissent clairement en fonction du revenu dans les deux campagnes d'enquête : les ménages dont les revenus sont plus élevés ont tendance à acheter plus souvent des voitures et à dépenser davantage d'argent pour ces achats.

Graphique A

Achats de voitures des ménages et prêts finançant des achats de voitures dans la zone euro

(en pourcentage et en milliers d'euros de 2017)



Sources : Enquête sur les finances et la consommation des ménages (HFCS) de 2014 et 2017.
Notes : Les achats de voitures se rapportent au montant net total payé pour les voitures, net de tout montant reçu pour l'échange ou la vente d'un modèle plus ancien acheté par les ménages au cours des 12 mois précédents. Les prêts finançant les achats de voiture se rapportent à l'encours total de l'ensemble des prêts actuellement détenus qui ont été utilisés pour acheter des voitures. Les données incluent les pays de la zone euro suivants : la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, la France, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie. Les informations relatives aux prêts destinés à l'achat de voitures pour l'Espagne et la Finlande ne sont pas disponibles.

Reflétant une reprise généralisée, les données montrent qu'entre 2014 et 2017, les achats de véhicules ont augmenté sur l'ensemble de la distribution du revenu. La part des ménages qui ont acheté une voiture et la valeur médiane de la voiture se sont inscrites en hausse pour tous les groupes de revenus. Plus précisément, la part des ménages ayant acheté une voiture a enregistré une hausse comprise entre 1,5 et 3,1 points de pourcentage et la valeur médiane de la voiture s'est accrue d'un montant compris entre 400 euros et 2 100 euros. Des augmentations similaires ont été

[94] Les données de l'enquête HFCS ne peuvent être comparées directement avec la plupart des autres sources de données car celles-ci ne couvrent pas séparément le secteur des ménages ou se concentrent uniquement sur les voitures neuves. Les données HFCS couvrent également les achats/ventes de voitures d'occasion par les ménages. Les données relatives aux montants en euros dépensés pour des achats de voitures collectées dans l'HFCS sont comparables aux montants déclarés dans les enquêtes sur le budget des ménages.

enregistrées pour d'autres dimensions sociodémographiques, telles que l'âge, l'éducation et le statut en matière d'emploi.

Les hausses des achats de voiture ont été importantes pour l'ensemble de la distribution du revenu, y compris les segments inférieurs et moyens. Tandis que la part des ménages achetant une voiture a augmenté d'environ 60 %pour le quintile de revenu inférieur, elle s'est accrue d'environ 20 % pour le quintile du milieu et de 8 % pour le quintile supérieur. Cette situation peut refléter le fait que les biens durables, notamment les voitures, sont particulièrement procycliques. En période de récession, les ménages ont tendance à reporter leurs achats de biens durables, privilégiant les biens de première nécessité [95]. Ce profil est particulièrement prononcé dans le cas des ménages les plus pauvres, qui sont davantage soumis au risque de chômage et disposent de moins d'actifs liquides pour lisser leurs dépenses.

Une diminution de l'incertitude stimule les achats de voitures. Un bien durable fournit aux ménages un flux de services tout au long de sa durée de vie. Les ménages qui s'interrogent sur leur revenu futur seront moins incités à acheter un bien durable, car cela revient à prendre la décision d'allouer l'épargne présente et future à la consommation actuelle et future. Un recul de l'incertitude, une baisse du chômage et des perspectives plus optimistes concernant les évolutions économiques futures ont probablement contribué à accroître le nombre d'achats de voitures, en particulier dans les segments inférieurs de la distribution du revenu (cf. partie a du graphique A).

Le montant des prêts accordés pour acheter des voitures augmente également au sein de la distribution du revenu. Par ailleurs, le montant des prêts finançant ces achats tend à augmenter avec le revenu (partie c du graphique A). Cependant, la part des ménages ayant contracté un prêt pour financer l'achat d'une voiture augmente jusqu'au quatrième quintile de revenu, avant de fortement diminuer au cinquième quintile (partie c du graphique A).

Tandis que la part des ménages ayant contracté un prêt pour financer l'achat d'une voiture est demeurée globalement stable entre 2014 et 2017, le solde de ces prêts a augmenté sur l'ensemble de la distribution du revenu. La part des ménages ayant contracté un prêt pour financer des achats a légèrement diminué pour la plupart des quintiles de revenu (partie c du graphique A) et la différence entre les deux années n'a pas dépassé 1,5 point de pourcentage. Dans le même temps, la valeur médiane des prêts finançant ces achats (partie d du graphique A) a augmenté d'un montant compris entre 900 et 2 000 euros sur l'ensemble de la distribution du revenu. En pourcentage, la plus forte hausse a été enregistrée pour les ménages appartenant au quintile inférieur. Cette augmentation de la valeur médiane des prêts finançant des achats de voitures pour les ménages à bas revenus peut refléter leurs anticipations plus optimistes quant à l'économie et des contraintes de crédit moins fortes.

Les achats de voitures se sont inscrits en plus forte hausse pour les ménages disposant de moins d'actifs liquides nets. Cela suggère que la constitution d'une épargne de précaution peut avoir constitué un facteur important de modération des dépenses consacrées aux biens durables pendant la Grande Récession. Comme pour le risque lié au revenu, la consommation de biens durables est également influencée par la façon dont les ménages sont assurés contre les chocs en matière d'actifs liquides nets. En phase avec les modèles économiques, les ménages disposant de faibles volants d'actifs liquides ont tendance à reporter leurs achats de biens durables pendant les périodes

[95] Cf., par exemple, Carroll (C.D.) et Dunn (W.E.), « *Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets* », in Benjamin (S.) Bernanke et Julio Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge : MIT Press, 1997, p. 165-229.

de récession et à acheter des voitures pendant les périodes de reprise, lorsque leurs perspectives économiques sont plus optimistes. Des calculs supplémentaires montrent que les ménages disposant de peu d'actifs liquides nets par rapport à leur revenu, en particulier ceux qui sont exposés à des risques, tels que les ménages à faible revenu, accroissent plus fortement leurs achats de voitures.

Dans le futur proche, les achats de voitures diminueront en raison de la pandémie de coronavirus. À court terme, de nombreux ménages remettront à plus tard leurs dépenses en matière de voitures car l'offre a été fortement réduite par les mesures d'endiguement et en raison des chocs défavorables affectant les revenus, ainsi que la hausse de l'incertitude économique et financière. À moyen terme, le redressement futur des biens de consommation durables pourrait être soutenu par la demande non satisfaite reportée et par une évolution possible des préférences des ménages en faveur des voitures et au détriment des transports publics. Cet effet pourrait toutefois être modéré par le fait que le choc lié à la pandémie affectera de façon disproportionnée les jeunes ménages. Ces ménages sont à l'origine d'une part considérable des achats de voitures et sont susceptibles d'être particulièrement exposés à des baisses de revenus et à la hausse de l'incertitude.

4 Prix relatifs et consommation relative de biens durables

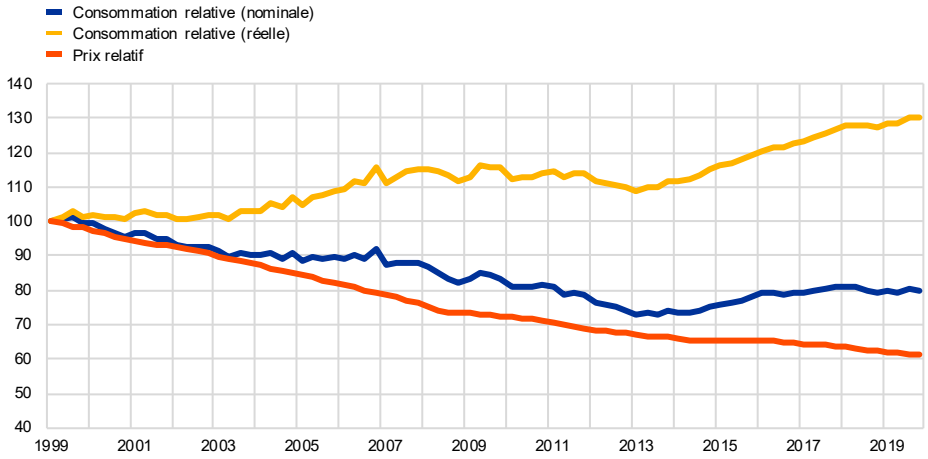
Le prix relatif des biens durables affiche une tendance durablement baissière à long terme. Le prix relatif, mesuré par le ratio entre le déflateur de la consommation de biens durables et le déflateur de la consommation de biens non durables (ces derniers incluant les biens semi-durables et les services) a reculé de près de 40 % dans la zone euro depuis 1999 (cf. graphique 8). Le renforcement de l'accessibilité des biens durables a bénéficié des tendances de la mondialisation et a également été observé dans d'autres économies avancées, telles que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Depuis le milieu des années 1990, la mondialisation a permis aux entreprises d'importer davantage de biens de consommation à bas coûts en provenance de nouveaux lieux situés dans les marchés émergents et à déplacer les capacités de production vers ces nouveaux lieux [96]. De plus, les progrès technologiques rapides ont entraîné une baisse régulière des prix de certains biens durables tels que les produits électroniques, tout en posant des difficultés de prise en compte de la qualité dans la mesure statistique des variations de prix. L'encadré 4 apporte un éclairage sur l'importance des biens durables dans l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro.

[96] Cf. Kim (M.) et Reinsdorf (M.B.), « *The Impact of Globalization on Prices: A Test of Hedonic Price Indexes for Imports* », in Houseman (S.N.) et Mandel (M.) (eds.), *Measuring Globalization: Better Trade Statistics for Better Policy, vol.* 1, Kalamazoo: Upjohn Institute Press, 2015.

Graphique 8

Consommation relative et prix relatifs des biens durables dans la zone euro

(indice des prix relatifs et de la consommation relative en termes réels et nominaux, 1999 T1 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : L'indice de la consommation relative est calculé comme le ratio biens durables/bien non durables, en termes réels et nominaux. L'indice des prix relatifs est le ratio déflateur des biens durables/déflateur des biens non durables. Les séries sont indexées sur le premier trimestre 1999 (1999 T1 = 100). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019.

Encadré 4

L'impact des prix des biens durables sur l'inflation mesurée par l'IPCH

Luigi Ferrara

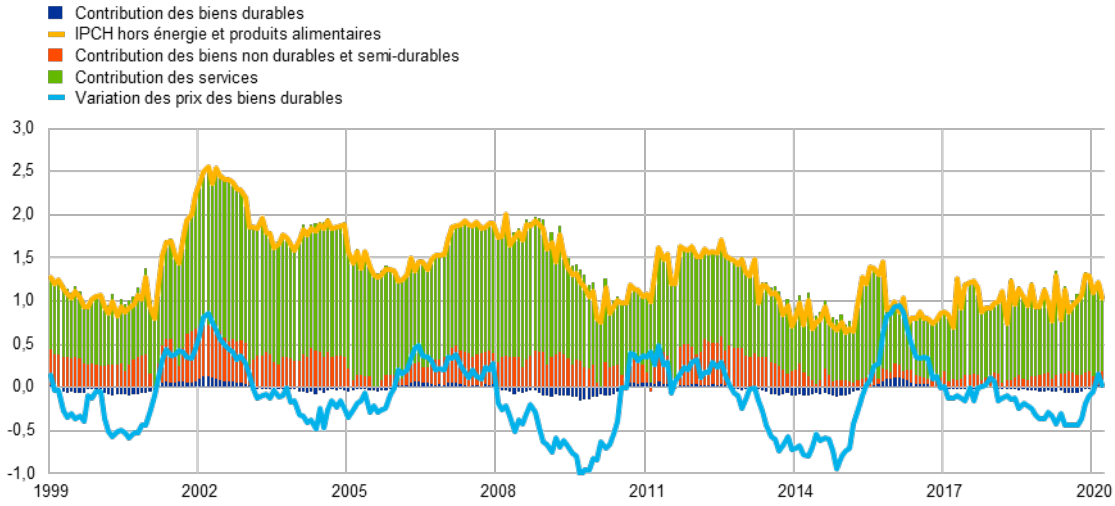
Les prix des biens durables n'ont pas soutenu les évolutions de l'inflation dans la zone euro au cours des vingt dernières années. Leur contribution à l'inflation totale et à l'inflation sous-jacente s'est en moyenne élevée à zéro (cf. graphique A). Cela reflète un taux de variation des prix légèrement négatif (environ – 0,1 % en moyenne depuis 1999) et le poids relativement faible des biens durables dans le panier de l'IPCH. Depuis 1999, le poids des biens durables s'est élevé, en moyenne, à 34 % pour les produits manufacturés hors énergie et à 14 % pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires [97].

[97] La couverture de l'IPCH a été étendue en 2000 afin d'inclure plusieurs services d'action sociale, avec pour conséquence que toute comparaison des poids avant 2001, d'une part, et pour 2001 et les années suivantes, d'autre part, est affectée par cette rupture structurelle.

Graphique A

Variation des prix des biens durables, inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, et ses composantes

(variations annuelles en pourcentage et points de pourcentage, données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2020.

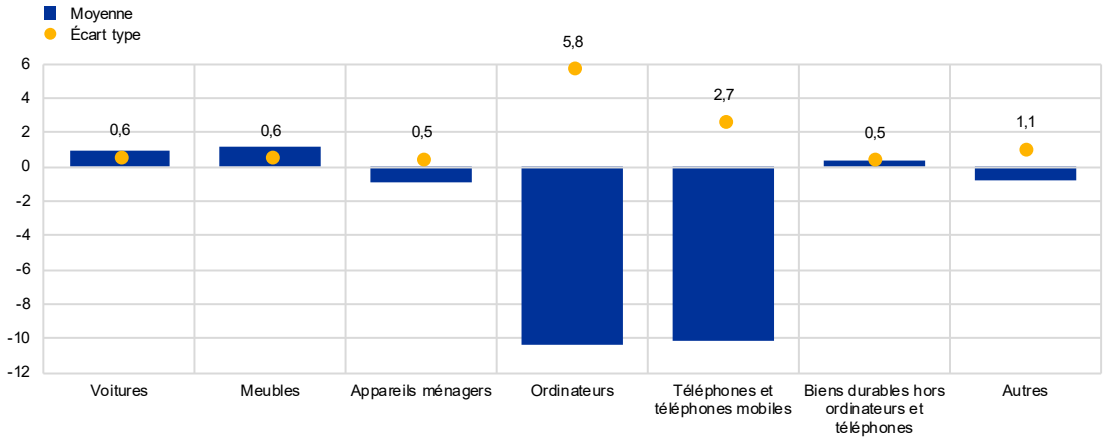
Si la variation des prix des biens durables a connu une tendance stable, elle a également affiché un degré non négligeable de cyclicité. Une analyse granulaire suggère que des éléments spécifiques ont contribué à ces deux caractéristiques. Le graphique B décompose les évolutions des prix des biens durables en six grandes rubriques : les voitures, les meubles, les appareils ménagers, les ordinateurs, les téléphones et autres. Le prix des ordinateurs a baissé en moyenne de 10 % et n'a pas enregistré de taux de variation annuel positif depuis 1999. De plus, la volatilité des taux de variation annuels négatifs des prix a été substantielle, comme en atteste un écart type de près de 6 points de pourcentage. On peut dire la même chose des prix des téléphones [98]. Les appareils ménagers ont également enregistré, en moyenne, un taux de variation des prix négatif, quoique moins élevé et beaucoup moins volatil. En revanche, les voitures et les meubles ont en moyenne affiché un taux de variation des prix positif, avec une volatilité beaucoup moins prononcée que les ordinateurs et les téléphones. Dans la mesure où ils représentent plus de la moitié du poids des biens durables, ils déterminent la tendance et la volatilité de l'agrégat des biens durables pour l'IPCH. Si les ordinateurs et les téléphones étaient exclus des biens durables, le taux moyen de variation des prix des biens durables aurait été légèrement positif au cours des vingt dernières années.

[98] Ces prix ne sont disponibles que depuis décembre 2017, en préparation de la transition de l'IPCH vers la ventilation COICOP5 en 2019.

Graphique B

Principales composantes des biens durables : taux d'inflation moyen et écart type 1999-2020

(variations annuelles moyennes en pourcentage et points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les « voitures », les « meubles », les « appareils ménagers », les « ordinateurs » et les « téléphones et téléphones mobiles » représentent, conjugués, 80 % de l'ensemble des biens durables, les trois premiers éléments représentant environ 40 %, 20 % et 10 % de l'agrégat, respectivement. Le taux de variation des prix des « téléphones et téléphones mobiles » n'est disponible que depuis décembre 2017. Le taux de variation des prix des « biens durables hors ordinateurs et téléphones » n'exclut les téléphones qu'à partir de décembre 2017 et inclut par conséquent les variations dues à la transition vers la ventilation COICOP5.

Les évolutions diverses de l'inflation pour les différentes composantes des biens durables suggèrent qu'elles pourraient être déterminées par des facteurs idiosyncratiques. Par exemple, le degré élevé de progrès technologique depuis la fin des années 1990 a probablement été particulièrement important pour les ordinateurs. Dans les statistiques de l'IPCH, ces progrès sont considérés comme une amélioration de la qualité des produits et, par conséquent, ne reflètent pas uniquement une variation de prix. Acheter un nouvel ordinateur, plus puissant que celui qu'il remplace, implique donc une baisse du prix enregistré dans les statistiques de l'IPCH. Des ajustements similaires au titre de l'amélioration de la qualité, quoique dans une moindre mesure, sont également appliqués aux prix des voitures [99]. Ce facteur a contribué à la relative atonie du taux d'inflation moyen des biens durables au cours des vingt dernières années.

En raison des facteurs idiosyncratiques, il peut être plus difficile de discerner la relation entre la variation des prix des biens durables et la demande régulière et les facteurs de coûts. Par exemple, du point de vue de la demande, la variation des prix des biens durables a tendance à évoluer en corrélation avec la croissance de la consommation privée. Du point de vue des facteurs de coûts, la variation des prix des biens durables affiche une corrélation négative avec la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui provient d'une association fortement positive avec la croissance de la productivité plutôt qu'avec l'évolution des salaires. Bien que ces indicateurs agrégés ne soient que des approximations sommaires de la demande spécifique adressée aux différents secteurs et des conditions de coûts des biens durables, ils sont conformes au scénario dans lequel la fixation des prix des biens durables par les entreprises tend à refléter les variations du cycle et les bénéfices s'ajustent aux chocs en matière de demande et de coûts. Les évolutions de l'approvisionnement et de la production au plan mondial sont également pertinentes en matière de variation des prix des

[99] La méthodologie de l'IPCH nécessite l'ajustement des variations de prix effectives afin d'en améliorer la qualité. Il s'agit d'une tâche difficile, en particulier pour les produits dont la qualité évolue rapidement et souvent de façon substantielle au fil du temps. Afin de fournir des résultats comparables, les IPCH des différents pays de la zone euro sont conçus pour présenter des résultats harmonisés, alors que les outils et les méthodes statistiques utilisés pour produire ces résultats sont susceptibles de varier.

biens durables. S'agissant de l'ensemble des biens manufacturés hors énergie, le contenu en importations directes et indirectes est passé de 20 % en 2000 à un peu plus de 25 % en 2014 [100]. Les parts des biens durables sont susceptibles d'être comparables.

Au fil du temps, la baisse des prix relatifs a coïncidé avec une hausse de la consommation réelle de biens durables par rapport aux autres composantes. Comme le montre le graphique 8, des évolutions de prix favorables ont contribué à une hausse de la part des biens durables dans la consommation totale en termes réels, malgré une légère baisse de la part nominale correspondante. De plus, la partie a du graphique 9 montre la nature commune de ce phénomène qui est observé à long terme, non seulement pour l'ensemble de la zone euro, mais aussi dans ses quatre principales économies. Toutefois, à une fréquence correspondant au cycle d'activité, la consommation relative de biens durables peut réagir aux conditions économiques spécifiques à chaque pays, étant affectée par la demande non satisfaite et les effets de rattrapage. La partie b montre que, même si les prix relatifs continuent de s'inscrire en baisse durant les phases de faiblesse du cycle d'activité, les consommateurs ne parviennent parfois pas à tirer profit des conditions de prix favorables. Par exemple, en Italie et en Espagne pendant la période 2008-2012, d'autres facteurs tels que la baisse du revenu disponible et la hausse du chômage ont pesé plus largement sur la consommation. Le report des gros achats au milieu de la phase de récession prolongée a entraîné le vieillissement du stock de biens durables à l'origine de la demande non satisfaite [101]. En conséquence, l'expansion qui a suivi, comme présentée dans la partie c, peut très bien avoir été associée à des effets de rattrapage à mesure que les conditions économiques se sont améliorées.

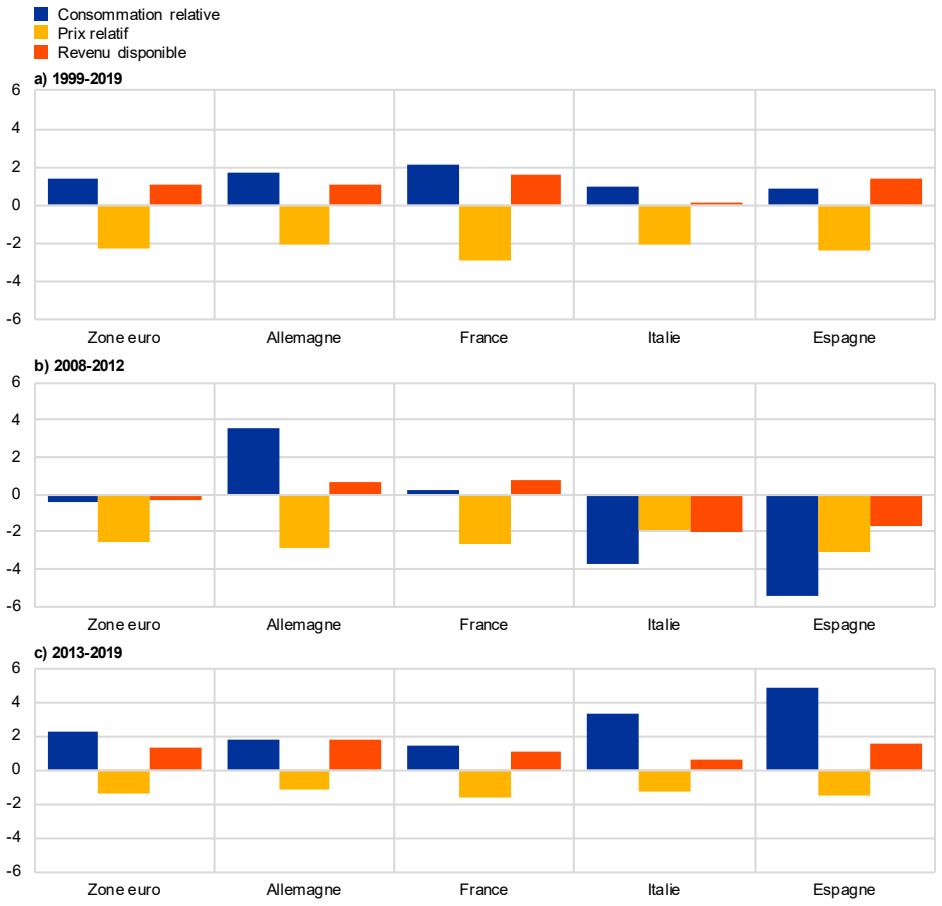
[100] Cf. Schaefer (S.) in Encadré 1 de Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), « *Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 241, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2020.

[101] Cf. Dossche (M.) et Saiz (L.), « La consommation de biens durables durant l'expansion économique en cours », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

Graphique 9

Dynamique de la consommation relative, des prix relatifs et du revenu disponible réel

(taux de croissance annuels moyens exprimés en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La consommation relative est le ratio volume des dépenses consacrées aux biens durables/volume des dépenses consacrées aux biens non durables, et le prix relatif est le ratio déflateurs des biens durables/déflateurs des biens non durables. Le revenu disponible est exprimé en termes réels et, en raison de la disponibilité des données, est calculé comme la moyenne sur 2000-2019 dans la partie a.

5 Une décomposition structurelle de la consommation qui prend en compte les chocs spécifiques aux biens durables

L'objectif de cette section est d'évaluer de manière empirique les déterminants de la consommation totale, en permettant aux facteurs spécifiques aux biens durables de jouer un rôle. Dans la littérature empirique, quelques études distinguent la consommation de biens durables de la consommation de biens non durables et examinent la façon dont elles sont interconnectées, en particulier dans la zone euro. L'analyse existant dans ce domaine est limitée car les données agrégées relatives aux dépenses consacrées aux biens durables dans la zone euro n'ont pas encore été publiées officiellement et ne sont devenues disponibles que récemment pour chaque pays. De plus, les caractéristiques spécifiques aux biens durables examinées précédemment, à savoir leur caractère durable, le fait qu'ils sont sujets à dépréciation et leur sensibilité aux conditions du crédit, rendent plus difficile de les incorporer dans

un modèle de consommation au côté des rubriques de dépenses correspondant aux biens durables.

L'analyse empirique est fondée sur un modèle vectoriel autorégressif (VAR) intégrant les biens durables, dans lequel les chocs structurels sont identifiés sur une base théorique [102]. L'idée sous-jacente est que la consommation totale est mieux modélisée si l'on traite séparément les dépenses consacrées aux biens durables et celles consacrées aux biens non durables, étant donné leur ajustement asynchrone et la possibilité d'effets de contagion provenant de chocs spécifiques aux biens durables qui s'exercent sur la consommation de biens non durables en présence de contraintes de liquidité [103]. Le modèle utilise cinq variables : les volumes et les prix de la consommation de biens durables et non durables et le taux d'intérêt nominal appliqué aux crédits à la consommation. Pour interpréter l'évolution de la consommation en termes de déterminants fondamentaux, cinq déterminants structurels sont identifiés : l'offre et la demande spécifiques aux biens durables, l'offre et la demande agrégées (approximées par les biens non durables) et les conditions monétaires au sens large qui permettent d'appréhender la politique monétaire et l'environnement de crédit. L'identification repose sur une combinaison d'absences de restrictions et de restrictions de signe fondées sur un modèle théorique. Le modèle VAR est à paramètres variables dans le temps et estimé à l'aide de techniques bayésiennes.

La méthodologie permet de décomposer la consommation en contributions provenant des chocs structurels. Le graphique 10 présente une décomposition historique de la consommation totale et de la croissance de la consommation de biens durables dans la zone euro. En se concentrant sur la consommation totale, les résultats de la partie a) suggèrent que, dans un contexte de chocs d'offre agrégée négatifs entre 2008 et 2013, les principaux déterminants cycliques de la consommation pendant la crise financière et la crise de la dette souveraine étaient des facteurs de demande, leur contribution ayant déclenché des ralentissements de l'activité pendant les différentes phases de ces crises, ainsi que le bref épisode de reprise entre les deux. Les effets négatifs des facteurs de demande ont été aggravés par des conditions monétaires défavorables pendant la crise financière [104]. Le modèle attribue un rôle positif fort aux chocs d'offre agrégée pendant les premières années de reprise, qui ont commencé en 2014. Ces chocs mettent en lumière, avec d'autres facteurs, un impact positif des très faibles prix de l'énergie, dans la mesure où ils coïncident avec une baisse inattendue des prix du pétrole qui a fortement dopé le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro et par conséquent soutenu les dépenses de consommation [105]. Le ralentissement de la croissance de la

---

[102] Cette approche est fondée sur Casalis (A.) et Krustev (G.), « *Cyclical drivers of euro area consumption: what can we learn from durable goods?* », *Working Paper Series,* n° 2386, BCE, avril 2020.

[103] Cf. Chah (E.), Ramey (V.) et Starr (R.), « *Liquidity Constraints and Intertemporal Optimisation: Theory and Evidence from Durable Goods* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, Issue 1, 1995, p. 272-287.

[104] Comme noté plus haut, dans ce cas, les conditions monétaires recouvrent la politique monétaire et l'environnement de crédit au sens large. Il est intéressant de constater que conclure à une contribution négative des conditions monétaires en 2009 corrobore les signes d'un resserrement de l'offre de crédit comme le montre le graphique 5.

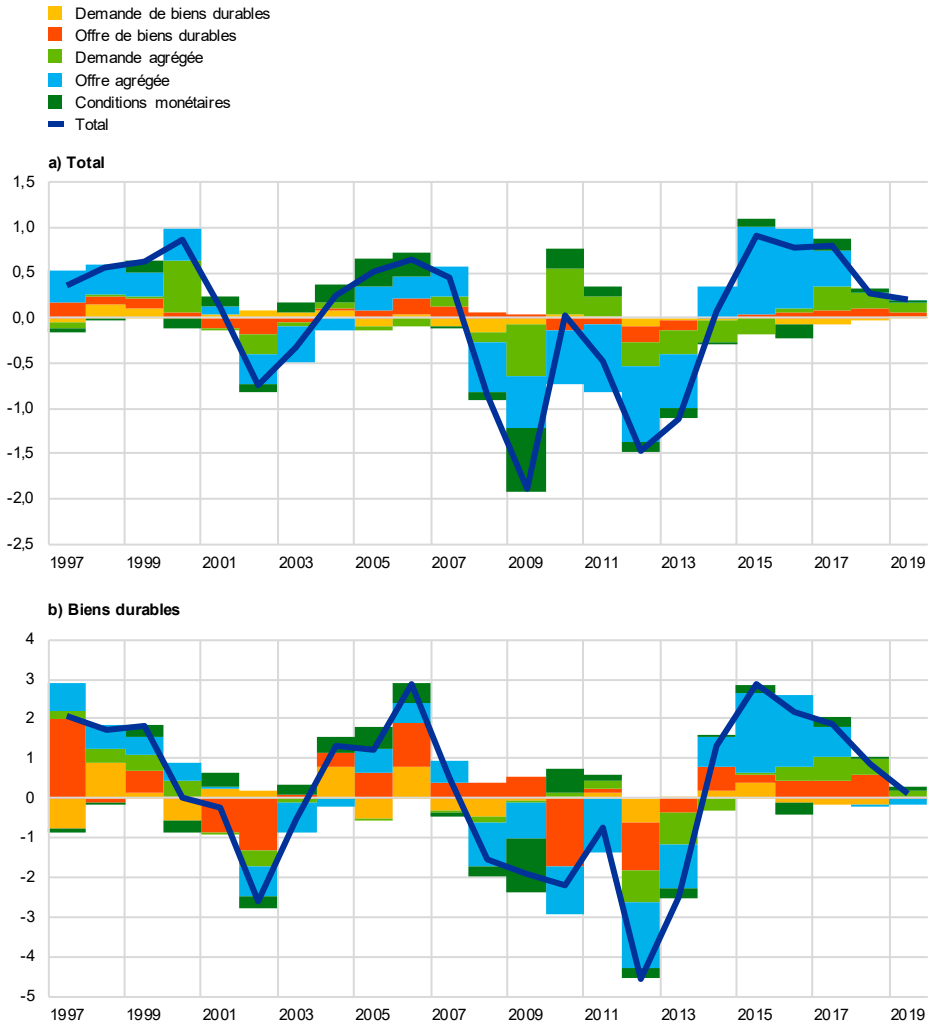
[105] Cf. Dossche (M.), Forsells (M.), Rossi (L.) et Stoevsky (G.), « La consommation privée et ses déterminants dans la phase d'expansion économique en cours », Bulletin économique, n° 5, BCE, 2018.

consommation observé depuis 2018 s'explique par une combinaison de chocs de demande et de chocs d'offre, ces derniers rendant peut-être compte des effets défavorables exercés sur le pouvoir d'achat des consommateurs par la hausse des prix de l'énergie enregistrée depuis 2017.

Graphique 10

Décomposition historique, à partir d'un modèle, de la consommation privée dans la zone euro

(contributions en points de pourcentage des déterminants structurels du taux de croissance annuel moyen de la consommation privée hors tendance, en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Notes : La décomposition du taux de croissance annuel de la consommation privée est fondée sur un modèle VAR bayésien à paramètres variables dans le temps (TVP-BVAR) de la consommation intégrant les biens durables. Elle est fondée sur Casalis (A.) et Krustev (G.), « *Cyclical drivers of euro area consumption– what can we learn from durable goods?* », *Working Paper Series*, n° 2386, BCE, avril 2020. La décomposition de la consommation privée en chocs structurels (demande de biens durables, offre de biens durables, demande agrégée, offre agrégée et conditions monétaires au sens large/conditions du crédit) est fondée sur un système d'identification qui utilise une combinaison d'absences de restrictions et de restrictions de signe.

Les résultats du modèle confirment le rôle procyclique joué par les facteurs spécifiques aux biens durables. En particulier, les chocs d'offre spécifiques aux biens durables ont continué d'apporter une contribution positive quoique modeste à la consommation tout au long des dernières années de l'échantillon jusqu'en 2019. En revanche, la contribution négative des facteurs de demande spécifiques aux biens

durables depuis 2016 environ est susceptible de rendre compte de la dissipation des effets de rattrapage liés à l'accumulation d'une demande insatisfaite de biens durables durant la crise.

Les chocs macroéconomiques agrégés contribuent fortement à influencer la consommation de biens durables et l'économie dans son ensemble. Comme attendu, les chocs spécifiques aux biens durables influencent plus fortement les dépenses consacrées aux biens durables (cf. partie b du graphique 10) que la consommation totale (cf. partie a du graphique 10). Dans le même temps, les chocs agrégés, tels que les chocs affectant la demande agrégée, l'offre agrégée et les conditions monétaires, ont au moins autant d'importance pour les biens durables que les chocs spécifiques aux différents secteurs. Cela valide les résultats montrant que les biens durables sont fortement affectés par le cycle d'activité au sens large et qu'ils sont par conséquent un indicateur utile pour suivre les conditions conjoncturelles de l'économie.

6 Conclusions

En se concentrant sur les tendances à plus long terme, cet article examine le rôle joué par les biens durables en tant que déterminant cyclique de la consommation dans la zone euro. Sur la base des résultats empiriques, la meilleure façon d'interpréter le ralentissement enregistré en 2018-2019, par comparaison avec les évolutions dynamiques de la consommation observées durant les phases initiales de la dernière période de reprise, est qu'il s'agit d'une normalisation après la dissipation de certains facteurs favorables mais transitoires à l'œuvre au cours des années précédentes.

Pour l'avenir, la propagation du coronavirus ayant déclenché une profonde récession, les dépenses consacrées aux biens durables devraient fortement se contracter en 2020 en raison des nombreuses fermetures de magasins pendant le confinement et du report de leurs gros achats par les ménages. Dans le contexte actuel d'incertitude élevée, l'expérience passée met en lumière les bénéfices que tire l'analyse économique de la disponibilité de données sur les dépenses consacrées aux biens durables et invite les autorités publiques à surveiller de près le comportement d'achat des biens durables, dans la mesure où il peut faciliter le suivi de l'état conjoncturel de l'économie au sens large et fournir des éléments sur les voies de la reprise. Si la crise liée à la pandémie se révèle temporaire et que les effets d'amplification financière peuvent être endigués, comme prévu, le report des achats de biens durables à court terme pourrait générer une demande non satisfaite et créer des effets de rattrapage par la suite, une fois la situation économique normalisée. Dans le cas d'un scénario moins favorable, le rebond de la consommation de biens durables pourrait être plus atone dans la mesure où les ménages reverraient à la baisse le niveau souhaité de stock de biens durables compte tenu de la baisse des anticipations de revenu à long terme.

2 Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite

Katalin Bodnár et Carolin Nerlich

1 Introduction

Les évolutions de l'offre de main-d'œuvre sont un déterminant important de la production potentielle et sont par conséquent également pertinentes pour la politique monétaire. Les évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro sont fortement influencées, notamment, par le vieillissement de la population [106]. Dans ce contexte, il est essentiel d'avoir une bonne compréhension de la manière dont les évolutions démographiques dans les différentes cohortes en âge de travailler, combinées à des facteurs structurels tels que les changements de politique, affecteront le marché du travail. À plus long terme, cette compréhension sera pertinente pour l'évaluation des perspectives de croissance potentielle, même si l'incertitude s'est considérablement accrue récemment en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19).

Avec le vieillissement de la génération du baby-boom, la part dans la population de la cohorte des personnes en âge de travailler les plus âgées (55-74 ans) a augmenté graduellement. Cela pourrait suggérer une baisse du taux d'activité global, dans la mesure où le taux d'activité de ces travailleurs a été en général nettement plus faible que celui des autres cohortes en âge de travailler [107]. Toutefois, ce n'est pas ce qui a été observé au cours des deux dernières décennies. Au lieu de cela, la plupart des pays de la zone euro ont enregistré une augmentation de l'offre de main-d'œuvre depuis le début des années 2000, qui s'explique en grande partie par les évolutions du taux d'activité. De plus, l'augmentation la plus forte du taux d'activité a été observée pour les seniors, après une baisse importante avant le tournant du siècle [108].

Cela conduit à se poser la question suivante : quels facteurs ont été à l'origine de cette hausse du taux d'activité des seniors ? Décider du moment où l'on quitte le marché du travail pour partir en retraite est un choix individuel complexe.
La situation sur le marché du travail concerné, l'organisation du système national de sécurité sociale ainsi que l'état de santé de chaque individu et ses préférences personnelles font partie des facteurs qui influencent ce choix. Le patrimoine net des travailleurs âgés, et dans ce contexte le rôle croissant des pensions professionnelles, devraient également influencer, au moins indirectement, leurs décisions de départ à la retraite – notamment parce qu'un patrimoine net plus élevé pourrait contribuer à compenser en partie une éventuelle diminution des droits à pension. Nombre de ces

---

[106] Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018, et l'article intitulé « Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

[107] En 2019, le taux d'activité de la tranche d'âge des 15-54 ans s'est établi à 76 % environ, contre 40 % environ pour les personnes âgées de 55 à 74 ans.

[108] Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2017.

facteurs se sont améliorés au fil du temps. En effet, l'amélioration des conditions de santé, l'allongement de l'espérance de vie, les niveaux d'instruction plus élevés – principalement pour les femmes – et l'augmentation du patrimoine net reflètent des tendances à long terme qui avaient débuté bien avant le début du XXI siècle. Même s'ils ont probablement contribué à la hausse du taux d'activité, ces facteurs en tant que tels ne peuvent expliquer en totalité le rebond particulièrement prononcé du taux d'activité des seniors depuis 2000. Ce fort rebond peut en fait avoir été soutenu par des modifications plus récentes des politiques menées, telles que les réformes des régimes de retraite qui ont incité les seniors à rester plus longtemps sur le marché du travail en reportant leur départ en retraite. Dans ce contexte, cet article se concentrera principalement sur le rôle des réformes des régimes de retraite.

La plupart des pays de la zone euro ont adopté d'importantes réformes des systèmes de retraite au cours des vingt dernières années afin de réduire les risques pesant sur la soutenabilité à long terme des finances publiques. Les réformes des régimes de retraite sont essentielles compte tenu des défis que soulève le vieillissement de la population pour la soutenabilité financière des systèmes publics de retraite, qui sont majoritairement des systèmes par répartition dans la zone euro. Dans le même temps, les retraites doivent garantir des prestations socialement adaptées. Les réformes adoptées cherchaient principalement à diminuer la générosité des dispositifs de retraite et à durcir les critères d'éligibilité, notamment pour les départs anticipés ; on peut penser que ces mesures encouragent les travailleurs âgés à participer au marché du travail durant une période plus longue. Ces réformes des systèmes de retraite ont été complétées, dans certains cas, par des réformes des marchés du travail spécifiquement adaptées aux travailleurs âgés – en favorisant par exemple leurs recherches d'emploi ou leur maintien en poste.

Toutefois, le choc du COVID-19 – s'il se prolongeait – pourrait soulever la question de savoir si cette augmentation du taux d'activité des travailleurs seniors se poursuivra. Les expériences tirées de certains chocs antérieurs laissent penser que les travailleurs âgés – principalement ceux ayant des niveaux d'instruction plus faibles – peuvent être particulièrement exposés aux chocs macroéconomiques négatifs prolongés [109]. Lorsque la demande de main-d'œuvre diminue sensiblement et que les travailleurs sont licenciés, ils peuvent être découragés de rechercher un emploi et se retirer du marché du travail. Pour les seniors, ce retrait pourrait persister lorsque les conditions économiques s'améliorent de nouveau, et leur taux d'activité peut par conséquent être durablement affecté. Dans le contexte du choc macroéconomique actuel lié au COVID-19, certains facteurs pourraient amplifier cet effet. Premièrement, le choc sanitaire direct lié à la hausse du taux de mortalité avec l'âge pourrait rendre les travailleurs âgés moins disposés à prolonger leur emploi. Deuxièmement, les secteurs dans lesquels les seniors pourraient avoir des carrières plus longues – par exemple le secteur des services – sont fortement exposés au choc. Toutefois, les dispositifs de chômage partiel mis en œuvre dans la zone euro contribuent à préserver les relations d'emploi et devraient, par conséquent, atténuer les éventuels effets de découragement ultérieurs [110]. De plus, la crise actuelle peut

[109] Cf. « *All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis* », dans *OECD Employment Outlook*, Éditions OCDE, 2013, p. 19-63.

[110] Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

avoir une incidence négative sur le revenu disponible et – par le biais des fonds de pension et des autres investissements personnels – sur le patrimoine net des travailleurs. Cela pourrait inciter les travailleurs âgés à prolonger leur carrière professionnelle, ce qui peut contrebalancer une partie de l'impact négatif mentionné précédemment.

Le choc actuel peut avoir des effets différents de ceux de la crise financière. En effet, après 2008, à la différence des chocs antérieurs, la tendance haussière du taux d'activité s'est poursuivie pour les seniors [111], tandis qu'aujourd'hui la situation de ces derniers sur le marché du travail, leur volonté de travailler et, par conséquent, leur taux d'activité pourraient être exposés à un risque plus important. Cette situation peut être due aux spécificités du choc sanitaire, aux évolutions sectorielles hétérogènes ainsi qu'aux différences entre les gouvernements quant à leur volonté de conduire de nouvelles réformes des régimes de retraite. Dans la mesure où, sur la période récente, les seniors ont apporté la contribution la plus importante aux hausses du taux d'activité, l'impact du choc macroéconomique sur leur situation sur le marché du travail peut fortement influer sur le taux d'activité global.

L'article est structuré de la façon suivante. La section 2 présente une vue d'ensemble des évolutions du taux d'activité dans les différents pays de la zone euro aux cours des deux dernières décennies. La section 3 examine les indicateurs relatifs au moment où les travailleurs âgés partent en retraite dans la zone euro. La section 4 analyse divers facteurs qui déterminent potentiellement le taux d'activité des travailleurs âgés d'un point de vue conceptuel, notamment les réformes des régimes de retraite. L'encadré 1 complète l'analyse en examinant le rôle joué par les réformes du marché du travail pour les travailleurs âgés et l'encadré 2 analyse la composition du patrimoine net des cohortes les plus âgées. La section 5 présente une vue d'ensemble des réformes des régimes de retraite qui ont été adoptées et mises en œuvre par les pays de la zone euro depuis le début des années 2000 et analyse leur incidence possible sur le taux d'activité des seniors. Enfin, la section 6 conclut par des perspectives provisoires d'évolution du taux d'activité dans les pays de la zone euro, en examinant comment cela pourrait affecter l'offre de main-d'œuvre et la croissance potentielle à l'avenir, en tenant compte également du choc lié au COVID-19.

2 Les variations des taux d'activité dans la zone euro

Les taux d'activité ont augmenté dans les différents pays de la zone euro au cours des vingt dernières années. Dans la zone euro, le taux d'activité global de la population en âge de travailler (qui correspond à la population âgée de 15 à 74 ans) a augmenté de près de 5 points de pourcentage au cours des deux dernières décennies, atteignant 64,5 % en 2019. Cette évolution fait suite à une période antérieure où le taux d'activité était globalement stable (cf. graphique 1) [112]. Le taux d'activité des seniors suit plutôt une courbe en forme de U, avec une diminution jusqu'en 2000 puis une forte augmentation entre 2001 et 2019.

---

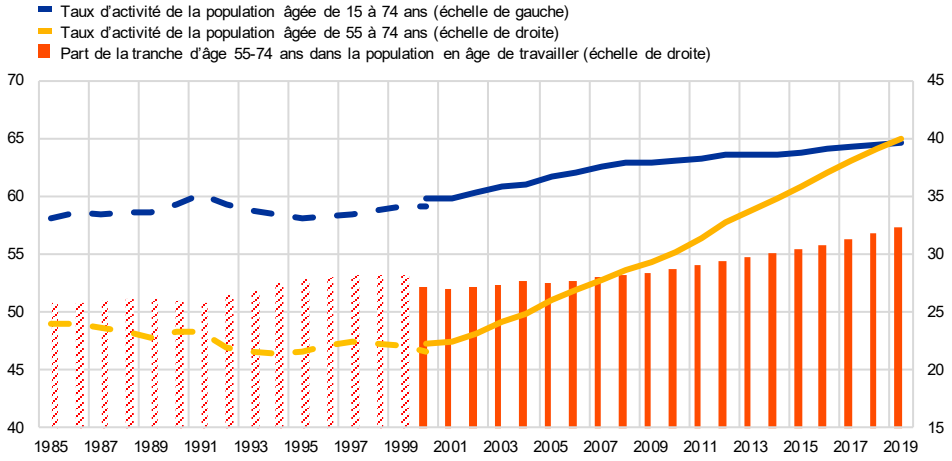
[111] Cf. « *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets* », *Occasional Paper Series*, n° 159, BCE, 2015.

[112] Source : Statistiques de l'OCDE.

Graphique 1

Évolutions du taux d'activité et part des travailleurs âgés dans la population en âge de travailler dans la zone euro

(taux d'activité : population active âgée de 55 à 74 ans en pourcentage de la population âgée de 55 à 74 ans ; part dans la population : population âgée de 55 à 74 ans en pourcentage de la population âgée de 15 à 74 ans ;



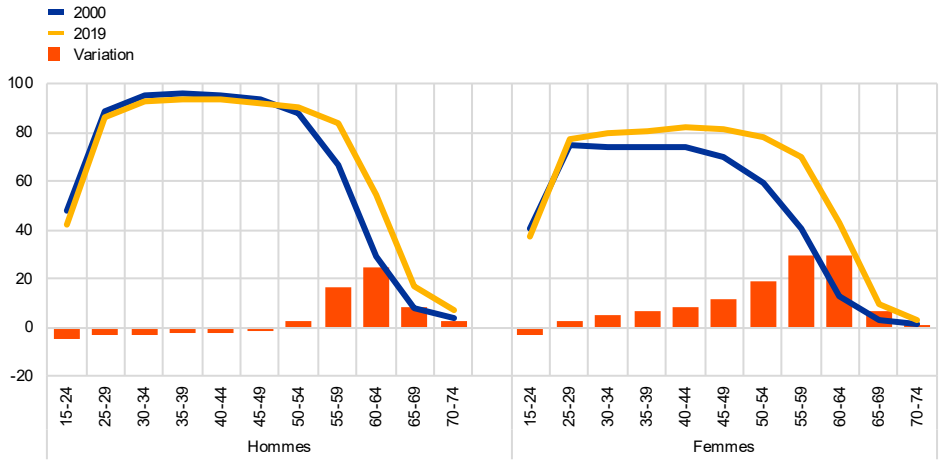
Source : Eurostat.
Notes : Les données d'Eurostat pour l'ensemble de la zone euro sont disponibles à partir de l'année 2000. Les séries historiques les plus longues pour les pays de la zone euro sont disponibles pour l'Allemagne, la France et l'Italie et débutent en 1983. Nous avons utilisé l'agrégation des données pour ces trois pays pour la période comprise entre 1983 et 1999. Cela est indiqué par les lignes et les colonnes en pointillés.

Depuis 2000, le taux d'activité des seniors a affiché la hausse la plus importante dans la zone euro par rapport aux autres cohortes d'âge. Le taux d'activité a augmenté pour presque toutes les tranches d'âge. En revanche, alors qu'il n'a augmenté que modérément pour les moins de 55 ans, et même diminué légèrement pour la tranche des 15-24 ans, le taux d'activité a augmenté de 15 points de pourcentage environ depuis 2000 pour les personnes âgées de 55 à 74 ans dans la zone euro. Pour la tranche d'âge des 55-64 ans, l'augmentation a été nettement supérieure à 20 points de pourcentage. En 2019, la plupart des retraits du marché du travail ont concerné la tranche d'âge des 65-69 ans, tandis qu'ils intervenaient dans la tranche des 60-64 ans en 2000. Il y a vingt ans, 20 % des hommes se retiraient du marché du travail entre 55 et 59 ans et 38 % entre 60 et 64 ans. En 2019, ces chiffres se sont établis à 7 % et 30 %, respectivement. Un profil d'évolution analogue peut être observé pour la population féminine. Le taux d'activité des femmes âgées de 55 à 59 ans est à présent aussi élevé que celui des femmes âgées de 45 à 49 ans il y a vingt ans (cf. graphique 2). Ces chiffres reflètent les changements importants intervenus dans la cohorte plus âgée de la population en âge de travailler.

Graphique 2

Taux d'activité par sexe et par tranche d'âge dans la zone euro

(pourcentage de la population concernée et variations en points de pourcentage)



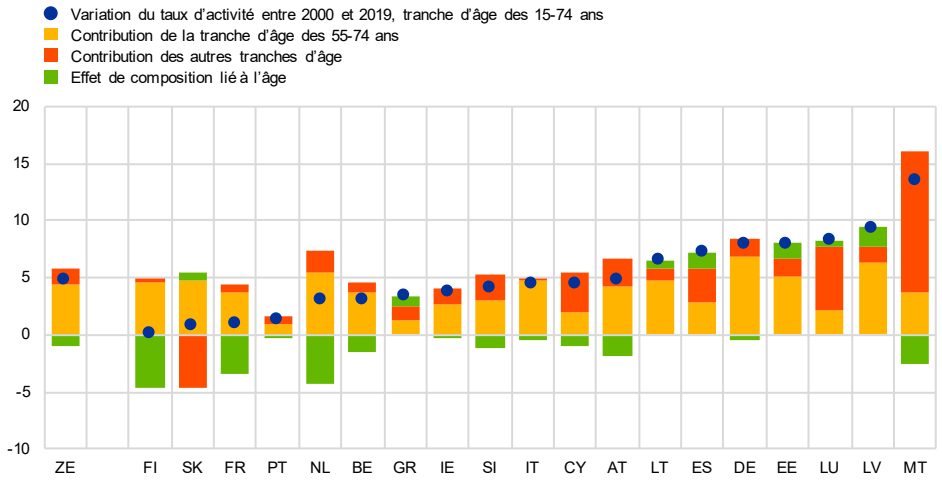
Source : Eurostat.

La contribution positive apportée par la hausse du taux d'activité des seniors a été largement supérieure à l'impact négatif dû au vieillissement de la population. La part des personnes âgées de 55 à 74 ans dans la population a considérablement augmenté, passant de 27 % environ au début des années 1980 à 32 % en 2019 (cf. graphique 1). Cette augmentation résulte principalement de l'entrée de la génération du baby-boom dans cette tranche d'âge. Compte tenu du taux d'activité généralement plus faible des seniors par rapport aux personnes d'âge intermédiaire (cf. graphique 2), cela exerce un effet de composition négatif sur le taux d'activité global. Toutefois, cet effet a été plus que compensé par la hausse du taux d'activité des seniors, avec pour résultat un impact net positif important au niveau global. La tranche d'âge enregistrant les plus fortes hausses de son taux d'activité, c'est-à-dire les personnes âgées de 55 à 64 ans, représente 3,8 points de pourcentage dans la variation globale de 4,7 points de pourcentage qui peut être observée pour la population totale en âge de travailler (cf. graphique 3).

Graphique 3

Variation du taux d'activité global entre 2000 et 2019 et décomposition pour la zone euro et ses pays membres

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, calculs des services de la BCE.
Notes : Les graphiques se rapportent à la population totale en âge de travailler. L'effet de composition est calculé comme la différence entre le taux d'activité effectif de la tranche d'âge des 15-74 ans en 2019 et la moyenne pondérée des taux d'activité en utilisant comme pondérations les parts dans la population en 2000. Les données sont disponibles pour des tranches d'âge de cinq ans (par exemple 25-29 ans, 30-34 ans, 35-39 ans, etc.). Ces tranches d'âge de cinq ans sont utilisées ici et seule la composition par âge est prise en compte pour les calculs. Les effets de composition sont plus négatifs dans les pays enregistrant des augmentations plus significatives de la part dans la population des tranches d'âge ayant des taux d'activité faibles et une différence plus importante entre les taux d'activité des différentes tranches d'âge. Outre les évolutions dans les tranches d'âge plus âgées, le poids dans la population des cohortes en âge de travailler les plus jeunes a également un impact sur cette décomposition.

Ce profil d'évolution où les travailleurs âgés sont le principal moteur des augmentations du taux d'activité est observé dans tous les pays de la zone euro. Le taux d'activité global s'est inscrit en hausse dans tous les pays de la zone euro au cours des deux dernières décennies, bien qu'à des degrés divers. Dans la plupart des pays, une grande partie de la hausse globale peut s'expliquer par le fait que la tranche d'âge des 55-74 ans reste active plus longtemps. La contribution du reste de la population en âge de travailler demeure plus hétérogène entre les différents pays de la zone euro. Par exemple, elle est fortement négative en Slovaquie et fortement positive à Malte. L'effet de composition lié à l'âge tend à être négatif dans plus de la moitié des pays de la zone euro, reflétant principalement le vieillissement de la génération du baby-boom (cf. graphique 3).

L'augmentation du taux d'activité des seniors est plus prononcée pour les femmes. Dans la zone euro, la hausse récente du taux d'activité des femmes dans la tranche d'âge des 55-74 ans (19 points de pourcentage) a dépassé celle du taux d'activité des hommes (15 points de pourcentage). Toutefois, les femmes appartenant à cette tranche d'âge continuent de participer comparativement moins au marché du travail que les hommes (cf. graphique 2). Cela se vérifie pour tous les pays de la zone euro. Entre 2000 et 2019, la différence entre la hausse du taux d'activité des hommes et celle du taux d'activité des femmes a été particulièrement prononcée en Lettonie, en Estonie, en Irlande, en Slovaquie, à Chypre et en Espagne.

La hausse du taux d'activité dépend en grande partie des niveaux d'instruction. Alors que les taux d'activité sont habituellement plus élevés pour les personnes ayant

des niveaux d'instruction plus élevés par rapport à celles qui sont faiblement qualifiées, la forte hausse des taux d'activité des seniors a été observée pour tous les niveaux d'instruction. Dans le même temps, la part de la population ayant un faible niveau d'instruction diminue (dans la tranche d'âge des 55-64 ans, elle est passée de 51,9 % en 2000 à 33,5 % en 2018 pour la zone euro), ce qui signifie que l'effet de composition en fonction du niveau d'instruction contribue positivement à la variation du taux d'activité. Une analyse structurelle-résiduelle (*shift-share analysis*) laisse penser que cet effet de composition est modéré pour les travailleurs âgés (expliquant un cinquième environ de la variation pour la tranche d'âge 55-64 ans) ; la majeure partie de l'augmentation du taux d'activité observé au cours des vingt dernières années se serait produite même avec des niveaux d'instruction inchangés.

La hausse du taux d'activité des seniors a été un déterminant essentiel de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre. Les évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre ont été dominées par les seniors : entre 2000 et 2019, 98 % de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre globale ont été imputables aux personnes âgées de 55 à 74 ans. Cela reflète principalement la hausse du taux d'activité (qui explique les deux tiers environ de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre des travailleurs âgés) et, dans une moindre mesure, la croissance de la population appartenant à cette tranche d'âge [113].

Au cours des vingt dernières années, l'augmentation du nombre de travailleurs âgés dans la population active s'est conjuguée à une forte hausse de leur taux d'emploi, tandis que le chômage est resté modéré. L'augmentation du taux d'activité des seniors s'est transformée presque entièrement en une hausse de la part de l'emploi (de quelque 15 points de pourcentage pour les hommes et 19 points de pourcentage pour les femmes), tandis que le nombre de chômeurs n'a varié que faiblement. Les travailleurs âgés se caractérisent généralement par un taux de chômage plus faible que les cohortes plus jeunes, ce qui reflète en partie le fait qu'ils deviennent souvent inactifs en cas de perte d'emploi [114]. Toutefois, il convient de remarquer la faible variation du taux de chômage des travailleurs âgés à la suite des fortes hausses du taux d'activité. Cela reflète le fait que la tranche d'âge des 55-74 ans a été le principal contributeur à la croissance de l'emploi au cours de la période examinée. Cette évolution ne semble pas s'être accompagnée d'une augmentation des contrats potentiellement précaires (tels que les contrats temporaires, les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi,

---

[113] La main-d'œuvre constituée par les travailleurs âgés a également augmenté aux États-Unis (sous l'effet des évolutions démographiques), tandis que le taux d'activité de la tranche d'âge plus élevée a été relativement stable, après avoir enregistré une hausse jusqu'en 2008. Au Japon, la main-d'œuvre constituée par les personnes âgées de plus de 55 ans a également augmenté. Cela reflète à la fois l'augmentation de la population appartenant à cette tranche d'âge et celle du taux d'activité. En 2019, le taux d'activité de la tranche d'âge des 55-64 ans s'établissait à 65 % aux États-Unis et à 78 % au Japon, contre 63,6 % dans la zone euro. Source : Eurostat, Haver, *Bureau of Labor Statistics* des États-Unis.

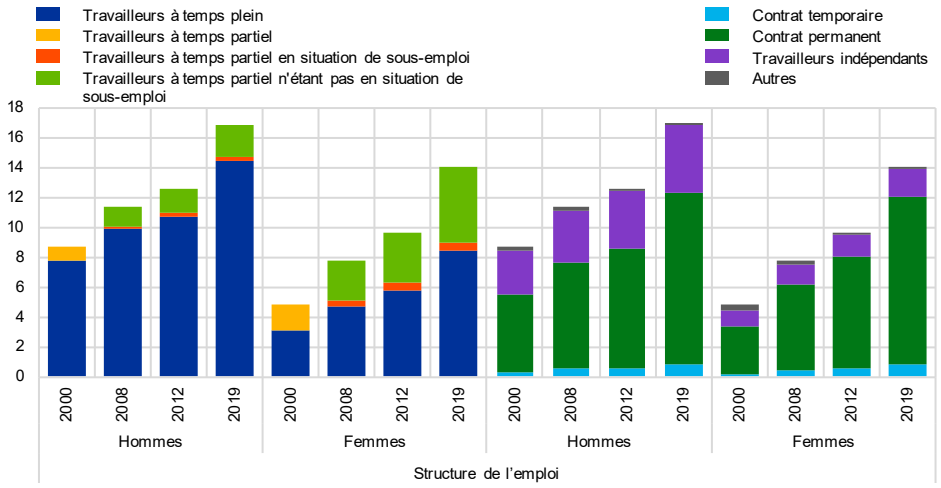
[114] En raison de cette différence, la hausse de la part des travailleurs âgés dans la population a exercé un effet de composition baissier sur le taux de chômage. Sans cet effet de composition négatif entre 2000 et 2019, le taux de chômage de la tranche d'âge des 15-74 ans aurait été supérieur de 0,6 point de pourcentage en 2019 (en utilisant la composition de la population active et des taux de chômage par tranches d'âge de cinq ans et par sexe). Ce calcul est fondé sur les taux de chômage spécifiques à chaque âge tels qu'ils sont fournis. Toutefois, en raison de l'endogénéité entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, les taux de chômage spécifiques à chaque âge seraient différents avec une trajectoire différente de l'offre de main-d'œuvre. Sans le vieillissement de la génération du baby-boom, la demande de main-d'œuvre aurait probablement évolué différemment durant cette période. Pour les taux de chômage spécifiques à chaque âge, cf. « Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi », *op. cit.*

les travailleurs indépendants) dans cette tranche d'âge. De fait, l'essentiel de la hausse de l'emploi des travailleurs âgés a été liée à des postes permanents à temps plein (cf. graphique 4). L'emploi à temps partiel a également légèrement augmenté, principalement pour les femmes, la plupart du temps conformément aux préférences des travailleurs âgés.

Graphique 4

Nombre de personnes âgées de 55 à 74 ans ayant un emploi, par type de contrat

(en millions)



Sources : Eurostat, calculs des services de la BCE.
Notes : Dans l'Enquête européenne sur les forces de travail, il est possible de distinguer les travailleurs à temps partiel cherchant à accroître leur nombre d'heures travaillées de ceux qui ne le cherchent pas. Le premier groupe correspond aux personnes « en situation de sous-emploi » et le second groupe aux personnes « n'étant pas en situation de sous-emploi ». La décomposition des travailleurs à temps partiel entre les personnes en situation de sous-emploi et celles n'étant pas en situation de sous-emploi n'est pas disponible pour la période antérieure à 2008. La ventilation de l'emploi est disponible soit entre temps plein/temps partiel soit entre permanent/temporaire mais pas en combinant les deux.

3 Quand les travailleurs âgés partent-ils en retraite ?

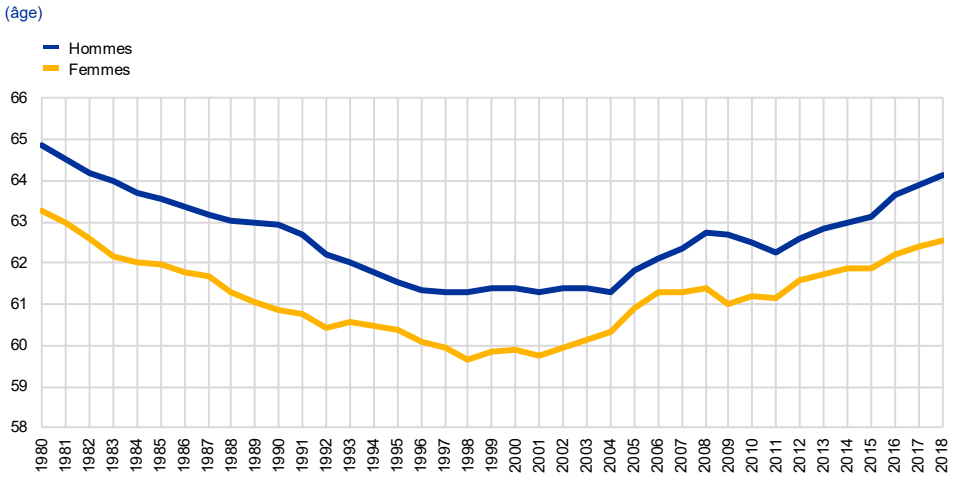
Quand les travailleurs âgés partent-ils réellement en retraite dans la zone euro ? Le moment où les travailleurs âgés quittent le marché du travail ne correspond pas nécessairement exactement à leur entrée en retraite. Même si des données comparables relatives à l'âge moyen effectif de départ à la retraite ne sont pas publiquement disponibles pour tous les pays, plusieurs indicateurs pourraient servir d'approximation. L'un d'entre eux est « l'âge effectif de départ à la retraite », qui correspond à l'âge auquel les personnes se retirent du marché du travail. Il est défini par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) « comme l'âge moyen de sortie de la population active durant une période de cinq ans pour les travailleurs âgés de 40 ans et plus au début de la période ». L'âge effectif de

départ à la retraite peut différer nettement de l'âge légal de départ, qui définit l'âge auquel les personnes deviennent éligibles à une pension à taux plein [115].

L'âge effectif de départ à la retraite a varié considérablement au fil du temps et d'un pays à l'autre – globalement en corrélation avec la dynamique du taux d'activité des seniors, comme le montre le graphique 1. L'âge effectif moyen de départ à la retraite dans la zone euro a diminué de façon constante vers la fin du siècle dernier, descendant jusqu'à 61 ans pour les hommes et en dessous de 60 ans pour les femmes (cf. graphique 5). À partir de 2000, l'âge effectif de départ à la retraite a commencé à augmenter, même si cette évolution a été brièvement interrompue durant la crise financière. En 2018, il s'établissait à plus de 64 ans pour les hommes et à près de 63 ans pour les femmes, soit une augmentation de trois ans depuis 2000 [116]. En dépit de la hausse généralisée de l'âge effectif de départ en retraite depuis 2000, les variations et les niveaux actuels diffèrent d'un pays à l'autre (cf. graphique 6). Les âges effectifs de départ les plus élevés sont actuellement observés en Estonie, en Lettonie, aux Pays-Bas (seulement pour les hommes) et au Portugal. Ces pays ont également enregistré les plus fortes hausses de l'âge effectif de départ à la retraite depuis 2000. Dans quelques pays, toutefois, l'âge effectif de départ a diminué, reflétant en partie l'impact (décalé) de la crise financière ainsi que l'anticipation de modifications importantes des dispositifs de retraite (anticipée), comme analysé dans la section 5.

Graphique 5

Âge effectif de départ à la retraite des hommes et des femmes dans la zone euro



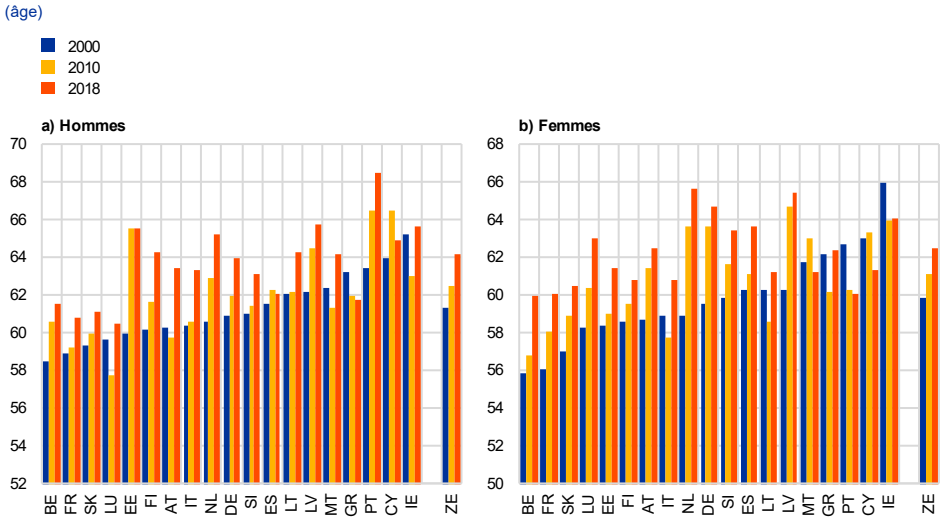
Source : OCDE.

[115] L'âge effectif de départ à la retraite présente des inconvénients en tant qu'indicateur. Il s'agit d'un indicateur différé, fondé sur une période de cinq ans. Dans la mesure où il est déterminé en partie par les évolutions conjoncturelles, son utilité est limitée pour les pays particulièrement touchés par la crise financière, tels que la Grèce et l'Espagne. De plus, l'indicateur ne permet pas de distinguer si une sortie du marché du travail est due à un départ à la retraite ou à d'autres raisons (telles qu'une pension d'invalidité ou pour prendre en charge un proche). En outre, il ne prend pas en compte les régimes de travail à temps partiel des travailleurs âgés.

[116] Cette situation est à comparer avec les âges effectifs de départ à la retraite nettement plus élevés pour les hommes et les femmes en 2018 aux États-Unis (près de 68 ans et 66,5 ans, respectivement) et au Japon (près de 71 ans et 69 ans, respectivement).

Graphique 6

Âge effectif de départ à la retraite dans les différents pays

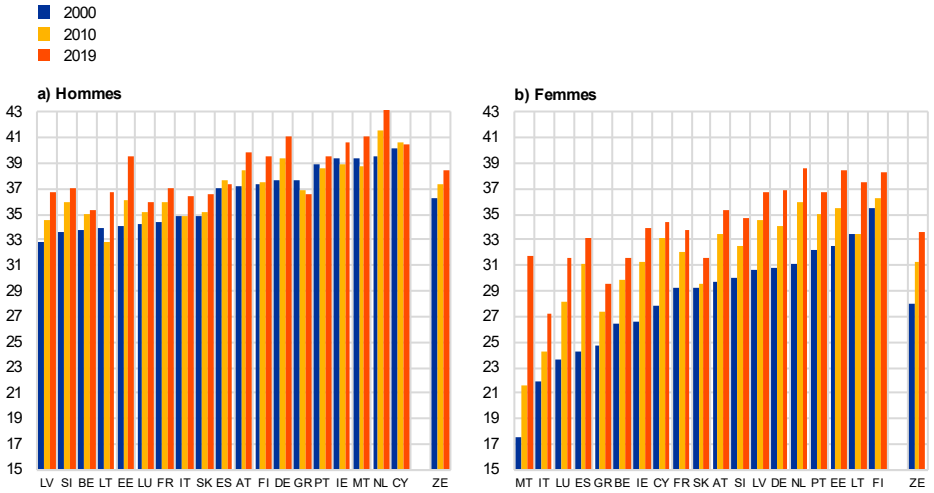


Source : OCDE.

Des évolutions analogues ont été observées s'agissant de la durée des carrières professionnelles, notamment pour les femmes. La durée des carrières professionnelles est un autre indicateur de l'âge effectif de départ en retraite. Depuis 2000, la durée de la vie active a augmenté de 2 ans pour les hommes et de près de 6 ans pour les femmes, s'établissant à près de 39 ans et 33,5 ans, respectivement, en 2019 (cf. graphique 7). Cette évolution doit être replacée dans le contexte d'une élévation des niveaux d'éducation, en particulier pour les femmes. C'est en Estonie, en Lituanie, aux Pays-Bas et en Finlande que les femmes travaillent le plus longtemps, tandis que les améliorations les plus importantes depuis 2000 ont été réalisées en Espagne, au Luxembourg et à Malte. Dans l'ensemble, l'augmentation de la durée des carrières professionnelles semble coïncider avec la forte hausse du taux d'activité des seniors.

Graphique 7
Durée de la vie active

(en années)



Source : Eurostat.

4 Pourquoi les travailleurs âgés restent-ils plus longtemps sur le marché du travail ?

D'un point de vue conceptuel, de nombreuses raisons peuvent expliquer que les travailleurs âgés retardent leur départ à la retraite et restent plus longtemps sur le marché du travail. Partir en retraite est une décision individuelle complexe influencée par de nombreux facteurs, notamment les caractéristiques des marchés du travail concernés, l'organisation des systèmes nationaux de sécurité sociale, le patrimoine net des individus, leur état de santé et leurs préférences personnelles. La plupart de ces facteurs ayant considérablement évolué au cours des deux dernières décennies, la mesure dans laquelle ils servent à expliquer la forte hausse du taux d'activité des seniors devrait varier.

Le vieillissement en bonne santé devrait encourager l'allongement des vies professionnelles. Le vieillissement en bonne santé implique non seulement une augmentation de l'espérance de vie mais également de meilleures conditions de santé pour les cohortes plus âgées, ces deux aspects reflétant des tendances à long terme. Depuis 2000, l'espérance de vie à 65 ans dans la zone euro a augmenté de 2,5 ans en moyenne, atteignant près de 21 ans en 2018, avec une amélioration plus forte pour les hommes que pour les femmes [117]. Le nombre d'années en bonne santé attendu à des âges plus avancés s'est également amélioré dans de nombreux pays. Plusieurs facteurs pourraient avoir influencé favorablement la santé des individus, l'état de santé étant un déterminant important de la décision de rester plus longtemps dans la population active. Le vieillissement en bonne santé pourrait être influencé

[117] Les données sont fondées sur les statistiques d'Eurostat et calculées comme une moyenne pondérée des pays de la zone euro, en utilisant la population totale comme pondération.

positivement par des niveaux d'instruction plus élevés, l'espérance de vie étant plus longue pour les personnes ayant fait des études supérieures [118].

Les changements structurels des marchés du travail, les politiques relatives à ces marchés et la demande conjoncturelle de main-d'œuvre ont favorisé l'amélioration de la situation des travailleurs âgés sur le marché du travail. Même si la demande de main-d'œuvre a probablement contribué à l'amélioration observée avant la crise financière et pendant la reprise de la zone euro (entre début 2013 et fin 2019), l'augmentation du taux d'activité des seniors ne semble pas avoir subi de forte distorsion du fait des évolutions conjoncturelles. Dans le même temps, les changements structurels sur les marchés du travail – par exemple la part croissante des emplois dans le secteur des services – ont probablement favorisé l'allongement des carrières professionnelles en raison d'une augmentation de la demande globale de main-d'œuvre et en offrant des conditions de travail moins exigeantes physiquement que dans le secteur manufacturier et la construction. De plus, plusieurs réformes des marchés du travail – résumées dans l'encadré 1 – ont influencé la situation des travailleurs âgés sur ce marché.

Encadré 1
Les réformes du marché du travail et leur impact sur les travailleurs âgés

Katalin Bodnár

En dehors des réformes des régimes de retraite, les réformes du marché du travail peuvent avoir une influence sur la situation des personnes âgées sur ce marché. Certaines de ces réformes sont conçues spécifiquement pour les travailleurs âgés. D'autres affectent l'ensemble des travailleurs mais peuvent avoir un impact plus important sur ceux qui sont moins fortement liés au marché du travail s'agissant de leur taux d'activité, notamment les seniors. Cet encadré présente une vue d'ensemble des réformes qui ont probablement affecté le marché du travail pour les travailleurs âgés dans la zone euro au cours des vingt dernières années.

La situation des travailleurs âgés sur le marché du travail se caractérise par une dualité importante. D'un côté, la part des travailleurs âgés qui bénéficient de contrats à durée indéterminée est supérieure à celle des travailleurs plus jeunes, les travailleurs âgés étant ainsi davantage protégés une fois qu'ils ont un emploi. D'un autre côté, ils peuvent se trouver dans une situation moins favorable que les travailleurs plus jeunes lors de la recherche d'un emploi en raison, notamment, d'une discrimination liée à l'âge. Cette dernière caractéristique peut également refléter un niveau d'instruction plus faible en moyenne pour les travailleurs âgés par rapport aux travailleurs plus jeunes [119]. Dans cet esprit, garantir l'employabilité des travailleurs âgés est un objectif important de la politique relative au marché du travail.

[118] Cf., par exemple, Blundell (R.) *et al.*, « *Chapter 8 – Retirement Incentives and Labour Supply* » dans Piggott (J.) et Woodland (A.) (eds.), *Handbook of the Economics of Population Aging*, vol. 1B, Elsevier, 2016, p. 457-566., et Murtin (F.), Mackenbach (J.), Jasilionis (D.) et d'Ercole (M. M.) (2017), « *Inequalities in longevity by education in OECD countries: Insights from new OECD estimates* », *OECD Statistics Working Papers*, n° 2017/2, Editions OCDE, 2017.

[119] Certaines données indiquent également une plus grande flexibilité des salaires des travailleurs âgés par rapport aux plus jeunes – peut-être parce que le coût de la perte de leur emploi est plus élevé pour les personnes plus âgées. Pour plus de détails, cf. Du Caju (P.), Fuss (C.) et Wintr (L.), « *Sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition* », *Journal for Labour Market Research*, vol. 45, n° 1, 2012, p. 7-22

Les réformes qui affectent les voies alternatives de départ en retraite

Les conditions des voies alternatives pour prendre une retraite anticipée, telles que les allocations chômage ou les prestations d'invalidité, devraient affecter l'offre de main-d'œuvre des travailleurs âgés. Plusieurs pays européens ont introduit des dispositions spécifiques concernant les allocations chômage pour les travailleurs âgés dans les années 1980, par exemple en allongeant la durée de perception de ces allocations ou en supprimant l'obligation que les bénéficiaires recherchent un emploi tout en percevant les allocations chômage. Ces changements ont contribué à la hausse du chômage de longue durée chez les travailleurs âgés (ou, dans les cas où ceux sans emploi n'en cherchaient pas, à une hausse de l'« inactivité » telle que définie dans les statistiques relatives au marché du travail de l'Organisation internationale du travail) [120]. De la fin des années 1990 jusqu'au début des années 2000, ces régimes ont été durcis dans plusieurs pays [121]. S'agissant de la réduction du chômage de longue durée chez les travailleurs âgés, l'Allemagne se distingue : le taux de chômage de longue durée de la tranche d'âge des 55-64 ans a diminué, revenant de près de 9 % en 2006 à 1 % en 2019. La baisse a suivi les réformes Hartz, qui incluaient un large éventail de mesures, notamment le durcissement des conditions d'indemnisation du chômage pour les travailleurs âgés, mais également d'autres réformes favorisant leur maintien en poste et leurs recherches d'emploi. La Finlande semble également avoir réussi à réduire le taux de chômage de longue durée des travailleurs âgés, après le durcissement des critères des allocations chômage pour ces travailleurs en 1997 [122].

Les dispositifs de protection sociale fournissent une assurance contre le risque de devenir invalide et apportent un soutien aux personnes dont la capacité de travail est réduite. Toutefois, ces dispositifs peuvent servir de solutions alternatives pour partir en retraite, même pour ceux dont l'inaptitude au travail n'est pas totale. Dans la moitié environ des pays de la zone euro, les dispositifs pour les pensions d'invalidité ont été durcis entre 2000 et 2018 (cf. graphique A) [123]. Cette évolution a été mise en œuvre soit par le biais d'un durcissement des critères d'éligibilité pour obtenir une pension d'invalidité, soit en rendant le système de pensions d'invalidité moins généreux. Le nombre de bénéficiaires d'une pension d'invalidité (tous âges confondus) a diminué dans les pays ayant durci leurs dispositifs d'invalidité, comme cela peut être observé dans le graphique A, partie c. Toutefois, dans la tranche d'âge des 55-74 ans, la part de ceux qui sont inactifs en raison de leur maladie ou de leur invalidité n'a pas baissé (cf. graphique A, partie b), suggérant que le durcissement des dispositifs d'invalidité pourrait avoir affecté d'autres générations que celles situées dans la tranche d'âge des plus de 55 ans.

---

[120] Selon la classification de l'Organisation internationale du travail, les « personnes au chômage sont définies comme toutes les personnes en âge de travailler qui n'étaient pas en emploi, avaient effectué des activités de recherche d'emploi durant une période récente spécifiée et étaient actuellement disponibles pour l'emploi si la possibilité d'occuper un poste de travail existait ». Les personnes qui n'effectuent pas d'activités de recherche d'emploi sont considérées comme inactives même lorsqu'elles perçoivent des allocations chômage.

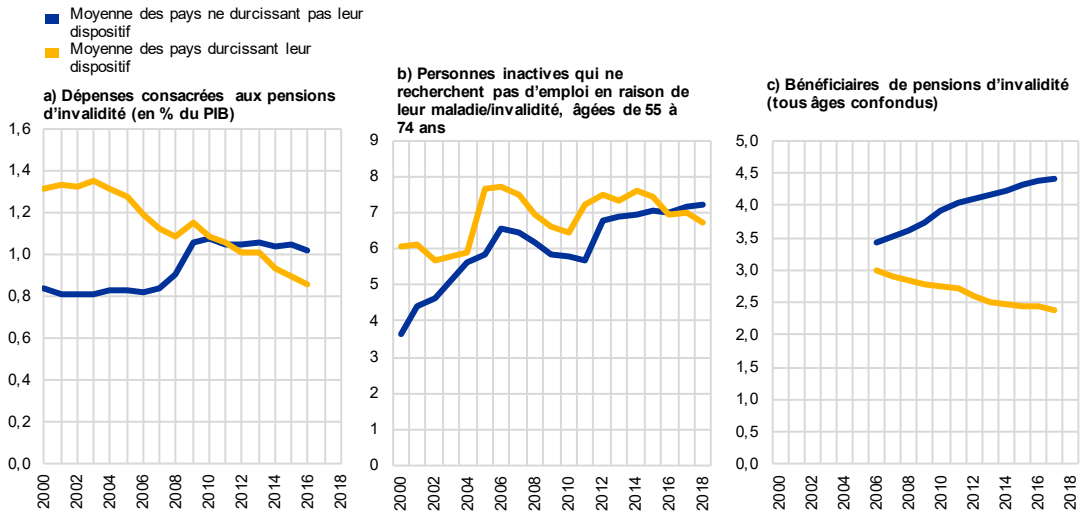
[121] Cf. Wise (David A.), (ed.) « *Social Security Programs and Retirement around the World: Historical Trends in Mortality and Health, Employment, and Disability Insurance Participation and Reforms* », University of Chicago Press, Chicago, 2012, Geyer (J.) et Welteke (C.) « *Closing Routes to Retirement: How Do People Respond?* », *Discussion Paper Series*, DP n° 10681, IZA Institute of Labor Economics, mars 2017, et Steiner (V.), « *The labor market for older workers in Germany* », *Journal for Labour Market Research*, vol 50, n° 1, p. 1-14, 2017.

[122] Kyyrä, Tomi et Wilke, Ralf (A.), « *Reduction in the Long-Term Unemployment of the Elderly: A Success Story from Finland* » *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n° 1, mars 2007, p. 154-182.

[123] Source : Eurostat.

Graphique A

Bénéficiaires de pensions d'invalidité, âgés de 55 à 74 ans, qui sont inactifs en raison de leur maladie/invalidité, en fonction du durcissement des dispositifs d'invalidité



Sources : Eurostat, calculs propres
Notes : Lors du regroupement des pays, la variation de la pension d'invalidité en pourcentage du PIB entre 2000 et 2016 a été prise en compte. Si, à la place, ce sont les moyennes pour 2012-2016 et 2000-2004 qui sont utilisées pour le calcul de la variation, la classification demeure inchangée. Les pays ayant durci leur dispositif sont : l'Allemagne, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Finlande.

Les politiques qui soutiennent directement l'emploi des travailleurs âgés

Les mesures qui ont une incidence sur le maintien dans l'emploi, d'une part, et qui favorisent l'employabilité et la productivité des travailleurs âgés, d'autre part, permettent également de doper le taux d'activité. Ces réformes peuvent inclure des subventions salariales pour les travailleurs âgés, une plus grande protection de l'emploi et des durées du travail plus flexibles, qui sont complétées par des actions d'information ciblant les employeurs (telles que des campagnes pour sensibiliser davantage aux bénéfices de la diversification en matière d'âge ou contre la discrimination à l'égard des travailleurs âgés) [124]. Par exemple, en Allemagne, des subventions salariales sous forme de prestations liées à l'emploi et de subventions salariales temporaires ont été versées depuis 2003 pour les travailleurs âgés. Au Luxembourg, une réforme de 2014 a donné aux travailleurs âgés de plus de 50 ans la possibilité de passer à temps partiel et aux employeurs la possibilité de demander des subventions si un autre salarié est embauché pour effectuer les heures manquantes.

L'impact des réformes globales du marché du travail sur les travailleurs âgés

Les réformes récentes dans les pays de la zone euro vont dans le sens d'une législation de protection de l'emploi (LPE) légèrement moins stricte et d'une plus grande flexibilité des salaires pour les marchés du travail dans leur ensemble. Une LPE plus rigide a tendance à soutenir le taux d'emploi des travailleurs âgés [125]. Même si la diminution globale de la protection de l'emploi peut avoir été défavorable aux travailleurs âgés, les données issues de la base de données *Labour Market Reform* (LABREF) laissent penser que la variation globale de la LPE peut avoir été moins orientée vers la flexibilité pour les travailleurs âgés que pour les autres (cf. graphique B, partie gauche). Le rôle de la

[124] Cf. « *Working Better with Age* », *Ageing and Employment Policies Series*, Editions OCDE, Paris, 2019.

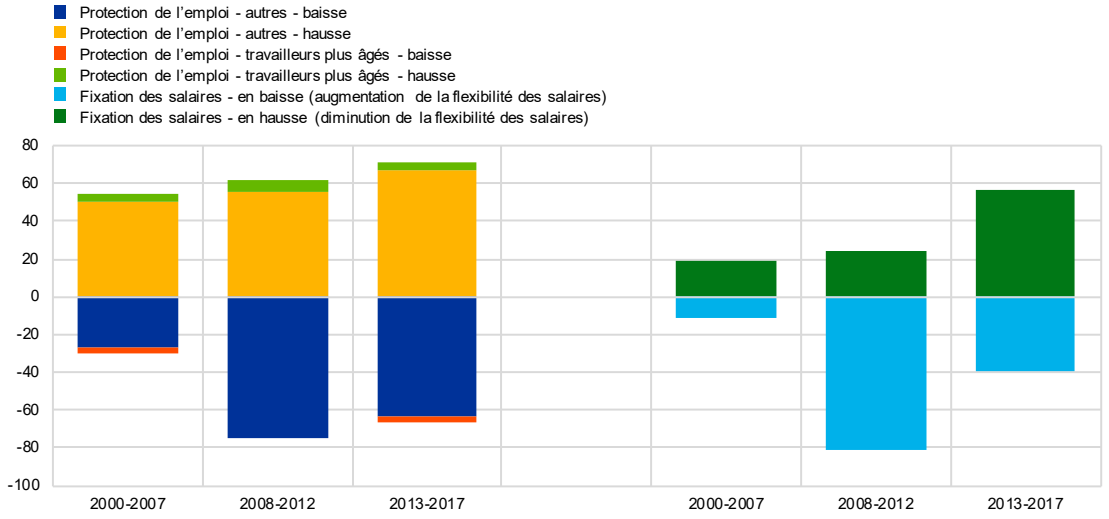
[125] Gal (P.) et Theising (A.), « *The macroeconomic impact of structural policies on labour market outcomes in OECD countries: A reassessment* », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE* n° 1271, Éditions OCDE, Paris, 2015.

flexibilité des salaires est peut-être moins évident. La rigidité des salaires influence la mesure dans laquelle l'emploi réagit aux chocs macroéconomiques. Les réformes récentes du marché du travail visant à accroître la flexibilité globale des salaires dans les pays de la zone euro ont, pour la plupart, principalement affecté les travailleurs déjà en poste, exerçant donc implicitement un impact plus important sur les seniors que sur les plus jeunes (cf. graphique B, partie droite). Cela peut avoir contribué à une augmentation des embauches de travailleurs âgés ou à leur maintien dans l'emploi. Toutefois, le rôle exact de la flexibilité accrue des salaires dans le contexte de l'emploi des travailleurs âgés demeure difficile à déterminer.

Graphique B

Réformes du marché du travail affectant le niveau de protection de l'emploi et la fixation des salaires dans les pays de la zone euro

(nombre de mesures par an)



Sources : Commission européenne, base de données LABREF.

Les réformes des différentes formes d'emploi non conventionnel peuvent également affecter davantage le marché du travail pour les travailleurs âgés que pour d'autres groupes. Par exemple, les réformes Hartz ont introduit les emplois « marginaux » subventionnés (« mini-jobs » et midi-jobs ») en Allemagne, accroissant les incitations à travailler pour les personnes en retraite anticipée [126]. De plus, les réformes du marché du travail conçues pour les travailleurs indépendants (par exemple en Italie) peuvent affecter davantage les seniors que les jeunes car la part du travail indépendant dans l'emploi total augmente avec l'âge.

Dans l'ensemble, plusieurs réformes du marché du travail, à la fois celles conçues pour les personnes plus âgées et celles de portée plus générale, ont affecté le marché du travail pour les travailleurs âgés dans la zone euro. Avec le vieillissement de la population en âge de travailler, les réformes qui soutiennent l'offre et la demande de main-d'œuvre, l'employabilité et la productivité des travailleurs âgés demeureront une priorité dans l'agenda de réforme des pays de la zone euro.

[126] Steiner (V.), « *The labor market for older workers in Germany* », *op. cit.*

Les caractéristiques des régimes de retraite sont des déterminants importants du comportement des seniors en matière de départ à la retraite. Les régimes de retraite prévoient un éventail de situations qui vont des pensions de vieillesse aux pensions d'invalidité et ils peuvent être conçus de différentes manières, en allant des retraites publiques aux pensions professionnelles et des systèmes par répartition à des systèmes privés intégralement financés par capitalisation. S'agissant des pensions de vieillesse, y compris les dispositifs de retraite anticipée, les paramètres d'éligibilité relatifs à l'âge sont un facteur décisif dans la détermination du taux d'activité des seniors. L'âge légal de départ en retraite et l'âge requis pour un départ anticipé peuvent soit servir de limites au-delà desquelles il n'est pas possible de travailler [127], soit jouer au moins le rôle d'un indicateur du moment du départ en retraite. De plus, les incitations à rester plus longtemps sur le marché du travail sont considérées comme négativement corrélées avec la générosité des prestations de retraite. Si les droits à pension sont réduits, par exemple en augmentant le malus appliqué en cas de retraite anticipée, cela encouragera probablement un allongement de la vie active. Cela doit également être considéré au regard du patrimoine net confortable, en moyenne, des ménages à la retraite (cf. encadré 2). De plus, le passage à des ajustements plus équitables d'un point de vue actuariel pour les retraites plus tardives, par exemple sous la forme d'un bonus, devrait avoir un impact positif sur la durée de la vie active. En outre, des dispositifs de retraite plus flexibles permettant de combiner travail et retraite devraient influencer positivement la décision de repousser le départ en retraite. En cas d'accès plus restreint aux programmes offrant des voies alternatives pour sortir du marché du travail, telles que les pensions d'invalidité (cf. encadré 1), cela pourrait également inciter les seniors à prendre leur retraite plus tardivement.

Encadré 2
Le patrimoine net des ménages retraités dans la zone euro

Marta Rodríguez-Vives

Le présent encadré examine le concept de patrimoine net des ménages dans la zone euro, en mettant l'accent sur le patrimoine lié aux retraites à l'âge de la retraite. Les décisions individuelles de départ en retraite reposent en partie sur les anticipations de niveau de bien-être à la retraite. L'accumulation de richesse [128] est un facteur important pour limiter les baisses potentielles des revenus du travail et des retraites qui peuvent intervenir à un stade ultérieur de la vie (par exemple, à la suite des futures réformes des retraites).

Le patrimoine « net » des ménages est la valeur de la richesse (total des actifs ventilés entre actifs financiers et non financiers) détenue par les ménages, nette de la valeur de l'encours de leurs engagements. Globalement, le patrimoine net moyen des ménages a considérablement augmenté à l'échelle de la zone euro, passant de 550 % environ du revenu disponible brut des ménages (RDB)

[127] Cf. Blanchet (D.), Bozio (A.), Rabaté (S.) et Roger (M.) « *Workers' employment rates and pension reforms in France: the role of implicit labor taxation* », *NBER Working Paper Series*, *Working Paper 25733*, NBER, avril 2019.

[128] Les ménages accumulent un patrimoine en épargnant des revenus et par le biais de transferts privés (donations et legs).

en 2002 à 710 % environ en 2019 [129]. Les profils d'évolution de la richesse nette sont hétérogènes entre pays, reflétant les différences entre les positions de départ, les préférences sociétales et les politiques en matière de fiscalité et d'épargne [130]. Sur la base des comptes sectoriels, le patrimoine des ménages à fin 2019 était globalement constitué de patrimoine immobilier (environ 460 % du RDB), de richesse financière (350 %) et, avec un signe opposé, de passifs de dette (100 %). Les principaux actifs financiers détenus par les ménages sont les actifs liquides (numéraire et dépôts) et *les plans d'épargne-retraite volontaires et l'assurance-vie*, suivis par les titres de créance et les actions.

Les droits à pension s'ajoutent au patrimoine financier, mais la façon dont ils sont enregistrés mérite une attention particulière car les droits à pension futurs, difficiles à appréhender statistiquement, constituent cependant une source importante de richesse financière. Le graphique A donne une indication de la richesse potentielle maximale des ménages provenant des pensions. Elle regroupe tous les actifs enregistrés au titre des pensions dans le patrimoine financier comme ci-dessus (comptes nationaux principaux) et les droits à pension conditionnels des ménages vis-à-vis des administrations publiques (autres comptes nationaux) [131]. Ce concept élargi de la richesse des ménages provenant des pensions conduit à des estimations plus importantes de cette richesse, de l'ordre de trois à six fois le RDB annuel des ménages dans la plupart des pays de la zone euro. Ce concept élargi rend compte de la richesse supplémentaire provenant des pensions dans les pays où les régimes de retraite sont essentiellement organisés en tant que retraites de la sécurité sociale, comme en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie ou en Finlande. Il est aussi particulièrement pertinent dans les pays où prédominent les régimes par répartition (à prestations définies), comme le Portugal et Malte, qui sont gérés par les administrations publiques mais enregistrés en dehors des comptes principaux des administrations publiques. En revanche, les régimes de retraite par capitalisation liés à l'emploi (gérés par le secteur privé ou par l'État), qui sont très importants, par exemple aux Pays-Bas, se reflètent déjà dans les comptes principaux. Les actifs des plans d'épargne-retraite volontaires sont généralement importants dans les pays où le gouvernement encourage ces dispositifs d'épargne, comme en France, à Malte, en Italie, en Irlande, en Allemagne ou en Belgique.

---

[129] L'augmentation du patrimoine net dans la zone euro est principalement attribuable aux plus-values latentes sur les avoirs immobiliers des ménages en raison de la dynamique robuste du marché de l'immobilier résidentiel ces dernières années. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « Patrimoine et consommation des ménages dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

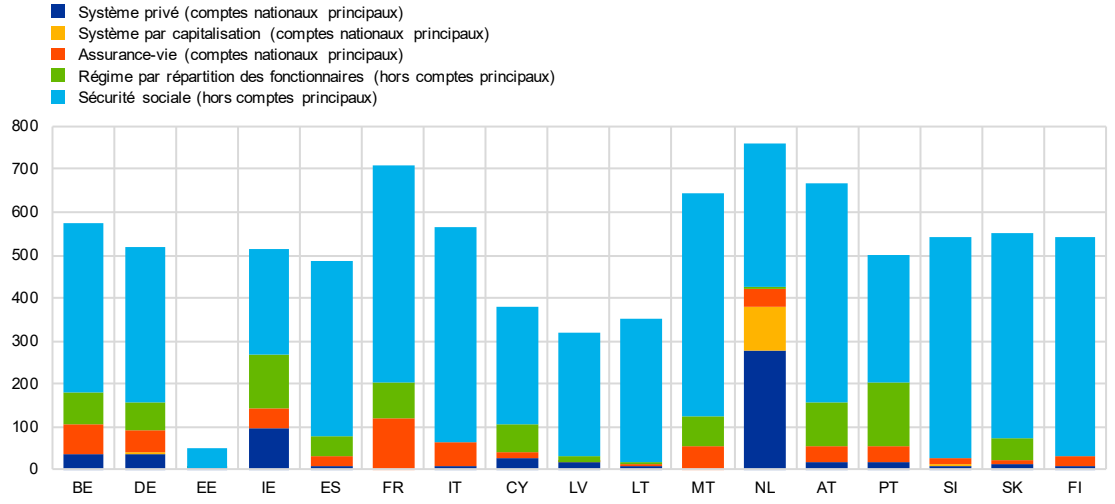
[130] Les pays recourent à deux types d'incitations financières pour encourager les particuliers à épargner en vue de la retraite : des incitations fiscales et des incitations non fiscales. Pour plus d'informations, cf. le rapport intitulé « *Financial incentives for funded private pension plans* », OCDE, novembre 2019.

[131] Eurostat publie une nouvelle série complète et harmonisée de données supplémentaires sur les droits à pension acquis dans le cadre de l'assurance sociale, c'est-à-dire le tableau 29 du programme de transmission des données du SEC 2010. La date de référence est 2015, mais les données devraient être globalement stables au fil du temps. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019. À l'échelle de la zone euro, un ratio de richesse « nette » recalculé, intégrant le concept élargi de richesse provenant des retraites, s'élèverait à environ 1000 % du RDB, soit 290 points de pourcentage de RDB de plus que la dernière valeur à fin 2019.

Graphique A

Richesse élargie des ménages provenant des pensions dans les pays de la zone euro

(pourcentage du revenu disponible brut des ménages, données 2015)



Sources : BCE et Eurostat. Les données relatives aux droits à pension acquis n'ont pas encore été publiées pour la Grèce et le Luxembourg.
Notes : Les calculs du patrimoine financier des ménages (dans les comptes nationaux principaux) intègrent tous les régimes de retraite liés à l'emploi des ménages, par capitalisation ou par répartition, plus l'assurance-vie volontaire (représentés dans le graphique en jaune, en vert et en rouge). Ils comprennent à la fois les régimes gérés par le secteur privé (y compris les fonds de pension et les assureurs) et les régimes par capitalisation gérés par l'État en tant qu'employeur. Les droits à pension conditionnels qui ne sont pas inclus dans les comptes nationaux principaux, mais qui sont inclus dans la richesse élargie des ménages provenant des pensions dans ce graphique, sont les régimes de retraite de sécurité sociale (bleu foncé) et les régimes de retraite publics par répartition (à prestations définies) pour les salariés des administrations publiques (bleu clair).

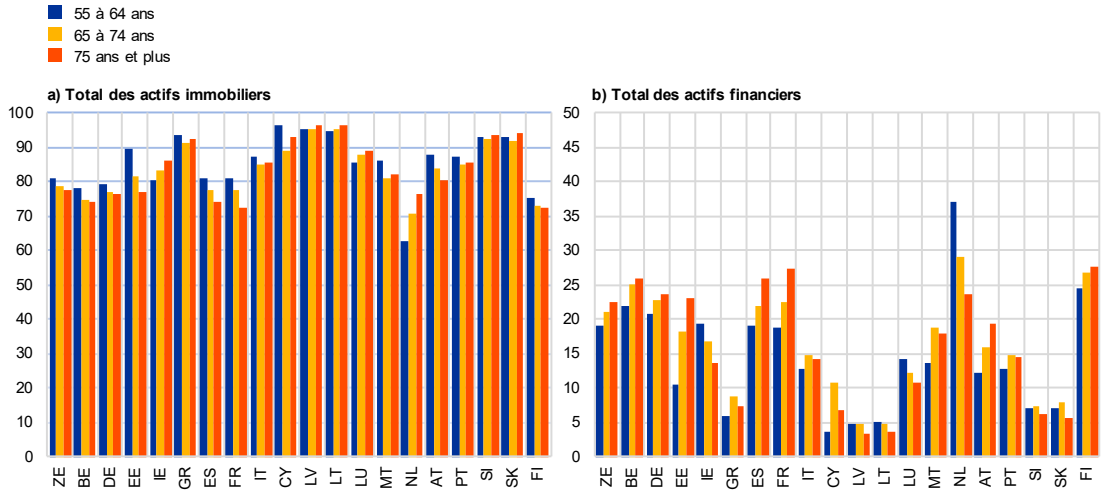
La composition du patrimoine net des ménages varie aussi sensiblement selon l'âge des ménages, d'après les données d'enquêtes [132]. S'agissant de la richesse immobilière, le graphique B montre que les ménages ont tendance à désinvestir à partir de l'âge de 75 ans (partie gauche). En revanche, la répartition de la richesse financière (partie droite) indique la tendance inverse, les ménages âgés continuant d'accumuler des actifs financiers durant leur vieillesse. Les principales exceptions sont l'Irlande et les Pays-Bas où les ménages investissent davantage dans les actifs immobiliers lorsqu'ils vieillissent.

[132] Les données se rapportent à la troisième vague de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (HFCS), mars 2020. Les résultats de la troisième vague (année de référence 2017) sont stables par rapport à la deuxième vague (année de référence 2014).

Graphique B

Total des actifs des ménages par pays, décomposés en total des actifs immobiliers (partie gauche) et total des actifs financiers (partie droite)

(pourcentage des ménages par tranche d'âge, données 2017)



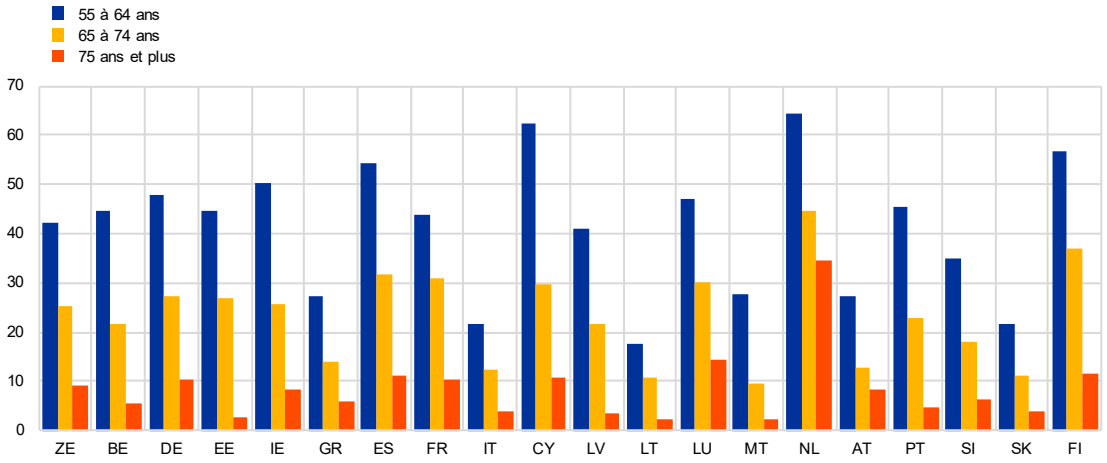
Sources : HFCS (2020) et calculs des auteurs. La somme des actifs immobiliers totaux (partie gauche) et des actifs financiers totaux (partie droite) est égale au total des actifs (100 %).

Enfin, s'agissant de l'endettement dans le concept de patrimoine net, le graphique C ci-après représente la part des ménages dans la dette totale. Il existe une relation fortement négative entre l'âge et le pourcentage de ménages endettés, les ménages âgés ayant tendance à réduire nettement leur dette hypothécaire. De plus, les évolutions du ratio médian de dette rapportée aux actifs dans la zone euro montrent que la dette diminue pour les ménages durant la retraite (de 8,5 % pour les 65-74 ans à 5,6 % pour les 75 ans et plus).

Graphique C

Part des ménages dans le total de l'endettement par pays

(pourcentage des ménages par tranche d'âge, données 2017)



Sources : HFCS (2020) et calculs des auteurs.

Dans ce contexte, les réformes des retraites devraient jouer un rôle essentiel dans les variations du taux d'activité des seniors. Même si l'on s'attend à ce que

de meilleures conditions de santé, l'élévation du niveau d'instruction et des conditions plus favorables sur le marché du travail favorisent une augmentation du taux d'activité des seniors, ces facteurs communs s'inscrivant sur une tendance de long terme ne peuvent, à eux seuls, expliquer la hausse récente du taux d'activité et sa forte variation d'un pays à l'autre. Il convient donc de s'intéresser à la manière dont les réformes des retraites pourraient avoir affecté le taux d'activité des personnes âgées.

5 Les réformes récentes des retraites dans les pays de la zone euro et leur incidence sur le marché du travail

Au cours des deux dernières décennies, les pays de la zone euro ont tous adopté des mesures de réforme des retraites, mais leur intensité et leur fréquence ont varié d'un pays à l'autre. Les réformes des retraites comprenaient notamment des relèvements de l'âge légal de départ à la retraite, des dispositifs de retraite plus flexibles pour combiner travail et retraite, des incitations financières à prolonger la vie active au-delà de l'âge légal de départ, des systèmes de retraite (anticipée) moins généreux et des critères d'éligibilité plus stricts pour la retraite anticipée, nécessitant, par exemple, un plus grand nombre d'années de cotisations [133]. Les réformes des retraites mises en œuvre au cours de la dernière décennie ont été particulièrement importantes dans les pays soumis à des programmes d'ajustement, tels que la Grèce, l'Espagne, Chypre et le Portugal.

Les réformes des retraites sont importantes non seulement pour la viabilité budgétaire, mais aussi pour l'offre de main-d'œuvre. Le vieillissement de la population exerce des tensions à la hausse sur les niveaux généralement déjà élevés des dépenses publiques liées au vieillissement, y compris les dépenses au titre des pensions de vieillesse [134]. Les réformes des retraites adoptées récemment ont contribué à renforcer la robustesse des systèmes publics de retraite des pays face au vieillissement de la population et à contenir les risques à long terme pesant sur la viabilité budgétaire [135]. En outre, les réformes des retraites sont considérées comme un facteur important d'allongement de la vie active.

L'âge légal de départ à la retraite a été relevé dans presque tous les pays de la zone euro. Depuis 2000, les limites d'âge pour bénéficier d'une retraite à taux plein ont augmenté en moyenne de plus de deux ans pour les hommes et près de quatre ans pour les femmes dans les pays de la zone euro (cf. graphique 8).
Des augmentations de cinq ans ou plus ont été mises en œuvre dans deux pays, la France et la Slovénie, tant pour les hommes que pour les femmes, et dans six pays, à savoir l'Allemagne, l'Estonie, l'Italie, la Grèce, la Lettonie et la Lituanie, uniquement pour les femmes. L'augmentation généralement plus prononcée des âges d'éligibilité

[133] Cf. Carone (G.) *et al.*, « *Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead* », *European Commission Discussion Papers*, n° 42, 2016.

[134] Cf. « L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites », *op. cit.*

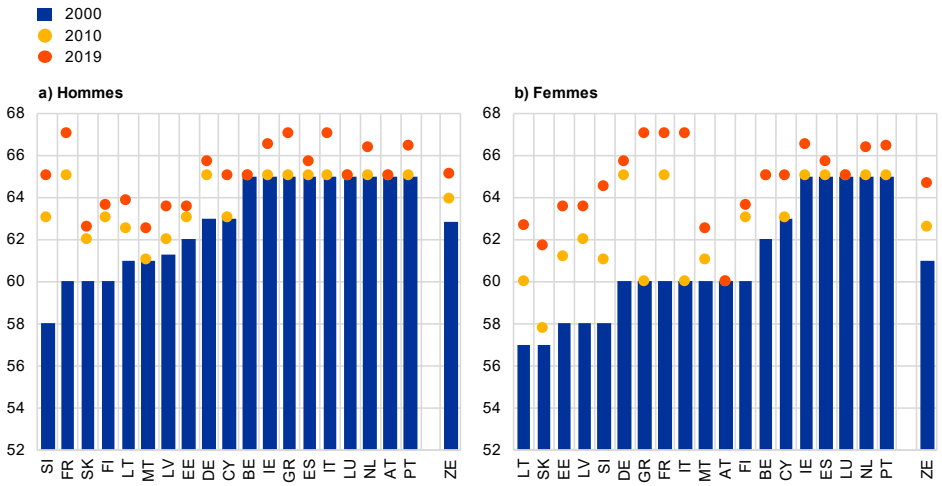
[135] Les versions successives du Rapport de la Commission européenne sur le vieillissement prévoient une baisse du niveau des dépenses publiques de retraite en 2050, de 13,3 % du PIB dans le rapport 2001 à 11,7 % du PIB dans le rapport 2018. Toutefois, ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, car ni l'horizon de prévision ni la composition des pays ne sont entièrement comparables pour l'ensemble des publications et le niveau de départ a également évolué au fil du temps.

pour les femmes reflète une tendance commune en Europe à égaliser l'âge de la retraite des hommes et des femmes. Seuls quelques pays, à savoir la Belgique (uniquement pour les hommes), le Luxembourg et l'Autriche, ont laissé inchangé l'âge d'éligibilité au cours des deux dernières décennies. La plupart des pays ont également restreint l'accès aux pensions de vieillesse en les subordonnant à un plus grand nombre d'années de cotisations, ce qui est particulièrement pertinent pour la viabilité des régimes principalement à prestations définies. La tendance à la hausse de l'âge légal de la retraite devrait se poursuivre, dans la mesure où plusieurs pays ont décidé de lier automatiquement l'âge de la retraite aux variations de l'espérance de vie.

Graphique 8

Âge légal de la retraite

(année correspondant à un âge légal)



Source : Sources nationales et calculs propres.

Des critères d'éligibilité plus stricts pour les retraites statutaires ont souvent été complétés par des limitations d'accès à la retraite anticipée. Tous les pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande et des Pays-Bas, ont mis en place des systèmes de retraite anticipée [136]. Certains pays disposent même de plusieurs systèmes de retraite anticipée parallèles, qui ciblent des groupes de travailleurs spécifiques. La plupart des régimes de retraite anticipée comportent des retenues pour permettre une plus grande équité actuarielle. Depuis 2000, la limite d'âge du départ à la retraite anticipée a été relevée en moyenne de 3 ans et demi pour les hommes et de plus de 4 ans pour les femmes, ressortant à 61 ans environ tant pour les hommes que pour les femmes en 2019 (cf. graphique 9). Certains pays, principalement ceux qui ont mis en place un lien automatique entre l'âge de la retraite et les variations de l'espérance de vie, ont également élargi ce mécanisme à leurs systèmes de retraite anticipée. En outre, six pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Grèce, Espagne, France et Autriche) autorisent la retraite à taux plein

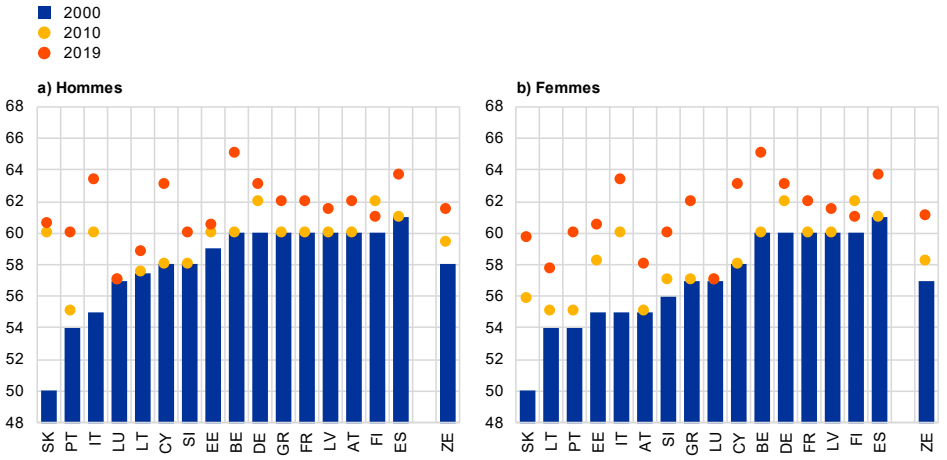
[136] Les dispositifs de retraite anticipée sont des systèmes spécifiques qui permettent à des personnes de partir à la retraite avant d'avoir atteint l'âge légal de la retraite, généralement subordonnés à des carrières longues et impliquant un ajustement des droits à pension. Outre les dispositifs spécifiques de retraite anticipée, une sortie anticipée du marché du travail a également été encouragée grâce à l'utilisation de systèmes d'assurance chômage, maladie ou invalidité pour les travailleurs âgés. La plupart de ces dispositifs ont été introduits dans les années 1970 pour répondre à la hausse du chômage – cf. Carone (G.) *et al.*, *op. cit.*

sans aucune pénalité avant d'avoir atteint l'âge légal de la retraite. Toutefois, les droits à pension sont généralement subordonnés à des critères spécifiques, comme une carrière professionnelle longue. Depuis 2000, ces exigences ont été nettement relevées pour atteindre actuellement environ 40 années de cotisations ou plus. En exigeant des carrières très longues, ces systèmes de retraite anticipée sont implicitement devenus principalement conçus pour les travailleurs ayant eu un début de carrière précoce et un niveau d'éducation peu élevé.

Graphique 9

Âge de la retraite anticipée

(année correspondant à l'âge de la retraite anticipée)



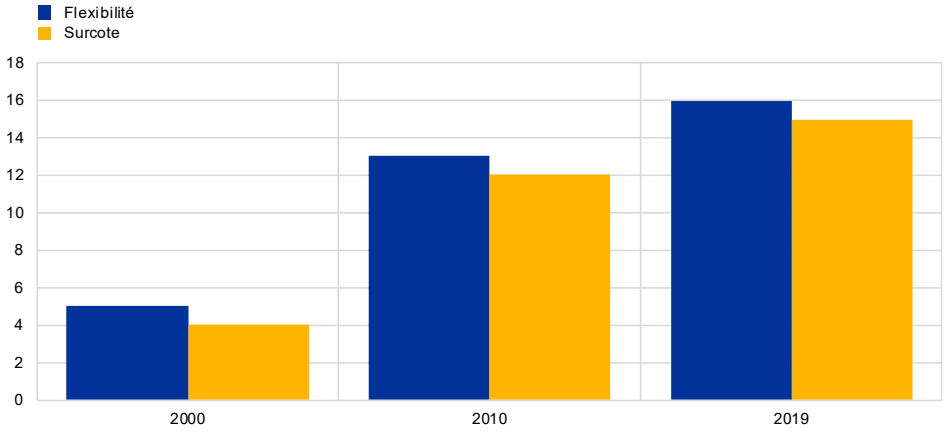
Source : Sources nationales et calculs propres.
Notes : L'Irlande et les Pays-Bas ne disposent d'aucun régime de retraite anticipée. Aucune donnée n'est disponible pour Malte. Certains pays ont mis en place plusieurs systèmes de retraite anticipée, mais un seul dispositif est représenté ici.

La plupart des pays ont intégré dans leurs régimes de retraite certaines incitations (financières) à prolonger leur carrière professionnelle destinées aux travailleurs âgés. Pour inciter les seniors à rester sur le marché du travail pendant une période prolongée, parfois même au-delà de l'âge légal de la retraite, plusieurs pays ont ajusté leurs systèmes de retraite au cours des deux dernières décennies en récompensant plus fortement la retraite différée ou en permettant aux retraités de continuer à travailler (cf. graphique 10). Toutefois, la composition concrète de ces mesures est très spécifique à chaque pays. Les incitations financières sont principalement fournies sous la forme d'une surcote pour la retraite différée et de crédits d'impôt liés à l'âge pour les travailleurs âgés. Certains pays autorisent les travailleurs âgés à demander à bénéficier de prestations de retraite tout en travaillant jusqu'à un certain âge limite, tandis que d'autres ne fixent aucune limite supérieure. Compte tenu de l'augmentation générale de l'âge légal de départ à la retraite, ces mesures ont également exercé une incidence croissante sur le taux d'activité des cohortes d'âge supérieur à 65 ans.

Graphique 10

Différentes mesures incitant à prolonger les carrières professionnelles

(nombre de pays)



Sources : Sources nationales et calculs propres.
Notes : Le graphique montre le nombre de pays disposant de politiques incitatives en 2000, 2010 et 2019. La barre « flexibilité » représente le nombre de pays de la zone euro qui ont mis en place des mesures permettant de combiner travail et retraite, tandis que la barre « surcote » correspond au nombre de pays qui versent une surcote en cas de retraite différée.

La moindre générosité des prestations de retraite devrait inciter les seniors à prendre leur retraite plus tardivement. De nombreux pays de la zone euro ont réduit la générosité de leurs régimes publics de retraite principalement en vue d'améliorer la viabilité financière de leurs systèmes de retraite. Les travailleurs âgés sont susceptibles de différer leur départ à la retraite pour compenser l'insuffisance des pensions, ce qui pourrait avoir un effet secondaire positif sur le taux d'activité. Dans la zone euro, les droits à pension ont été réduits par divers moyens, par exemple en abaissant le taux d'accumulation avec lequel les traitements ouvrant droit à pension sont transférés en droits à pension ; en calculant le salaire de référence pour les retraites sur la base d'une carrière complète plutôt que d'un sous-ensemble des meilleures années qui implique généralement des salaires plus élevés ; et en renforçant l'indexation des retraites sur les évolutions de l'inflation plutôt que sur les évolutions salariales [137]. De plus, plusieurs pays ont relevé les taux d'imposition des retraites et rendu la retraite anticipée moins attractive financièrement en augmentant les pénalités qui y sont associées.

Toutes ces réformes des retraites devraient inciter les travailleurs âgés à différer leur décision de retraite. L'effet de la réforme peut être mesuré par le taux d'imposition implicite d'une durée de travail allongée d'un an, qui reflète les variations de la valeur actuelle des pensions de retraite future d'un travailleur standard par rapport aux bénéfices supplémentaires obtenus en travaillant un an de plus [138].

[137] Pour une vue d'ensemble, cf., par exemple, Carone (G.) *et al.*, *op. cit*.

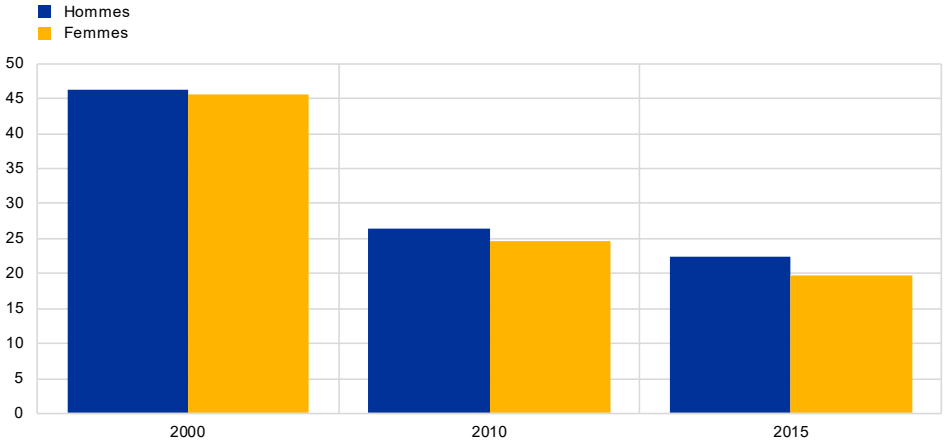
[138] Le calcul du taux d'imposition implicite de l'allongement du travail nécessite des informations détaillées par pays. Cela explique pourquoi seules de très rares études multi-pays utilisent le concept de taux d'imposition implicite. Cf. par exemple Duval (R.), « *The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries* », document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE n° 370, et OCDE, « Réformes économiques : Objectif Croissance », diverses éditions. Plus récemment, une analyse portant sur plusieurs pays a été menée pour douze économies avancées. Cf. Börsch-Supan (A.) et Coile (C.) (eds.), *Social Security Programs and Retirement around the World: Reforms and Retirement Incentives*, NBER Book Series – International Social Security, University of Chicago Press, Chicago, 2020.

Une valeur positive élevée du taux d'imposition implicite de l'allongement de la durée travaillée révèle des incitations à prendre sa retraite plus tôt, tandis qu'une valeur négative peut être considérée comme une forme de subvention à l'allongement du travail, puisque que les revenus supplémentaires provenant d'un an de travail supplémentaire dépassent la perte de valeur actuelle des prestations de retraite. La valeur du taux d'imposition implicite dépend des paramètres sous-jacents du régime de retraite concerné et varie donc selon les pays, les cohortes d'âge et dans le temps. Par exemple, dans le cas d'un dispositif de retraite anticipée, le taux d'imposition implicite a tendance à augmenter au cours de l'année précédant l'âge plancher auquel on peut bénéficier de la retraite anticipée, tandis qu'il s'aplatit légèrement par la suite. Les réformes des retraites qui affectent la générosité du régime de retraite et reportent l'âge de la retraite doivent entraîner un taux d'imposition implicite plus faible. Les quelques études disponibles sur les pays de la zone euro font état d'une baisse globale du taux d'imposition implicite, tant pour les hommes que pour les femmes. En fait, une étude récente montre que le taux d'imposition implicite des travailleurs âgés de 62 ans a diminué de plus de moitié pour un groupe de pays de la zone euro, revenant de plus de 45 % en moyenne en 2000 à 20 % environ en 2015, en dépit de différences importantes entre pays [139].

Graphique 11

Taux d'imposition implicite de l'allongement de la vie active

(en points de pourcentage)



Sources : Börsch-Supan et Coile (2020), calculs propres.
Notes : Les données indiquées représentent le taux d'imposition implicite de l'allongement de la durée travaillée pour un travailleur moyen à l'âge de 62 ans, tel que calculé dans Börsch-Supan et Coile (2020). Il s'agit de la moyenne non pondérée des six pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles, à savoir la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas.

Le taux d'imposition implicite de l'allongement de la durée travaillée semble être corrélé négativement avec le taux d'activité des seniors, comme cela a également été confirmé dans la littérature. La baisse du taux d'imposition implicite

139 Cf. Börsch-Supan (A.) et Coile (C.), *op. cit*. Cette étude contient des analyses spécifiques à chaque pays, notamment pour six pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). Par rapport au groupe des pays de la zone euro, le niveau du taux d'imposition implicite de 2015 est nettement plus élevé au Japon (environ 45 %), bien qu'il ait diminué de moitié depuis 2000, et beaucoup moins élevé aux États-Unis (à un niveau stable autour de 10 %). L'analyse couvre plusieurs types de bénéficiaires, pour lesquels les prestations de sécurité sociale sont calculées pour chaque année de 1980 à 2015 pour chaque âge possible de départ à la retraite (entre 55 et 69 ans) et pour toutes les voies d'accès à la retraite (pension publique de vieillesse, retraite anticipée, pension d'invalidité, etc.) disponibles pour les simples particuliers.

résultant des réformes des retraites peut être considérée comme indiquant que les travailleurs âgés reportent leur départ à la retraite. L'effet positif des réformes des retraites sur les incitations à participer plus longtemps au marché du travail a été globalement confirmé par plusieurs études. Elles montrent que les personnes réagissent aux variations des incitations financières (telles que les décotes de retraite anticipée mais aussi le revenu au long de la vie et les effets de richesse) ainsi qu'aux variations de l'âge légal de départ à la retraite [140]. De plus, les recherches récentes ont montré une corrélation négative statistiquement significative entre le taux d'imposition implicite et le taux d'emploi dans plusieurs pays avancés, dont six pays de la zone euro [141]. Les réformes des retraites, en particulier celles qui limitent l'accès aux dispositifs de retraite anticipée, ont joué un rôle majeur dans la hausse du taux d'emploi des personnes âgées. En fait, sur la base de régressions sur échantillons groupés, les résultats font état d'une augmentation du taux d'emploi des travailleurs âgés (à un âge moyen de départ à la retraite anticipée de 62 ans) de 6,7 points de pourcentage pour les hommes et de 4,6 points de pourcentage pour les femmes en cas de baisse du taux d'intérêt implicite (de 100 % à zéro). À l'âge légal de départ en retraite, l'effet positif sur le taux d'emploi est estimé à 1,8 point de pourcentage. Ces conclusions sont globalement conformes à d'autres études [142].

Cependant, l'analyse de l'impact des réformes des retraites sur le taux d'activité dans les différents pays est loin d'être aisée. Premièrement, les régimes de retraite et l'ampleur ainsi que la portée des réformes des retraites diffèrent considérablement d'un pays à l'autre, alors que les caractéristiques spécifiques des réformes sont importantes au regard de leur impact concret sur l'offre de main-d'œuvre. Deuxièmement, il existe des différences considérables s'agissant de la date à laquelle les réformes des retraites ont été adoptées et quant à la période écoulée entre l'annonce et la mise en œuvre des réformes. En particulier, on a constaté que de longs délais de mise en œuvre ont des effets macroéconomiques, et non des moindres puisque certains s'efforcent d'anticiper leur départ à la retraite pour bénéficier encore du régime précédent [143]. Troisièmement, le rythme de la mise en œuvre des réformes a varié d'un pays à l'autre. Dans plusieurs pays, comme en Allemagne, certains éléments de réforme des retraites ont été mis en œuvre très progressivement, tandis que dans d'autres, comme en Italie, le relèvement de l'âge légal de départ à la retraite a été mis en œuvre assez brutalement. Cela va influer sur le moment auquel le taux d'activité des seniors en sera affecté.

En outre, les remises en cause des réformes des retraites peuvent avoir des répercussions défavorables sur l'offre de main-d'œuvre. Plus récemment,

---

140 Cf. par exemple, Blundell *et al.*, *op. cit*.

141 Cf. Börsch-Supan (A.) et Coile (C.), *op. cit*.

142 Cf., par exemple, Geppert (C.), Guillemette (Y.), Morgavi (H.) et Turner (D.), « *Labour supply of older people in advanced economies: the impact of changes to statutory retirement ages* », document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE n° 1554, Éditions de l'OCDE, Paris, 2019 ; Grigoli (F.), Koczan (Z.) et Topalova (P.), « *A Cohort-Based Analysis of Labor Force Participation for Advanced Economies* », *Cohort-Based Analysis of Labor Force Participation for Advanced Economies*, États-Unis, FMI, 2018 ; et De Philippis (M.), « *The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate* », *Banca d'Italia Occasional Papers*, n° 396, Banca d'Italia, 2017.

143 Cf., par exemple, Bi (H.), Hunt (K.) et Zubairy (S.) « *Implementation delays in pension retrenchment reforms* », *Economic Review*, vol. 104, n° 2, Banque fédérale de réserve de Kansas City, deuxième trimestre 2019, p. 53-70.

plusieurs pays ont envisagé de remettre en cause les réformes des retraites adoptées antérieurement, compte tenu de la montée des pressions politiques. Dans quelques pays, de telles mesures ont déjà été décidées. Cependant, comme l'ont montré les recherches récentes, revenir sur les réformes passées des retraites ne constituerait pas seulement un défi pour la viabilité budgétaire, mais génèrerait également des coûts macroéconomiques défavorables importants, y compris pour l'offre de main-d'œuvre [144]. Ainsi, si cette tendance à la remise en cause des réformes se poursuit, elle devrait entraîner une baisse du taux d'activité des seniors.

6 Conclusions

Selon cet article, plusieurs facteurs ont joué un rôle dans l'augmentation considérable du taux d'activité des seniors au cours des deux dernières décennies. Le taux d'activité des seniors a fortement augmenté chez les femmes, bien qu'elles soient parties d'un niveau inférieur à celui des hommes. Plusieurs facteurs peuvent déterminer le taux d'activité des seniors. Décider du moment du départ à la retraite est un choix complexe, influencé par de nombreux facteurs, notamment : la situation sur le marché du travail ; l'organisation des systèmes de sécurité sociale ; l'état de santé de la personne ; son patrimoine net et son évolution attendue ; et ses préférences individuelles. Alors que nombre de ces facteurs ont beaucoup changé au fil du temps, la plupart d'entre eux suivent des tendances de longue période, telles que l'amélioration des conditions de santé, l'accroissement de l'espérance de vie et des niveaux d'enseignement plus élevés, et ils ne peuvent donc pas expliquer la forte augmentation du taux d'activité depuis 2000. Cependant, les réformes des retraites semblent avoir joué un rôle décisif dans la hausse du taux d'activité. Elles comportent des relèvements de l'âge légal de départ à la retraite, des régimes de retraite plus flexibles pour combiner travail et retraite, des incitations financières à prolonger la vie active au-delà de l'âge légal de départ à la retraite, des régimes de retraite (anticipée) moins généreux et des critères d'éligibilité plus stricts pour la retraite anticipée, par exemple en raison de l'augmentation du nombre d'années de cotisations requises.

À plus long terme, divers facteurs influenceront le taux d'activité des seniors dans les années à venir, l'impact global demeurant imprécis. Premièrement, les dernières projections démographiques indiquent que la part relative de la cohorte des travailleurs âgés diminuera légèrement, une fois que la génération du baby-boom aura commencé à partir en retraite. Cela entraînerait en soi une hausse du taux d'activité global, toutes choses égales par ailleurs. De plus, afin de contenir davantage les risques pesant sur la viabilité budgétaire liés au vieillissement de la population, les gouvernements devraient poursuivre de nouvelles réformes des retraites

[144] Pour une analyse des coûts macroéconomiques et budgétaires de la remise en cause des réformes des retraites, cf. Baksa (D.), Munkacsi (Z.) et Nerlich (C.), « *A framework for assessing the costs of pension reform reversals* », *Working Paper Series*, n° 2396, BCE, avril 2020. Une étude sur l'incidence de l'annulation de la réforme des retraites de 2014 en Allemagne, qui permet aux travailleurs ayant une expérience professionnelle particulièrement longue de 45 ans de prendre leur retraite anticipée à l'âge de 63 ans à taux plein, montre que la probabilité de retraite anticipée est supérieure de 10 points de pourcentage pour les personnes éligibles à une retraite anticipée que pour celles qui sont exposées à des pénalités. Pour plus d'informations, cf. Krolage (C.) et Dolls (M.), « *The effects of early retirement incentives on retirement decisions* », *ifo Working Papers*, n° 291, ifo Institute, Munich, 2019, p. 1-31.

susceptibles d'avoir un effet positif sur le taux d'activité des travailleurs âgés. Toutefois, si la tendance récente de remise en cause des réformes des retraites devait se poursuivre, cela pourrait avoir une incidence négative sur le taux d'activité des seniors. Enfin, à court terme, tous ces effets sont susceptibles d'être dominés par l'impact de la pandémie de COVID-19 et par ses graves implications macroéconomiques, y compris sur le marché du travail. L'expérience des graves chocs macroéconomiques passés suggère que s'ils ne sont pas atténués par des mesures appropriées, le taux d'activité des seniors est susceptible d'être affecté négativement.

3 La répartition de la liquidité et le règlement dans TARGET2

Loana Duca-Radu et Livia Polo Friz [145]

1 Introduction

TARGET2, le système de paiement dont l'Eurosystème est propriétaire et dont il assure la gestion, joue un rôle essentiel dans la zone euro, favorisant la mise en œuvre de la politique monétaire ainsi que le fonctionnement des marchés financiers et l'activité économique. Les banques centrales et les banques commerciales utilisent TARGET2 pour les opérations de politique monétaire, les paiements interbancaires et les paiements de clientèle [146]. Le système traite les paiements libellés en euros en monnaie de banque centrale, sur une base brute, en temps réel et avec irrévocabilité immédiate. Il garantit la libre circulation de la monnaie de banque centrale dans la zone euro, soutenant l'activité économique, la stabilité financière et favorisant l'intégration financière dans l'Union européenne (UE) [147]. En outre, TARGET2 a une portée mondiale via le mécanisme de banques correspondantes [148], ce qui apporte un soutien supplémentaire aux opérations des banques et des entreprises de l'UE. La liquidité de banque centrale – les fonds déposés par les banques auprès de la banque centrale, notamment les réserves obligatoires qu'elles doivent constituer – est détenue sur les comptes TARGET2 et peut être utilisée pour réaliser des paiements à tout moment de la journée.

La liquidité joue un rôle central dans les systèmes à règlement brut en temps réel (*real time gross settlement*, RTGS), car en son absence aucun paiement ne peut être réglé [149]**.** Les systèmes RTGS nécessitent une liquidité très importante, les paiements étant réglés un à un. Par conséquent, ils ont généralement des caractéristiques qui permettent aux participants d'économiser la liquidité. TARGET2

---

[145] Les auteurs du présent article sont membres/suppléants de l'un des groupes d'utilisateurs ayant accès aux données de TARGET2 conformément à l'article 1, paragraphe 2, de la décision BCE/2010/9 du 29 juillet 2010 relative à l'accès à certaines données de TARGET2 et à leur utilisation. La BCE, le comité des infrastructures de marché et le comité des paiements et des infrastructures de marché se sont assurés que l'article respectait les règles de confidentialité des données au niveau des transactions imposées par le comité des systèmes de paiement et de règlement en vertu de l'article 1, paragraphe 4, de la décision de la BCE mentionnée précédemment. Les opinions exprimées dans le présent article sont uniquement celles des auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de l'Eurosystème. Les auteurs remercient Carlos Luis Navarro Ramirez pour son aide dans leurs recherches.

[146] Par exemple, si une compagnie d'aviation aux Pays-Bas achète un avion à une compagnie en France, le transfert du paiement peut être réalisé dans TARGET2 via leurs banques respectives. D'autres systèmes de paiement et de règlement de titres comme EURO1, système paneuropéen de paiement de montant élevé, et STEP2, système paneuropéen de paiement de détail, règlent également les positions nettes de leurs participants dans TARGET2.

[147] En 2019, TARGET2 a réglé en moyenne 1 700 milliards d'euros sur une base quotidienne, ce qui correspond à 344 120 transactions (cf. *Rapport annuel 2019 sur TARGET*, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2020).

[148] Une banque correspondante est une banque prestataire de services pour le compte d'une autre banque.

[149] Lorsqu'un message de paiement est envoyé au système, le paiement est réglé immédiatement si le participant a suffisamment de liquidité sur son compte. Dès que le compte de l'émetteur a été débité, le paiement devient irrévocable. Si la liquidité sur le compte de l'émetteur n'est pas suffisante pour régler le paiement, le paiement est positionné dans la file d'attente.

présente un certain nombre de ces caractéristiques afin d'aider les participants dans leur gestion de la liquidité intrajournalière [150]. De plus, les participants peuvent utiliser la ligne de crédit intrajournalier (*intraday credit line*, ICL), facilité offerte par l'Eurosystème lorsque la liquidité sur leurs comptes n'est pas suffisante pour régler les paiements [151]. Ils peuvent également gérer activement leurs flux de paiement, par exemple en synchronisant leurs paiements sortants et entrants, utilisant ainsi de manière plus efficace la liquidité disponible dans le système. Durant les périodes caractérisées par des niveaux généralement plus élevés de liquidité, moins d'efforts sont requis de la part des participants à TARGET2 pour gérer leur liquidité intrajournalière et les mécanismes permettant d'économiser la liquidité sont moins utilisés [152].

La disponibilité de la liquidité et la façon dont elle est répartie ont une incidence sur le processus de règlement. Bien que TARGET2 soit géré comme une plateforme technique unique, il relie des systèmes de composantes juridiquement distinctes, dont chacune est gérée par une banque centrale nationale. Le présent article examine la façon dont la liquidité est répartie entre les différentes composantes de TARGET2 et s'attache à comprendre ce que cela implique pour le règlement des paiements au niveau de chaque juridiction. En particulier, il étudie comment la répartition de la liquidité entre les pays affecte le recours au crédit intrajournalier et le moment où intervient le règlement des paiements. Ces aspects sont importants pour l'opérateur d'un système de paiement [153] : une ligne de crédit intrajournalier importante accroît la capacité de paiement [154] du participant correspondant, rendant le règlement des paiements plus fluide. Néanmoins, si un participant ne peut pas rembourser son crédit en fin de journée, ce dernier est automatiquement transformé en crédit au jour le jour au taux de la facilité de prêt marginal de la BCE. Plus les paiements sont réglés tôt, plus le risque opérationnel est faible [155]. Si un dysfonctionnement opérationnel apparaît durant la journée, plus le nombre de

---

150 Par exemple, des algorithmes de compensation, qui apparient et compensent les paiements à l'entrée ou lorsqu'ils sont dans la file d'attente.

151 La ligne de crédit intrajournalier est proposée, sans perception d'intérêt, contre un collatéral éligible que les participants mobilisent auprès de leurs banques centrales nationales. En fin de journée, si le participant ne peut pas couvrir sa position négative, le crédit intrajournalier devient un crédit au jour le jour (*overnight*) dont le taux correspond à celui de la facilité de prêt marginal.

152 Par exemple, mi-2014 une moyenne quotidienne d'une valeur de 2 000 milliards d'euros de paiements avait été réglée dans TARGET2, pour un niveau global de liquidité de 200,7 milliards. Mi-2019, approximativement 1 800 milliards d'euros de paiements étaient réglés chaque jour, mais les niveaux de liquidité se situaient à 1 790,5 milliards sous l'effet des mesures de politique monétaire dans le cadre du programme d'achats d'actifs, ce qui signifie moins de paiements réglés et une liquidité plus élevée. La différence tient à l'efficacité dans l'utilisation de la liquidité : mi-2014, un indicateur représentant l'efficacité de la liquidité utilisée dans TARGET2 ressortait à 5,0, tandis que mi-2019, il s'inscrivait à 3,3. L'efficacité dans l'utilisation de la liquidité est calculée comme le ratio des paiements totaux réglés rapportés à un niveau estimé de liquidité utilisée, d'après Benos (E.), Garratt (R.) et Zimmerman (P.), « *Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers* », *Working Paper Series*, n° 451, Bank of England, juin 2012.

153 Les systèmes de paiement peuvent être développés et gérés par une banque centrale ou par le secteur privé. Dans son rôle de propriétaire et de gestionnaire de TARGET2, l'Eurosystème propose un règlement en monnaie centrale en permettant aux institutions financières de se transférer des fonds qu'elles détiennent sur leurs comptes dans les livres de leur banque centrale. Agir au titre de sa capacité opérationnelle est une façon pour une banque centrale de s'assurer que le système respecte les normes de sécurité et d'efficacité qu'elle a fixées.

154 La capacité de paiement d'un participant au début de la journée TARGET2 est définie comme la somme du solde d'ouverture sur son compte et du montant de la ligne de crédit intrajournalier définie.

155 Cf., par exemple, McAndrews (J.) et Kroeger (A.), « *The Payment System Benefits of High Reserve Balances* », *Staff Reports*, n° 779, Banque fédérale de réserve de New York, juin 2016.

paiements réglés jusque-là est important, plus la pression sur le système est faible quand il reprend son activité de règlement.

Le reste de l'article est structuré de la manière suivante. La section 2 présente une vue d'ensemble de la répartition de la liquidité dans TARGET2. La section 3 décrit les répercussions de la répartition de la liquidité sur le règlement des paiements dans TARGET2. La section 4 apporte des éléments de conclusion et examine la pertinence des résultats.

2 Vue d'ensemble de la répartition de la liquidité dans TARGET2

La liquidité dans TARGET2 peut être mesurée comme la somme de la liquidité détenue par les participants sur leurs comptes au début de chaque journée [156]. La liquidité dans TARGET2 a été multipliée par huit environ entre mi-2008 et fin 2019 (cf. graphique 1). Elle a augmenté au moment de la crise de la dette souveraine en 2011-2012, dans le contexte des mesures prises par l'Eurosystème pour satisfaire la demande de liquidité des banques et a atteint 592,7 milliards d'euros en août 2012, contre 219,8 milliards en juin 2008. Le lancement du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) en mars 2015 a entraîné une nouvelle hausse des niveaux de liquidité. Un pic de 1 847,2 milliards d'euros a été atteint en août 2018. Ces évolutions sont comparables à l'évolution de l'excédent de liquidité, c'est-à-dire les fonds en sus des réserves obligatoires détenus par les établissements de crédit sur leurs comptes dans les livres de la banque centrale [157]. Avec l'élévation des niveaux de liquidité dans TARGET2 après le démarrage du PSPP, la volatilité de la liquidité détenue au niveau des pays a diminué. Depuis fin 2016, les parts des pays se sont globalement stabilisées, à l'exception des Pays-Bas, dont la part a diminué [158].

---

[156] Les soldes de début de journée sont corrigés de l'utilisation faite au jour le jour des facilités permanentes de l'Eurosystème (facilité de prêt marginal et facilité de dépôt). Des ajustements supplémentaires sont opérés pour corriger les spécificités nationales. En particulier, certaines banques centrales utilisent des comptes propres (*proprietary home accounts*), sur lesquels la liquidité de leurs participants est transférée en fin de journée. On procède ainsi, par exemple, pour le calcul des réserves obligatoires que les établissements de crédit doivent constituer auprès de leur banque centrale, le modèle de gestion des réserves étant optionnel dans TARGET2.

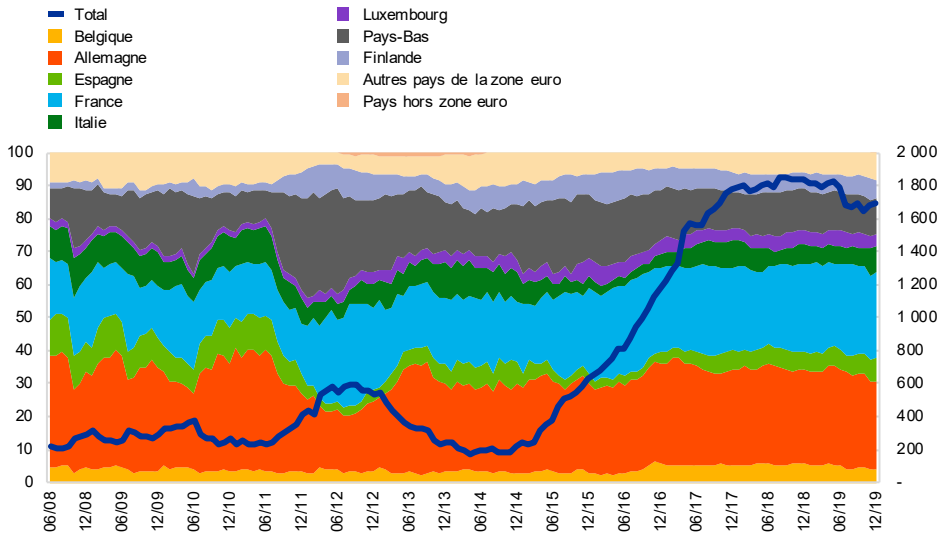
[157] Cf. Baldo (L.), Hallinger (B.), Helmus (C.), Herrala (N.), Martins (D.), Mohing (F.), Petroulakis (F.), Resinek (M.), Vergote (O.), Usciati (B.) et Wang (Y.), « *The distribution of excess liquidity in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 200, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2017.

[158] Les évolutions observées fin 2019 peuvent s'expliquer par le fait que certains établissements de crédit établis au Royaume-Uni ont relocalisé leur point d'accès à TARGET2 des Pays-Bas vers la France et l'Allemagne en raison du Brexit.

Graphique 1

Liquidité totale dans TARGET2 et liquidité par pays

(échelle de gauche : pourcentages de la liquidité totale ; échelle de droite : liquidité totale, en milliards d'euros)



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.
Notes : Les points de données représentent les moyennes mensuelles des données quotidiennes. Les données couvrent la période allant de juin 2008 à décembre 2019.

L'essentiel de la liquidité dans TARGET2 est détenu par huit juridictions. L'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, l'Espagne, la Finlande, la Belgique et le Luxembourg représentent en moyenne 92,5 % de la liquidité totale détenue dans TARGET2 (cf. graphique 1), ce qui est globalement conforme à la répartition de l'excédent de liquidité. Entre juin 2008 et décembre 2019, la part de la liquidité détenue par l'Allemagne s'établissait en moyenne à 28,2 %, contre 21,9 % pour la France et 16,3 % pour les Pays-Bas. L'Italie détenait en moyenne 7,1 %, l'Espagne 6,2 %, la Finlande 5,4 %, la Belgique 4,0 % et le Luxembourg 3,3 %. La corrélation entre la liquidité disponible au niveau des pays et la valeur des paiements dans TARGET2 est de 0,92 sur la même période. Cela tend à indiquer que les juridictions disposant de niveaux de liquidité plus élevés sont également celles qui ont la plus forte activité de paiement dans TARGET2. L'Allemagne, la France et les Pays-Bas ont été les plus forts contributeurs à l'activité de TARGET2 en 2019, conformément à leur part dans la liquidité, représentant 68,0 % environ de la valeur réglée [159], suivis du Luxembourg, de la Belgique, de l'Espagne et de l'Italie, avec des parts comprises entre 4,0 % et 9,0 %. La concentration de l'activité de paiement sur quelques pays est la conséquence d'un certain nombre de facteurs, notamment la taille du système bancaire national, la présence d'infrastructures de marchés financiers, la localisation de sièges sociaux des groupes bancaires et le rôle que les établissements établis dans le pays jouent dans la fourniture d'un accès à TARGET2 aux banques hors zone euro.

La liquidité dans TARGET2 est concentrée sur un sous-ensemble d'établissements. La concentration de la liquidité est mesurée à l'aide du coefficient

[159] Cf. *Rapport annuel 2019 sur TARGET*, BCE, Francfort-sur-le Main, mai 2020.

de Gini [160], qui se situe entre zéro (égalité parfaite) et un (inégalité maximum). Le coefficient de Gini a évolué dans une fourchette comprise entre 0,86 et 0,92 au fil du temps (cf. tableau 1), indiquant que l'essentiel de la liquidité dans TARGET2 est détenu par un petit nombre de participants. Cette évolution est globalement conforme au coefficient de Gini calculé pour les réserves obligatoires, qui est ressorti en moyenne à 0,87 entre la septième période de constitution de réserves de 2012 et la huitième période de constitution de 2019 [161]. Ainsi, la concentration de la liquidité dans TARGET2 reflète en grande partie la concentration des réserves obligatoires des banques et en définitive, les réserves obligatoires étant calculées sur la base des bilans des banques, la composition du marché. Le coefficient de Gini relatif à la concentration de la liquidité a augmenté tout d'abord pendant la crise de la dette souveraine en 2011-2012, conformément au phénomène de fragmentation des marchés observé à cette période [162]. Il a également augmenté après le démarrage du PSPP. Cela tend à indiquer que le supplément de liquidité injecté dans le système a fini entre les mains des participants qui avaient déjà sur leurs comptes plus de liquidité que les autres. En revanche, l'introduction du système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserve le 30 octobre 2019 a entraîné une baisse de la concentration de la liquidité. L'encadré 1 examine plus en détail l'effet de l'introduction du système à deux paliers sur la répartition de la liquidité dans TARGET2.

La concentration de la liquidité varie selon les pays de la zone euro. Les valeurs moyennes relatives aux quatre périodes allant de juin 2008 à décembre 2019 montrent que la concentration s'est située dans une fourchette comprise entre 0,47 et 0,93 pour l'ensemble des juridictions (cf. tableau 1). Les niveaux de concentration les plus bas ont été enregistrés avant la crise de la dette souveraine, tandis que les niveaux les plus hauts ont été observés très récemment. Cela se vérifie pour toutes les juridictions, à quelques rares exceptions près. Depuis le démarrage du PSPP, l'Allemagne, l'Espagne, la France et les Pays-Bas ont affiché les valeurs moyennes de concentration les plus élevées, tandis que la Slovénie, l'Irlande et Malte ont enregistré les plus basses. On n'observe pas une incidence nette du PSPP sur la concentration de la liquidité au niveau des pays.

---

160 Le coefficient de Gini a été adopté dans la littérature relative aux systèmes de paiement pour mesurer l'inégalité de différents points de vue. Une autre mesure de la concentration largement utilisée est l'indice d'Herfindahl-Hirschmann (IHH). Cf., par exemple, Adams (M.), Galbiati (M.) et Giansante (S.), « *Liquidity costs and tiering in large-value payment systems* », *Working Paper Series*, n° 399, Bank of England, juillet 2010 ; Denbee (E.), Garratt (R.J.) et Zimmerman '(P.), « *Variations in liquidity provision in real-time payment systems* », *Working Paper Series*, n° 513, octobre 2014, révisé janvier 2015 ; McAndrews (J.) et Kroeger (A.), « *The Payment System Benefits of High Reserve Balances* », *Staff Reports*, n° 779, Banque fédérale de réserve de New York, New York, juin 2016.

161 La BCE a commencé à collecter des données individuelles relatives aux réserves obligatoires auprès des banques centrales nationales à partir de la septième période de constitution de réserves de 2012.

162 Eisenschmidt (J.), Kedan (D.), Schmitz (M.), Adalid (R.) et Papsdorf (P.), « *The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances* », *Occasional Paper Series*, n° 196, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2017.

Tableau 1

Coefficient de Gini pour les pays de la zone euro

Pays	Juin 2008 à déc. 2010	Janv. 2011 à déc. 2012	Janv. 2013 à fév. 2015	Mars 2015 à déc. 2019
Belgique	0,47	0,72	0,70	0,84
Allemagne	s. o.	s. o.	0,90	0,93
Estonie	0,72	0,65	0,60	0,80
Irlande	0,64	0,67	0,64	0,59
Grèce	0,66	0,71	0,81	0,79
Espagne	0,82	0,83	0,86	0,88
France	0,85	0,86	0,86	0,88
Italie	0,84	0,85	0,84	0,84
Chypre	0,68	0,69	0,79	0,78
Lettonie	0,69	0,75	0,74	0,74
Lituanie	0,69	0,80	0,80	0,84
Luxembourg	0,59	0,69	0,76	0,71
Malte	s. o.	s. o.	s. o.	0,67
Pays-Bas	0,90	0,90	0,84	0,88
Autriche	0,71	0,80	0,81	0,80
Portugal	0,65	0,82	0,83	0,80
Slovénie	0,65	0,67	0,67	0,56
Slovaquie	0,73	0,78	0,79	0,85
Finlande	0,78	0,80	0,83	0,74
TARGET2	**0,86**	**0,89**	**0,89**	**0,92**

Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.
Note : Les chiffres n'intègrent pas les données relatives à Malte avant mars 2015 et à l'Allemagne avant septembre 2013 en raison de l'insuffisance des données.

Encadré 1

L'incidence du système de rémunération des excédents de liquidité à deux paliers sur la répartition de la liquidité dans TARGET2

Le 30 octobre 2019, la BCE a introduit un système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité, ce qui a coïncidé avec une redistribution de la liquidité entre les composantes nationales de TARGET2. Dans le système à deux paliers, les excédents de liquidité des banques sont rémunérés à 0 % jusqu'à une limite correspondant actuellement à six fois le montant de leurs réserves obligatoires, créant une incitation pour celles-ci à exploiter tout quota d'exemption non utilisé ; pour l'excédent de liquidité au-delà de ce niveau, c'est le taux de la facilité de dépôt (actuellement − 0,50 %) qui est applicable. Les banques disposant d'excédents de liquidité au-delà des quotas d'exemption sont incitées à prêter à des taux négatifs dès lors que ces derniers sont supérieurs au taux de la facilité de dépôt tandis que les banques disposant de quotas d'exemption non utilisés peuvent emprunter des fonds et les déposer à 0 % au titre de la partie exemptée.
Les quotas d'exemption peuvent être alimentés sur une base nationale ou transfrontalière. Si les quotas sont alimentés sur une base transfrontalière, la liquidité est redistribuée entre les composantes nationales de TARGET2. De fait, selon les estimations des services de la BCE fondées sur les données relatives à l'excédent de liquidité disponibles avant l'introduction du système à deux

paliers, 4 % environ des quotas d'exemption, soit 30 milliards d'euros environ, ne pouvaient être saturés que si les banques procédaient à des transactions transfrontalières[163].

Le 31 octobre, un jour après l'introduction du système à deux paliers, le solde TARGET2 de début de journée de l'Allemagne a enregistré une baisse notable, de 472,6 milliards d'euros à 449,6 milliards, de même que celui de la Belgique, de 78,3 milliards à 63,9 milliards [164]. En revanche, la liquidité détenue par les banques italiennes dans TARGET2 est passée de 39,9 milliards d'euros à 137,2 milliards. En Espagne, le solde TARGET2 de début de journée n'a pas été modifié de façon significative le jour suivant l'introduction du système à deux paliers, mais il a ensuite varié de 13,0 milliards au cours des cinq jours suivants. Les nouveaux niveaux de solde se sont maintenus jusqu'à la fin de l'année. Ces mouvements dans TARGET2 ont reflété les reports de l'excédent de liquidité des pays se délestant de leur liquidité comme la Belgique et l'Allemagne vers les pays disposant de quotas d'exemption non utilisés comme l'Italie (cf. graphique A). La redistribution de la liquidité s'est opérée principalement via des opérations sécurisées.

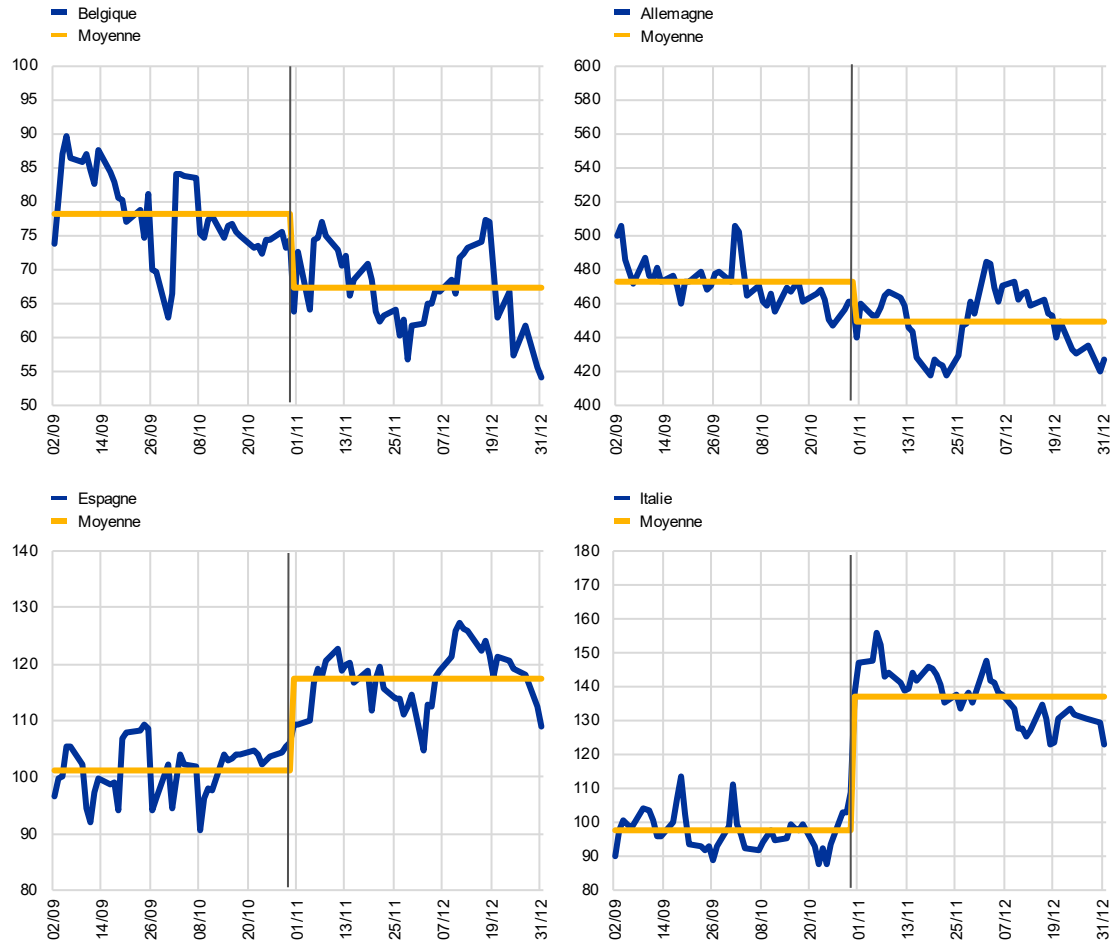
[163] Cf. *A tale of two money markets: fragmentation or concentration*, discours de Benoît Cœuré lors de l'atelier BCE sur le thème « Marchés monétaires, mise en œuvre de la politique monétaire et bilans de banque centrale », Francfort-sur-le-Main,12 novembre 2019.

[164] Comme la liquidité dans TARGET2 est mesurée par les soldes de début de journée, il faut attendre un jour pour que les modifications apparaissent.

Graphique A

Soldes de début de journée TARGET2 pour une sélection de juridictions avant et après l'introduction du système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité

(en milliards d'euros, données quotidiennes)



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.
Note : Les données couvrent la période allant du 2 septembre 2019 au 30 décembre 2019.

Le 11 décembre 2019, les banques avaient réduit leurs quotas d'exemption non utilisés à 5 %, contre 28 % le 30 octobre 2019 [165], ce qui s'est également traduit par une concentration moins importante de la liquidité dans TARGET2. En particulier, le coefficient de Gini a diminué en Allemagne, de 0,92 en moyenne au cours des deux mois précédant l'introduction du système à deux paliers à 0,89 au cours des deux mois qui ont suivi. En Belgique, le coefficient a diminué de 0,89 à 0,86, en Italie de 0,85 à 0,82 et en Espagne de 0,88 à 0,86. Ces modifications sont significatives, représentant l'équivalent de deux à sept fois l'écart-type des variations mensuelles depuis mars 2015. Les autres juridictions qui ont enregistré une baisse ont été le Luxembourg, les Pays-Bas et la Slovaquie. Pour l'ensemble des participants à TARGET2, la concentration de la liquidité a diminué de 0,90 à 0,89.

[165] Cf. l'encadré intitulé « La réaction du marché au système à deux paliers », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

3 L'incidence de la distribution de liquidité sur le règlement des paiements dans TARGET2

Cette section explore le lien entre la distribution de la liquidité dans TARGET2, d'une part, et l'utilisation des lignes de crédit et l'heure du règlement des paiements, d'autre part. L'utilisation des lignes de crédit et l'heure du règlement des paiements constituent deux facteurs importants du bon déroulement du processus de règlement.

3.1 Utilisation de la ligne de crédit intrajournalier

La ligne de crédit intrajournalier est une facilité fournie aux participants à TARGET2 par l'Eurosystème, contre des garanties éligibles [166]**.** La taille de la ligne de crédit, qui ne supporte pas de charge d'intérêt, dépend du montant des garanties fournies, que les participants ont la possibilité de modifier tout au long de la journée. Le crédit intrajournalier est automatiquement utilisé par le système pour le règlement des paiements lorsque la liquidité sur le compte TARGET2 d'un participant est insuffisante. Pour assurer un règlement fluide et en temps voulu des paiements, il est important pour un participant de disposer d'une ligne de crédit importante. Cependant, si le crédit n'est pas remboursé en fin de journée, ce montant fera automatiquement l'objet d'intérêts au taux de la facilité de prêt marginal. Ainsi, une dépendance excessive au crédit intrajournalier peut exposer les participants au risque de coûts supplémentaires s'ils ne peuvent pas rembourser le crédit avant la fin de la journée.

Le crédit intrajournalier total a diminué dans le contexte des niveaux élevés de liquidité observés depuis mars 2015. Après le lancement du PSPP, le crédit intrajournalier global est revenu de 2 999,4 milliards d'euros en moyenne en mars 2015 à 1 734,76 milliards en décembre 2019. Dans le contexte du PSPP et du programme d'achats d'actifs (APP) en général, le coût d'opportunité de la détention de garanties bloquées pour la ligne de crédit intrajournalier est plus élevé que ce ne serait sinon le cas. Cela peut expliquer, au moins en partie, la baisse du crédit intrajournalier. Avant mars 2015, cette ligne de crédit représentait entre 78,2 % et 95,4 % de la capacité globale de paiement des participants. Avec les récents niveaux élevés de liquidité, la capacité de paiement a été divisée presque également entre les deux sources. En décembre 2019, la ligne de crédit intrajournalier a représenté 49,4 % de la capacité de paiement.

Dans les juridictions qui sont de grands centres financiers, la facilité de crédit intrajournalier représente une part importante de la capacité de paiement. C'est en Allemagne et en France que sont implantées les grandes banques dépositaires, tandis que l'Allemagne et les Pays-Bas sont utilisés depuis longtemps par les banques hors zone euro pour accéder à TARGET2. La ligne de crédit intrajournalier représente plus de 75 % de la capacité de paiement dans ces juridictions (cf. graphique 2). Ce sont également les juridictions qui disposent des plus

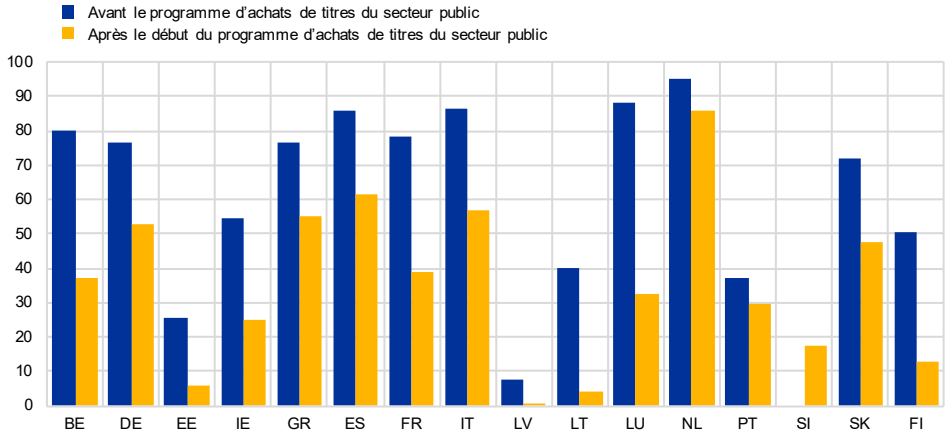
[166] Cf. l'orientation (UE) 2015/510 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) (JO L 91, 02.04.2015, p. 3).

grandes lignes de crédit intrajournalier en valeur absolue et sont les détentrices les plus importantes de liquidité dans TARGET2. Toutefois, en ce qui concerne le recours au crédit intrajournalier, c'est-à-dire la part de cette facilité qui est effectivement utilisée pour effectuer des paiements [167], il se situe dans la fourchette moyenne, avec des valeurs comprises entre 20,0 % et 34,0 % (cf. graphique 3). Globalement, ces chiffres donnent à penser que les montants de crédit intrajournalier élevés résultent du rôle que ces juridictions jouent en tant que centres financiers, ce qui se traduit par des détentions importantes de garanties. En prenant pour hypothèse que toute garantie qui ne serait pas utilisée autrement (par exemple pour des opérations d'*open market*) est allouée aux facilités de crédit intrajournalier, ces lignes de crédit seront importantes. Les lignes de crédit intrajournalier importantes ne peuvent donc pas être interprétées comme résultant de la demande. D'autres juridictions, comme la Belgique, la Grèce, l'Espagne, l'Italie ou le Luxembourg, ont également une capacité de paiement principalement composée de lignes de crédit intrajournalier, mais bien moins importantes en valeur absolue qu'en Allemagne, en France ou aux Pays-Bas.

Graphique 2

Lignes de crédit intrajournalier dans TARGET2 par rapport à la capacité totale de paiement par pays

(en pourcentage de la capacité totale de paiement par pays)



Sources : TARGET2 et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. Le graphique ne représente que les pays de la zone euro. En raison de données limitées, le calcul ne comprend pas les chiffres relatifs à l'Autriche, à Malte, à l'Allemagne avant septembre 2013, à la Lettonie avant janvier 2014, au Portugal avant avril 2009 et à la Slovénie avant novembre 2015.

Compte tenu de l'utilisation relativement limitée du crédit intrajournalier, une composante importante de cette facilité de crédit semble être liée à l'offre. La ligne de crédit intrajournalier est utilisée à hauteur de 31,4 % en moyenne dans l'ensemble des juridictions et sur les différentes périodes, fluctuant entre 11,5 % et 50,0 % (cf. graphique 3). Parmi les juridictions ayant le plus recours au crédit intrajournalier figurent la Grèce, l'Italie, le Portugal et la Finlande. Celles qui l'utilisent le moins sont l'Allemagne, l'Espagne et le Luxembourg. L'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier peut varier selon qu'elle est guidée plutôt par l'offre ou par la

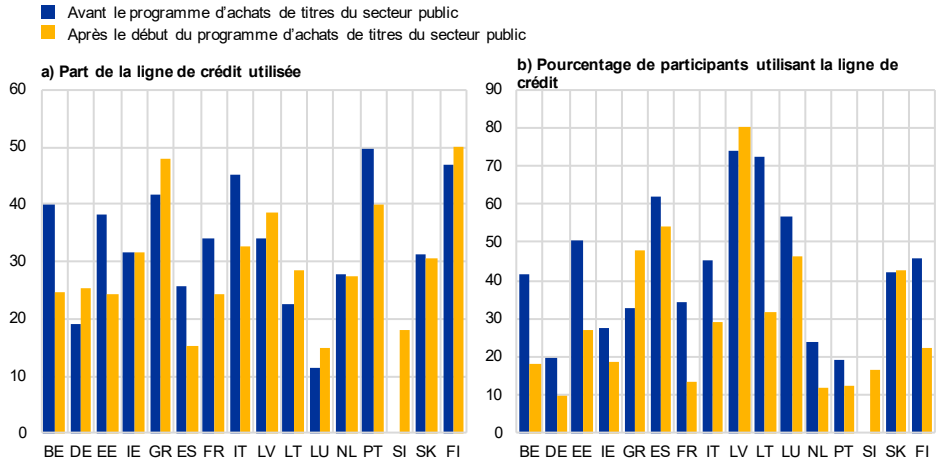
[167] L'utilisation du crédit intrajournalier est calculée comme le ratio du crédit maximal utilisé à partir de la ligne de crédit intrajournalier tout au long de la journée par rapport à l'ensemble des lignes de crédit allouées.

demande, ainsi qu'en fonction de la manière dont les banques gèrent leur liquidité sur une base intrajournalière. Le nombre de participants qui utilisent effectivement le crédit intrajournalier est également limité. Dans le contexte de niveaux élevés de liquidité, seulement 10,4 % des participants à TARGET2 utilisent la ligne de crédit intrajournalier, contre 31,9 % en mars 2015. Cela se vérifie généralement dans l'ensemble des juridictions, ce qui constitue une indication supplémentaire qu'une composante importante de la ligne de crédit intrajournalier est effectivement liée à l'offre. En outre, les garanties présentées pour la ligne de crédit intrajournalier peuvent avoir un « double usage », c'est-à-dire constituer également des garanties que les banques doivent détenir à des fins prudentielles (comme les coussins de liquidité et les actifs liquides de haute qualité à conserver dans le cadre des règles du ratio de liquidité à court terme). Lorsque la taille de la ligne de crédit intrajournalier coïncide avec celle des garanties que les banques doivent détenir à des fins prudentielles, le coût d'opportunité de les avoir bloquées pour le crédit intrajournalier devient nul et l'accès à une ligne de crédit intrajournalier importante facilite la gestion de leur liquidité intrajournalière par les banques car leur capacité de paiement s'en trouve accrue.

Graphique 3

Utilisation de la ligne de crédit intrajournalier dans les différentes juridictions

(en pourcentage)



Sources : TARGET2 et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. Le graphique ne représente que les pays de la zone euro. En raison de données limitées, le calcul ne comprend pas les chiffres relatifs à l'Autriche, à Malte, à l'Allemagne avant septembre 2013, à la Lettonie avant janvier 2014, au Portugal avant avril 2009 et à la Slovénie avant novembre 2015.

Une étude de panel est conduite afin de mieux comprendre en quoi la disponibilité de la liquidité au niveau de chaque juridiction est liée à l'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier. Cette approche permet de prendre en compte simultanément la valeur des paiements réglés, la taille de la ligne de crédit, la concentration de la liquidité et la coordination intrajournalière des paiements. Pour un même niveau de liquidité, les juridictions qui règlent davantage de paiements devraient également utiliser davantage le crédit intrajournalier. L'utilisation du crédit intrajournalier peut également être plus élevée si, pour un même niveau de disponibilité, la liquidité est concentrée entre les mains d'un nombre plus restreint de participants. La coordination intrajournalière des paiements est également pertinente

pour l'utilisation du crédit intrajournalier. En synchronisant les paiements, il est possible d'utiliser plus efficacement la liquidité et le recours à la ligne de crédit intrajournalier devrait s'en trouver plus limité. De plus, le taux d'intérêt au jour le jour, qui mesure le coût de la liquidité, est également défini comme variable de contrôle. Une augmentation du coût de la liquidité incite les participants à recourir davantage au crédit intrajournalier, qui ne supporte pas de charge d'intérêt.

Les résultats montrent que les juridictions qui disposent de davantage de liquidité utilisent moins le crédit intrajournalier. Les résultats sont statistiquement significatifs pour l'ensemble des spécifications (cf. tableau 2). Selon la spécification la plus complète (spécification (3) dans le tableau 2), une hausse de 63 milliards d'euros de la liquidité (liquidité de début de journée) – équivalente à un écart type des avoirs de liquidité dans les pays en moyenne sur la période – correspond à une diminution de 1,3 point de pourcentage de l'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier. La taille de la ligne de crédit intrajournalier est également corrélée négativement à son utilisation. Ce résultat conforte l'observation antérieure selon laquelle le volume du crédit intrajournalier semble fortement lié à la composante d'offre, c'est-à-dire que les juridictions qui disposent d'une ligne de crédit importante en ont moins besoin. En ce qui concerne la concentration de la liquidité (indice de Gini), les coefficients ne sont pas statistiquement significatifs, tandis que la relation est négative pour l'ensemble des spécifications. Enfin, une hausse de 1 point de pourcentage du coût de la liquidité (le taux des opérations en blanc au jour le jour) correspond à une hausse de 2,5 points de pourcentage de l'utilisation du crédit intrajournalier.

Les juridictions qui coordonnent le mieux leurs paiements utilisent moins le crédit intrajournalier. La coordination des paiements est mesurée par le laps de temps dont chaque juridiction a besoin en moyenne pour régler les 40 % à 60 % essentiels de ses paiements [168]. On doit comprendre que la coordination diminue à mesure que cette durée augmente. Comme prévu, les juridictions dans lesquelles les participants synchronisent mieux leurs paiements entrants avec les paiements sortants parviennent à économiser sur l'utilisation de la liquidité disponible sur leurs comptes TARGET2 et ont moins besoin de la ligne de crédit intrajournalier (cf. les spécifications (2) et (3) dans le tableau 2). Une amélioration de la coordination des paiements de 66 minutes – représentant un écart type de la mesure de la coordination dans l'ensemble des juridictions et en moyenne sur la période – se traduit par une baisse de 1,1 point de pourcentage de l'utilisation du crédit intrajournalier.

[168] La coordination des paiements est mesurée comme suit : $T_{spread} = \frac{1}{2}(D_8 + D_7 - D_2 - D_3)$, où D_i représente le délai moyen de règlement de $i\%$ des paiements. Cette mesure a été élaborée pour une étude à paraître sur la liquidité des systèmes de paiement de gros menée par le groupe d'experts du comité sur les paiements et les infrastructures de marché (Banque des règlements internationaux) sur l'efficacité de la liquidité RTGS.

Tableau 2

Analyse de panel sur l'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier

	Utilisation du crédit intrajournalier (%)		
	(1)	(2)	(3)
Liquidité en début de journée	-0,0292***	-0,0308***	-0,0223**
	(0,0081)	(0,0073)	(0,0092)
Indice de Gini	-19,6658	-25,2975	-17,7479
	(14,6966)	(14,5768)	(15,9770)
Activités de paiement (valeur)	0,0222**	0,0177**	0,0170**
	(0,0085)	(0,0073)	(0,0080)
Ligne de crédit intrajournalier	-0,0174***	-0,0200***	-0,0171***
	(0,0049)	(0,0042)	(0,0048)
Écart temporel		-13,4006**	-10,8843**
		(6,1804)	(4,9103)
Taux des opérations en blanc au jour le jour			2,4786**
			(1,1217)
R^2	0,028	0,058	0,076
Nombre d'observations	**33 529**	**27 528**	**27 528**

Sources : BCE, TARGET2 et calculs de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. Le taux des opérations en blanc au jour le jour est mesuré par l'Eonia jusqu'au 1er octobre 2019, puis par l'€STR. Les résultats présentés s'appuient sur des régressions à effets fixes. Les erreurs types robustes sont présentées entre parenthèses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. En raison de données limitées, le calcul ne comprend pas les chiffres relatifs à l'Autriche, à Malte, à l'Allemagne avant septembre 2013, à la Lettonie avant janvier 2014, au Portugal avant avril 2009 et à la Slovénie avant novembre 2015.

3.2 Heure de règlement des paiements

L'heure du règlement des paiements dépend de la disponibilité de la liquidité. En général, les paiements sont réglés peu après leur entrée dans le système [169], à condition que les participants disposent de capacités de paiement suffisantes. Une capacité de paiement supérieure peut donc aboutir à un règlement anticipé, alors qu'une contrainte sur les capacités de paiement, notamment en période de tensions, peut induire un règlement différé. Le degré de concentration de la liquidité peut également affecter le traitement des paiements en cas de divergence importante entre les participants qui détiennent la majeure partie de la liquidité et ceux qui soumettent la plupart des paiements. Un autre facteur important déterminant l'heure du règlement des paiements réside dans une gestion active des flux de paiements par les participants à TARGET2, qui peut favoriser un règlement précoce en synchronisant les paiements entrants et sortants [170]. Le moment où intervient le règlement des paiements est très important d'un point de vue opérationnel : plus les paiements sont réglés tôt, plus le risque opérationnel est faible. Si un dysfonctionnement opérationnel

[169] Dans TARGET2, les paiements sont généralement traités en moins de cinq minutes (cf. *Rapport annuel 2019 sur TARGET*, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2020). Autrement dit, moins de cinq minutes s'écoulent entre le moment où le paiement entre dans le système – l'« heure de l'introduction » et le moment où le paiement est réglé – l'« heure du règlement ».

[170] Outre les paiements qui doivent être réglés à des heures particulières de la journée, comme ceux liés au règlement des positions des systèmes exogènes, les participants sont libres de gérer leurs flux de paiement.

apparaît durant la journée, plus le nombre de paiements réglés jusque-là est important, plus la pression sur le système est faible quand il reprend son activité de règlement.

L'heure du règlement des paiements dans TARGET2 a répondu aux variations des niveaux de liquidité au fil des années. Durant la crise de la dette souveraine, l'heure moyenne de règlement des paiements s'est établie à 12 h 34 (heure d'Europe centrale) contre 12 h 08 en juin 2008 [171]. Durant la crise de la dette souveraine, les paiements réglés par TARGET2 en 26 minutes – la différence entre les deux durées moyennes de règlement – s'élevaient à quelque 84,5 milliards d'euros [172]. La concentration de la liquidité a également augmenté à cette période, ce qui semble indiquer que la fragmentation a pu compliquer la tâche de certaines juridictions pour financer leurs paiements, soit en raison de la disponibilité limitée de la liquidité, ou de la réticence des contreparties à demander des paiements à des participants en manque de liquidités. Lorsque la liquidité est limitée, les paiements peuvent rester plus longtemps dans la file d'attente avant d'être réglés. Depuis le début du PSPP et avec l'augmentation consécutive de la liquidité, l'heure moyenne de règlement des paiements est revenue de 12 h 25 (heure d'Europe centrale) en mars 2015 à 11 h 46 en décembre 2019. En 2019, TARGET2 a réglé des paiements d'une valeur moyenne de 93,0 milliards [173] d'euros dans un délai de 39 minutes. Ces évolutions se reflètent également dans le profil intrajournalier du règlement des paiements (cf. graphique 4). L'incidence des crises financière et de la dette souveraine est plus visible dans le règlement des paiements du quatrième jusqu'au huitième décile. En début de journée, TARGET2 traite un grand nombre de paiements de clientèle, tandis que l'activité interbancaire s'intensifie plus tard dans la journée [174]. L'activité interbancaire étant généralement plus durement affectée dans les situations de perturbations financières, on peut raisonnablement s'attendre à une moindre incidence sur les premiers déciles de paiement. Une autre évolution à la baisse de l'horaire des mêmes paiements peut être observée juste après le début du PSPP, ainsi que vers fin 2018 jusqu'au premier semestre 2019. Le lancement de TARGET2-Titres (T2S) mi-2015 et la migration consécutive des dépositaires centraux de titres (DCT) [175], aurait pu également avoir une incidence sur l'heure moyenne du règlement des paiements, car il a entraîné un report du trafic de TARGET2 vers T2S. Néanmoins, cette incidence ne peut être distinguée de celle du PSPP, dans la mesure où les périodes se recoupent largement.

---

[171] TARGET2 fonctionne en journée, entre 7 h 00 et 18 h 00 (heure d'Europe centrale), et pendant la nuit, entre 19 h 30 et 22 h 00 et entre 01 h 00 et 07 h 00 (heure d'Europe centrale). L'heure moyenne de règlement est calculée comme la moyenne pondérée par la valeur, calculée en fonction des paiements effectués dans TARGET2 au cours de la journée.

[172] Le chiffre est calculé par une moyenne quotidienne basée sur l'activité de la période 2011-2012 et suppose que les paiements sont répartis uniformément tout au long de la journée. Il doit donc être interprété avec prudence.

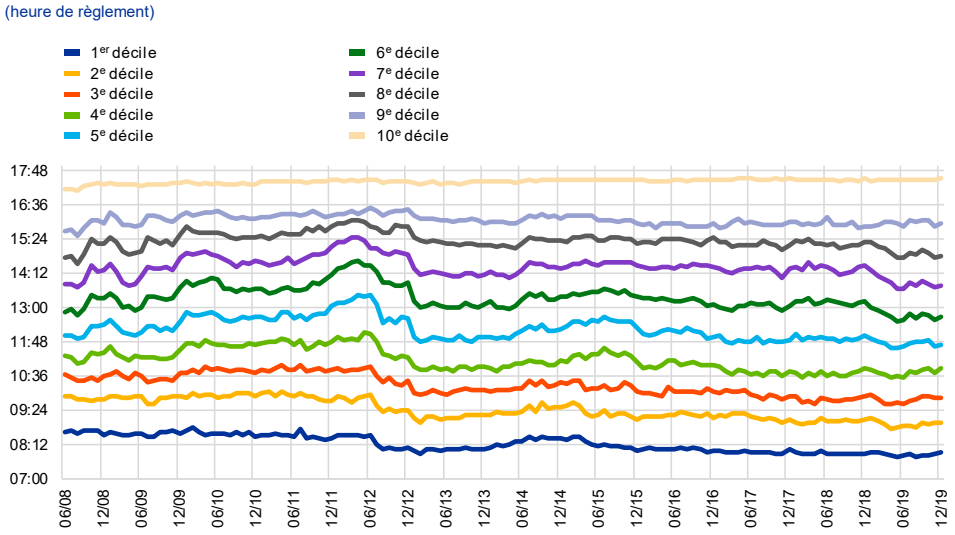
[173] Le chiffre est calculé par une moyenne quotidienne basée sur l'activité 2019 et suppose que les paiements sont répartis uniformément tout au long de la journée. Il doit donc être interprété avec prudence.

[174] Cf. *Rapport annuel 2019 sur TARGET*, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2020.

[175] T2S permet d'échanger des espèces et des titres via un point unique, la plateforme hébergeant 21 DCT de 20 marchés européens. La migration des DCT a débuté en septembre 2015 et s'est terminée en septembre 2017.

Graphique 4

Heures de règlement par déciles de valeur de paiement



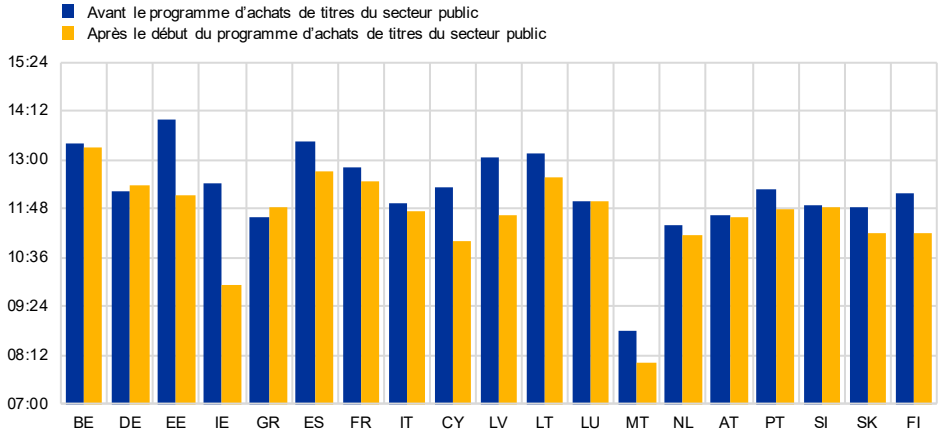
Sources : Données TARGET2 et calculs de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. Les opérations techniques et les transferts de liquidité ne sont pas inclus dans les calculs.

L'heure moyenne de règlement des paiements varie sensiblement d'un pays à l'autre. L'heure moyenne de règlement des paiements varie selon les pays entre 08 h 00 et 13 h 17 (heure d'Europe centrale ; cf. graphique 5). Une simple comparaison des heures moyennes par pays ne semble pas indiquer de lien clair entre le montant de liquidité détenue et les heures de règlement des paiements. Après le démarrage du PSPP, les paiements ont en moyenne été réglés plus tôt dans la plupart des juridictions. Ces variations s'échelonnent entre 30 secondes environ dans le cas de l'Autriche et près de deux heures et demie dans celui de l'Irlande. Dans le même temps, la Grèce, l'Allemagne et le Luxembourg ont enregistré des heures moyennes de règlement de paiement un peu plus tardives, de moins de 15 minutes toutefois.

Graphique 5

Heure moyenne de règlement des paiements par pays

(heure de règlement)



Sources : TARGET2 et calculs des services de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. L'heure moyenne de règlement est calculée par une moyenne pondérée en fonction de la valeur. Les opérations techniques et les transferts de liquidité ne sont pas inclus dans les calculs.

Les pays disposant des plus importantes capacités de paiement présentent des horaires moyens de règlement des paiements plus précoces. Ce résultat ressort d'une analyse de panel dans laquelle les soldes de début de journée et la ligne de crédit intrajournalier (allouée et utilisée), l'activité de TARGET2, la concentration de la liquidité et la coordination intrajournalière des paiements sont des variables de contrôle (cf. tableau 3). En outre, des heures factices sont introduites pour la période de crise de la dette souveraine en 2011-2012 et pour le démarrage du PSPP en mars 2015. La liquidité de début de journée et la ligne de crédit intrajournalier allouée sont corrélées négativement avec l'heure moyenne de règlement des paiements et les coefficients se situent dans la même fourchette. Autrement dit, une capacité de paiement plus grande est associée à des heures de règlement des paiements plus précoces. En moyenne, une hausse de 63 milliards d'euros de liquidité – équivalente à un écart type des avoirs de liquidité moyens des différents pays sur la période – correspond à une heure moyenne de règlement des paiements plus précoce de quatre minutes environ. Toutefois, les relations ne sont pas systématiquement significatives pour l'ensemble des spécifications. Un recours accru à la ligne de crédit intrajournalier (utilisation du crédit intrajournalier) est également associé à des heures moyennes plus précoces de règlement des paiements, ce qui montre que, lorsque les participants sont disposés à utiliser leurs lignes de crédit, cela est bénéfique pour le processus de règlement.

Les juridictions où la coordination des paiements est meilleure ont tendance à enregistrer des heures de règlement des paiements plus précoces.
Pour l'ensemble des spécifications, lorsque les paiements sont plus dispersés sur la journée (autrement dit, moins synchronisés), l'heure moyenne du règlement des paiements est plus tardive (cf. les spécifications (2), (3) et (4) dans le tableau 3). Une diminution de 66 minutes de la dispersion des paiements entraîne une heure moyenne de règlement des paiements plus précoce d'environ 11 minutes. De même, plus l'activité TARGET2 est élevée, plus l'heure moyenne de règlement est tardive.

Cela semble logique : avec un même niveau de liquidité, traiter davantage de paiements devrait prendre plus de temps. Le coefficient de concentration de la liquidité (indice de Gini) n'est statistiquement significatif pour aucune spécification. Comme mentionné plus haut, la concentration de la liquidité pourrait influencer l'heure de règlement en cas de divergence importante entre les participants qui détiennent la majeure partie de la liquidité et ceux qui soumettent la plupart des paiements.
Ce résultat suggère que la concentration de la liquidité de TARGET2 est en phase avec la concentration des paiements. Enfin, des taux au jour le jour des opérations en blanc plus élevés, qui mesurent le coût de la liquidité, se traduisent par des heures moyennes de paiement plus tardives.

Tableau 3

Analyse de panel de l'heure moyenne du règlement des paiements

	Heure moyenne de règlement			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Liquidité en début de journée	-0,0001	-0,0001**	-0,0001*	-0,0000
	(0,0001)	(0,0001)	(0,0000)	(0,0000)
Ligne de crédit intrajournalier	-0,0001*	-0,0001*	-0,0001	-0,0001*
	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
Activités de paiement (valeur)	0,0001*	0,0001***	0,0001***	0,0000**
	(0,0001)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
Indice de Gini	-0,0492	-0,0214	0,0250	0,0416
	(0,1296)	(0,0391)	(0,0387)	(0,0308)
Écart temporel		0,1705**	0,1854**	0,1663**
		(0,0797)	(0,0790)	(0,0771)
Utilisation du crédit intrajournalier (%)		-0,0211	-0,0331*	-0,0406**
		(0,0187)	(0,0158)	(0,0153)
Taux des opérations en blanc au jour le jour			1,6244***	0,9394*
			(0,5354)	(0,5208)
Crise de la dette souveraine (variable fictive)				0,0238***
				(0,0065)
PSPP (variable fictive)				-0,0248***
				(0,0070)
R^2	0,017	0,086	0,116	0,154
Nombre d'observations	**41 073**	**27 528**	**27 528**	**27 528**

Sources : BCE, TARGET2 et calculs de la BCE.
Notes : Les données couvrent la période comprise entre juin 2008 et décembre 2019. Le taux des opérations en blanc au jour le jour est mesuré par l'Eonia jusqu'au 1er octobre 2019, puis par l'€STR. Les résultats présentés s'appuient sur des régressions à effets fixes. Les erreurs types robustes sont présentées entre parenthèses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. En raison de données limitées, le calcul ne comprend pas les chiffres relatifs à l'Autriche, à Malte, à l'Allemagne avant septembre 2013, à la Lettonie avant janvier 2014, au Portugal avant avril 2009 et à la Slovénie avant novembre 2015.

4 Conclusion

La liquidité est essentielle dans le processus de règlement. Le présent article rend compte de la manière dont les principaux aspects du règlement des paiements ont évolué selon différents régimes de liquidité. Conformément aux évolutions de l'excédent de liquidité, le montant de la liquidité dans TARGET2 a été multiplié environ par huit entre 2008 et 2019, en conséquence directe des mesures de politique monétaire adoptées. Les niveaux de liquidité ont varié tout au long de cette période, mais les variations les plus visibles sont apparues dans le contexte de liquidité abondante résultant du vaste programme d'achat d'actifs mené par l'Eurosystème. L'heure moyenne de règlement des paiements a été ramenée de 12 h 25 à 11 h 46 (heure d'Europe centrale), ce qui a contribué à une réduction du risque opérationnel. La capacité de paiement est désormais plus équilibrée, presque également répartie entre la liquidité disponible sur les comptes TARGET2 et le crédit intrajournalier. La ligne de crédit intrajournalier est moins utilisée pour régler les paiements et moins de participants y ont recours. Une utilisation excessive de cette ligne de crédit peut conduire à utiliser la facilité de prêt marginal en fin de journée, ce qui induit un coût pour le participant. Si ces aspects sont favorables au bon règlement des paiements, ils ne doivent pas être interprétés comme essentiels. Les évolutions sur longue période montrent que TARGET2 a pu régler des montants de paiement encore plus élevés qu'il ne le fait actuellement avec moins de liquidité disponible dans le système.

Ces observations, relatives à TARGET2 dans son ensemble, concernent également les composantes du système, en dépit de l'hétérogénéité existante. Trois juridictions détiennent 66,4 % de la liquidité dans TARGET2, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Les lignes de crédit intrajournalier de ces pays sont très importantes et elles représentent une grande partie de leur capacité de paiement, même si l'utilisation en est limitée. L'importance de la ligne de crédit dans ces juridictions semble être nettement liée à l'offre. Les chiffres relatifs aux autres juridictions sont moins concluants à cet égard. Pour une vue d'ensemble de toutes les périodes et juridictions, la ligne de crédit intrajournalier représente entre 0,0 % et 95,2 % de la capacité de paiement, l'utilisation de cette ligne varie entre 11,5 % et 50,0 %, et la proportion de participants utilisant la ligne de crédit est comprise entre 9,8 % et 80,2 %. L'heure moyenne de règlement des paiements varie entre 08 h 00 et 13 h 17, heure d'Europe centrale, tandis que la concentration de la liquidité varie également d'un pays à l'autre, ressortant en moyenne entre 0,47 et 0,93. La concentration de la liquidité dans TARGET2 est néanmoins globalement conforme à la concentration des réserves obligatoires, ce qui indique qu'elle résulte largement de la composition du marché.

Dans l'ensemble des juridictions, des avoirs de liquidité plus importants sont liés à une moindre utilisation du crédit intrajournalier et à une heure de règlement plus précoce. Cette conclusion ressort de l'analyse de panel effectuée. Une hausse de 63 milliards d'euros de liquidité – équivalente à un écart type des avoirs de liquidité moyens des différents pays sur la période – correspond à une diminution de 1,3 point de pourcentage de l'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier et à une heure moyenne de règlement des paiements plus précoce de quatre minutes. Par ailleurs, une amélioration de la coordination des paiements de

66 minutes – représentant un écart type de la mesure de la coordination dans l'ensemble des juridictions et en moyenne sur la période – se traduit par une baisse de 1,1 point de pourcentage de l'utilisation du crédit intrajournalier et une heure moyenne de règlement des paiements plus précoce de 11 minutes. Ces variations sont d'ampleur comparable, ce qui donne à penser que des améliorations bénéfiques pour le processus de règlement peuvent être obtenues aussi bien en augmentant la liquidité qu'en intensifiant les efforts de synchronisation des paiements.

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	3,8	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	3,5	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	1,5	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T2	0,7	0,5	-0,1	0,5	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
T3	0,7	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	-3,4	-1,3	-2,2	-0,6	-9,8	-3,6	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
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	–	–	–	–	–	–	0,9	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
Mai	–	–	–	–	–	–	.	.	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1
Juin [3]	–	–	–	–	–	–	.	.	0,6	.	.	.	0,3

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]					
	Mondial [2]	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation	Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	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 T3	51,3	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
T2	37,8	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,5	36,9	35,0	.	.	.
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	42,5	45,8	44,5	-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	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	.	.	.
Mai	37,1	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	.	.	.
Juin	47,6	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	46,6	47,9	43,4	.	.	.

Sources : Markit (col. 1-9) ; Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (col. 10-12).
1) « Mondiales » et « Économies avancées » s'entendent hors zone euro. Les données annuelles et trimestrielles sont des pourcentages d'une période sur l'autre ; les données mensuelles sont des pourcentages en glissement sur trois mois. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.
2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

		Zone euro [1]						États-Unis	Japon
		Taux à court terme de l'euro (€STR) [2]	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	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
	Juin	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05

Source : Refinitiv et calculs de la BCE.
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.
2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1er 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	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
	Juin	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03

Source : Calculs de la BCE.
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.
2) Calculs de la BCE établis sur la base des données sous-jacentes fournies par EuroMTS Ltd et des notations fournies par Fitch Ratings.

2.3 Indices boursiers

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

		Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
		Référence		Principaux secteurs											
		Indice large	50	Produits de base	Services aux consom-mateurs	Biens de consom-mation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Techno-logie	Services collectifs	Télécom-munications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017		376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018		375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019		373,6	3 435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2019	Déc.	400,9	3 715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3 178,9	23 660,4
2020	Janvier	406,9	3 758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3 278,4	23 642,9
	Février	407,1	3 734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3 282,5	23 180,4
	Mars	308,5	2 824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2 652,4	18 974,0
	Avril	310,3	2 839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2 763,2	19 208,4
	Mai	322,1	2 909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2 919,6	20 543,3
	Juin	353,9	3 237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3 104,7	22 486,9

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) [1), 2)]

(en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG [3)]		Par période de fixation initiale du taux				TAEG [3)]	Indicateur composite du coût d'emprunt
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2019	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	16,50	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
	Novembre	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
	Février	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
	Mars	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,56	5,45	5,91	2,07	1,39	1,55	1,35	1,35	1,65	1,39
	Avril	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,72	5,50	5,58	2,00	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
	Mai [(p)]	0,02	0,36	0,23	0,71	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42

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		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	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	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54
	Octobre	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
	Novembre	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	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	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,15	1,10	1,19	1,46
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,99	1,98	1,19	1,76	1,62	0,97	1,59	1,22	1,13	1,35	1,47
	Mai [(p)]	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,32	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 Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Eurosystème)	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		1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018		1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019		1 283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019	Décembre	1 283	550	181	.	84	406	61	319	113	89	.	37	45	35
2020	Janvier	1 368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
	Février	1 371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
	Mars	1 368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
	Avril	1 474	527	183	.	117	537	111	550	150	87	.	64	171	78
	Mai	1 590	520	180	.	129	617	144	543	162	80	.	60	159	81
								Long terme							
2017		15 353	3 560	3 059	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018		15 745	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019		16 313	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019	Décembre	16 313	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	166	58	69	.	14	24	2
2020	Janvier	16 401	3 855	3 408	.	1 325	7 188	625	322	118	68	.	16	110	10
	Février	16 487	3 867	3 408	.	1 338	7 244	630	265	72	60	.	22	101	10
	Mars	16 515	3 846	3 422	.	1 335	7 276	636	250	58	67	.	16	91	19
	Avril	16 704	3 943	3 415	.	1 373	7 326	648	457	135	67	.	54	180	20
	Mai	16 873	3 945	3 411	.	1 406	7 449	663	339	58	50	.	50	162	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 Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
							Encours					
2017		16 593,1	4 079,8	3 214,5	.	1 293,2	7 304,7	700,9	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6
2018		16 962,2	4 192,8	3 331,2	.	1 318,8	7 445,8	673,5	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2
2019		17 595,5	4 368,6	3 578,0	.	1 405,3	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8
2019	Décembre	17 595,5	4 368,6	3 578,0	.	1 405,3	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8
2020	Janvier	17 769,2	4 452,8	3 585,3	.	1 424,0	7 609,8	697,4	8 478,3	525,3	1 391,5	6 561,6
	Février	17 858,3	4 467,2	3 586,4	.	1 441,8	7 659,1	703,7	7 754,9	488,4	1 238,7	6 027,8
	Mars	17 882,2	4 391,9	3 603,8	.	1 438,7	7 725,9	721,9	6 448,6	333,9	975,0	5 139,7
	Avril	18 178,7	4 469,5	3 597,6	.	1 489,3	7 863,6	758,7	6 971,3	343,3	1 081,6	5 546,4
	Mai	18 463,6	4 465,0	3 590,7	.	1 534,9	8 065,7	807,3	7 286,8	362,9	1 115,6	5 808,2
							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	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	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0
	Février	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
	Mars	2,7	1,8	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	-0,1	0,0
	Avril	4,4	3,4	4,4	.	6,8	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
	Mai	5,8	3,2	4,0	.	10,1	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	-0,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs [1)]

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

		TCE-19						TCE-38	
		Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du défla-teur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
		1	2	3	4	5	6	7	8
2017		97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018		100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019		98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019	T3	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,4
	T4	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020	T1	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
	T2	98,8	93,2	92,4	.	.	.	118,1	93,4
2020	Janvier	97,0	91,4	91,4	–	–	–	114,2	90,5
	Février	96,3	90,7	90,8	–	–	–	113,5	89,9
	Mars	99,0	93,1	92,7	–	–	–	117,8	93,2
	Avril	98,2	92,7	92,4	–	–	–	117,5	93,2
	Mai	98,4	92,7	91,9	–	–	–	117,6	93,0
	Juin	99,8	94,1	92,9	–	–	–	119,1	94,2
		variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2020	Juin	1,4	1,5	1,1	–	–	–	1,3	1,3
		variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2020	Juin	1,0	0,2	0,4	–	–	–	2,5	1,1

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

		Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017		7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018		7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019		7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019	T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
	T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020	T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
	T2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020	Janvier	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
	Février	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
	Mars	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
	Avril	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
	Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
	Juin	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
		variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2020	Juin	2,9	-0,1	-2,2	0,0	-0,9	3,6	-1,8	1,3	0,0	-1,0	1,3	3,2
		variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2020	Juin	2,3	2,2	4,2	-0,2	7,8	-0,8	4,3	0,9	2,4	-1,3	-4,1	-0,3

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total [1]			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
							Encours (position extérieure)						
2019	T2	26 677,5	27 027,6	-350,1	10 948,6	9 055,7	9 193,8	11 378,6	-75,5	5 839,8	6 593,3	770,8	14 786,3
	T3	27 833,8	27 966,7	-132,9	11 345,4	9 372,2	9 646,7	11 849,4	-91,0	6 105,8	6 745,1	827,0	15 131,5
	T4	27 565,7	27 645,3	-79,5	11 214,8	9 334,5	9 908,2	11 943,4	-48,4	5 677,6	6 367,4	813,6	14 541,2
2020	T1	27 220,8	27 363,4	-142,6	11 065,8	9 307,4	8 900,1	11 058,9	-71,2	6 459,7	6 997,0	866,3	15 316,9
							encours en pourcentage du PIB						
2020	T1	229,3	230,5	-1,2	93,2	78,4	75,0	93,1	-0,6	54,4	58,9	7,3	129,0
							Flux						
2019	T2	190,4	198,0	-7,6	-86,0	0,5	46,8	117,4	32,8	194,1	80,1	2,8	–
	T3	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	–
	T4	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	–
2020	T1	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	–
2019	Novembre	45,0	21,9	23,1	20,9	52,3	58,7	16,4	0,3	-31,0	-46,7	-3,9	–
	Décembre	-396,7	-408,5	11,9	-109,2	-64,9	31,1	-35,4	-12,1	-306,9	-308,2	0,5	–
2020	Janvier	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	–
	Février	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	–
	Mars	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	–
	Avril	91,9	103,5	-11,7	-5,3	10,6	146,7	3,2	4,6	-55,8	89,7	1,7	–
							flux cumulés sur 12 mois						
2020	Avril	885,7	661,0	224,7	-73,2	6,5	352,2	328,8	64,9	539,4	325,8	2,3	–
							flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB						
2020	Avril	7,5	5,6	1,9	-0,6	0,1	3,0	2,8	0,5	4,5	2,7	0,0	–

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur [1]		
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Variation des stocks [2]	Total	Exportations [1]	Importations [1]
						Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2017	11 200,6	10 711,5	6 037,1	2 296,2	2 306,8	1 102,5	708,2	489,6	71,4	491,3	5 299,6	4 808,3
2018	11 561,1	11 076,2	6 211,5	2 361,9	2 410,7	1 176,7	744,5	482,5	92,2	492,4	5 559,1	5 066,6
2019	11 906,0	11 457,2	6 368,1	2 445,6	2 612,6	1 255,9	770,7	578,7	30,9	455,4	5 732,9	5 277,5
2019 T2	2 968,5	2 880,0	1 590,5	608,9	667,2	308,6	191,1	165,7	13,5	90,1	1 429,6	1 339,4
T3	2 986,6	2 854,9	1 597,8	614,8	641,5	315,7	193,0	130,9	0,7	133,4	1 439,0	1 305,6
T4	3 004,6	2 897,3	1 603,7	618,6	676,2	321,5	195,6	157,3	-1,3	108,9	1 442,7	1 333,8
2020 T1	2 911,2	2 813,6	1 534,2	621,8	647,4	304,4	174,0	167,2	10,3	99,1	1 380,2	1 281,1
en pourcentage du PIB												
2019	100,0	96,2	53,5	20,5	21,9	10,5	6,5	4,9	0,3	3,8	–	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2019 T2	0,1	1,5	0,2	0,5	6,2	-0,7	0,0	32,8	–	–	-0,1	3,0
T3	0,3	-0,9	0,4	0,7	-4,9	1,1	-0,1	-21,7	–	–	0,7	-1,9
T4	0,1	0,9	0,1	0,3	5,0	1,0	0,8	20,8	–	–	0,1	1,9
2020 T1	-3,6	-3,3	-4,7	-0,4	-4,3	-5,5	-10,8	6,3	–	–	-4,2	-3,6
variations annuelles en pourcentage												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,0	2,4	–	–	5,5	5,1
2018	1,9	1,7	1,4	1,2	2,4	3,4	4,4	-2,7	–	–	3,5	3,0
2019	1,2	1,9	1,3	1,8	5,9	3,3	2,1	18,2	–	–	2,5	4,0
2019 T2	1,2	2,7	1,3	1,5	9,1	2,3	2,2	36,8	–	–	2,3	5,6
T3	1,3	1,3	1,6	2,2	3,1	3,2	1,0	6,1	–	–	2,7	2,8
T4	1,0	1,8	1,3	1,9	6,7	2,6	1,5	24,3	–	–	1,8	3,6
2020 T1	-3,1	-1,8	-3,9	1,0	1,5	-4,2	-10,2	33,6	–	–	-3,5	-0,8
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2019 T2	0,1	1,4	0,1	0,1	1,3	-0,1	0,0	1,4	-0,1	-1,3	–	–
T3	0,3	-0,9	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,2	–	–
T4	0,1	0,9	0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	0,9	-0,3	-0,8	–	–
2020 T1	-3,6	-3,2	-2,5	-0,1	-1,0	-0,6	-0,7	0,3	0,3	-0,4	–	–
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	0,2	0,1	0,2	0,4	–	–
2018	1,9	1,6	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,3	–	–
2019	1,2	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,8	-0,5	-0,6	–	–
2019 T2	1,2	2,6	0,7	0,3	1,9	0,2	0,1	1,5	-0,3	-1,4	–	–
T3	1,3	1,2	0,8	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	–	–
T4	1,0	1,7	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,8	-0,7	–	–
2020 T1	-3,1	-1,8	-2,1	0,2	0,3	-0,4	-0,7	1,4	-0,2	-1,4	–	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et incluent les échanges commerciaux transfrontières intra-zone euro.
2) Y compris les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Prix courants (montants en milliards d'euros)											
2017	10 042,0	176,1	1 994,5	501,4	1 907,7	468,8	466,7	1 133,0	1 145,0	1 898,0	350,7	1 160,8
2018	10 365,0	178,8	2 044,3	537,9	1 968,4	487,7	477,2	1 167,1	1 194,4	1 954,8	354,6	1 203,7
2019	10 672,0	181,6	2 052,6	581,7	2 029,9	511,7	486,1	1 205,2	1 238,5	2 019,9	364,6	1 240,7
2019 T2	2 662,2	45,4	513,2	144,4	506,5	127,6	121,4	300,4	309,3	502,8	91,2	308,0
T3	2 675,2	45,6	512,8	146,6	509,3	128,5	121,9	301,8	310,9	506,6	91,3	313,0
T4	2 693,7	45,6	514,8	148,4	511,6	130,3	122,0	305,1	312,7	511,4	91,8	312,4
2020 T1	2 618,9	45,8	498,0	143,5	478,9	129,7	120,5	302,7	302,6	511,5	85,7	293,8
	en pourcentage de la valeur ajoutée											
2019	100,0	1,7	19,2	5,5	19,0	4,8	4,6	11,3	11,6	18,9	3,4	–
	Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
	variations trimestrielles en pourcentage											
2019 T2	0,1	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,5	0,8	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4
T3	0,3	0,1	-0,3	0,6	0,2	1,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8
T4	0,1	0,4	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,5	0,1	0,3	-0,4	0,0
2020 T1	-3,2	-0,8	-3,3	-3,8	-6,8	-1,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,3	-6,8	-6,1
	variations annuelles en pourcentage											
2017	2,6	0,6	3,3	2,3	2,8	5,3	1,3	0,7	4,6	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,5	2,1	4,5	1,6	1,5	3,1	1,0	0,3	1,6
2019	1,2	-0,2	-1,0	3,2	1,8	4,0	2,3	1,5	1,6	1,2	1,8	1,6
2019 T2	1,3	-0,6	-1,0	3,3	1,7	3,9	2,5	1,6	1,8	1,1	1,9	1,3
T3	1,3	0,3	-1,1	3,2	1,9	3,6	2,2	1,5	1,8	1,2	2,2	2,1
T4	0,9	-0,1	-1,6	1,6	1,5	4,1	2,5	1,7	0,8	1,1	1,4	1,7
2020 T1	-2,8	-0,8	-4,8	-3,5	-6,4	1,3	0,8	0,0	-2,7	-0,4	-6,3	-4,9
	contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage											
2019 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	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
T4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2020 T1	-3,2	0,0	-0,6	-0,2	-1,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	–
	contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage											
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	0,3	0,2	0,0	–
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2019 T2	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	–
T3	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	–
T4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	–
2020 T1	-2,8	0,0	-0,9	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi [1)]

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
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	1,4	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,2	1,3	1,4	0,7
2019 T2	1,2	1,5	-0,1	-2,8	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,7	1,6	1,2	1,5	0,7
T3	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,0	3,6	-0,2	0,7	1,2	1,5	0,9
T4	1,1	1,3	-0,6	-1,6	0,3	1,6	1,2	3,0	0,2	0,0	1,1	1,4	1,0
2020 T1	0,4	0,7	-1,2	-3,3	-0,3	1,4	0,3	2,5	0,0	-0,7	0,3	1,3	0,0
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	-0,4	-1,3	0,4	2,1	0,9	2,8	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 T2	1,0	1,4	-0,6	-2,9	0,5	2,6	0,9	3,0	-0,4	1,3	1,3	1,7	0,4
T3	0,9	1,3	-0,8	-1,8	0,3	1,6	0,7	2,8	0,1	1,7	1,0	1,8	0,7
T4	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,3	0,6	0,9	2,2	0,1	1,1	1,1	1,6	1,0
2020 T1	-2,8	-2,0	-6,3	-3,6	-3,7	-4,5	-5,0	0,6	-1,4	-2,8	-2,0	0,0	-2,8
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	0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	0,2	0,1	-0,1	0,3	-0,1
2019 T2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	0,0	-0,5	-1,1	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,3
T3	-0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	0,4	1,0	-0,2	0,3	-0,2
T4	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,0
2020 T1	-3,2	-2,7	-5,2	-0,2	-3,4	-5,8	-5,3	-1,8	-1,4	-2,1	-2,3	-1,3	-2,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
1) Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

		Population active, millions	Sous-emploi, % de la population active	Chômage [1]											Taux de vacance d'emploi [3]
				Total		Chômage de longue durée, % de la population active [2]	Par âge				Par sexe				
							Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
				Millions	% de la population active		Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	% du total des postes
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2019				100,0			81,8		18,3		51,3		48,7		
2017		161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018		162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019		163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019	T2	163,093	3,5	12,238	7,5	3,3	10,035	6,7	2,203	15,4	6,291	7,2	5,947	7,9	2,3
	T3	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2
	T4	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2
2020	T1	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9
2019	Décembre	–	–	12,101	7,3	–	9,872	6,6	2,229	15,5	6,253	7,1	5,848	7,6	–
2020	Janvier	–	–	12,119	7,4	–	9,880	6,6	2,239	15,6	6,192	7,0	5,927	7,8	–
	Février	–	–	11,830	7,2	–	9,653	6,4	2,177	15,2	6,026	6,8	5,804	7,6	–
	Mars	–	–	11,719	7,1	–	9,581	6,4	2,138	15,0	5,991	6,8	5,728	7,5	–
	Avril	–	–	11,987	7,3	–	9,762	6,5	2,225	15,7	6,155	7,0	5,831	7,7	–
	Mai	–	–	12,146	7,4	–	9,878	6,6	2,267	16,0	6,103	7,0	6,043	7,9	–

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						Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatriculations de voitures particulières
		Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels										
			Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2017		3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
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	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019	T2	-1,3	-1,5	-2,2	-2,8	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
	T3	-1,6	-1,5	-3,2	-1,2	0,4	-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	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,7	12,5
2020	T1	-6,2	-6,3	-5,4	-10,2	-1,1	-5,7	-4,1	-6,4	-1,4	4,7	-4,7	-10,2	-27,3
2019	Décembre	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,3	-2,7	-4,6	1,9	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020	Janvier	-2,1	-1,4	-2,0	-2,0	0,6	-7,3	6,7	-1,4	2,2	1,0	3,2	-0,1	-5,8
	Février	-2,2	-2,1	-0,8	-4,3	0,6	-3,1	-0,6	-1,4	2,6	3,7	2,2	-2,0	-6,3
	Mars	-13,6	-14,4	-12,6	-22,5	-4,1	-6,3	-17,5	-16,5	-8,3	9,1	-18,9	-27,3	-60,3
	Avril	-28,7	-30,4	-27,0	-41,1	-19,3	-13,0	-28,4	-34,7	-19,6	2,0	-32,6	-47,9	-79,6
	Mai	-20,9	-22,1	-19,7	-28,4	-15,5	-10,3	.	.	-5,1	4,9	-9,0	-27,4	-48,6
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2019	Décembre	-1,7	-1,6	-1,6	-2,6	-0,1	-1,5	-1,6	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,4	8,8
2020	Janvier	1,7	1,9	3,0	2,1	0,4	-1,2	3,8	2,3	0,8	0,9	0,8	2,0	-14,6
	Février	0,0	0,0	0,9	-1,9	0,4	0,2	-0,9	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,3	1,3
	Mars	-11,8	-12,8	-11,8	-18,1	-5,7	-3,2	-15,7	-14,7	-10,6	5,5	-20,7	-26,5	-57,3
	Avril	-18,2	-19,5	-17,0	-26,1	-13,4	-5,5	-14,6	-21,4	-12,1	-5,9	-16,7	-28,8	-45,8
	Mai	12,4	13,4	10,0	25,4	5,9	2,3	.	.	17,8	2,2	34,5	38,4	139,9

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)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	–	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
T4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 T1	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
T2	69,3	-27,2	.	-18,5	-15,3	-26,5	-39,3	.	40,1	34,2	30,3	31,3
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	64,8	-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	-17,3	-29,8	-43,6	–	39,4	35,6	30,5	31,9
Juin	75,7	-21,7	–	-14,7	-12,4	-19,4	-35,6	–	47,4	48,9	48,3	48,5

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières
(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette [2]	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices [3]	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette [4]	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) [1]		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,1	93,9	1,5	2,4	5,0	4,7	4,7	34,6	7,2	77,6	4,6	8,4	3,1
2018	12,4	93,5	1,8	2,1	6,9	2,5	4,5	34,8	5,8	77,6	2,3	6,0	1,5
2019	13,1	93,8	1,9	2,6	5,1	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	4,3	1,8
2019 T2	13,0	93,4	2,3	2,4	4,7	4,0	3,8	34,4	5,8	78,3	1,6	16,7	1,2
T3	13,1	93,4	2,5	2,6	4,5	4,5	3,5	34,1	5,9	79,1	1,7	-1,4	1,3
T4	13,1	93,8	0,8	2,6	3,4	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	-3,7	1,8
2020 T1	14,1	93,7	0,8	2,8	-1,7	2,3	3,6	33,2	5,0	79,3	2,1	2,3	1,9

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	1 067,1	1 003,8	63,3	594,8	521,2	246,9	236,1	198,1	183,2	27,3	63,4	9,3	24,7
	T3	1 089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
	T4	1 089,2	1 010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020	T1	1 050,0	1 000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
2019	Novembre	364,1	336,8	27,3	201,6	172,9	84,4	82,7	68,7	60,7	9,5	20,6	3,7	5,0
	Décembre	359,3	334,2	25,2	203,2	173,1	83,8	82,8	62,8	58,9	9,6	19,3	9,1	9,0
2020	Janvier	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
	Février	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
	Mars	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
	Avril	275,1	260,7	14,4	146,2	133,3	61,9	58,0	57,7	48,2	9,3	21,2	4,0	3,5
		flux cumulés sur 12 mois												
2020	Avril	4 215,4	3 935,8	279,6	2 342,4	2 018,1	972,7	943,2	786,0	714,9	114,3	259,7	47,8	57,4
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2020	Avril	35,5	33,2	2,4	19,7	17,0	8,2	7,9	6,6	6,0	1,0	2,2	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 :	
					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	2,4	584,3	276,9	120,7	176,2	487,3	533,4	304,1	86,3	134,9	381,9	66,2
	T3	3,1	0,7	586,2	279,6	117,8	177,6	489,1	530,7	297,9	87,9	137,2	387,3	60,4
	T4	2,2	-1,9	591,3	276,4	125,2	178,9	496,0	525,8	291,4	86,4	138,3	384,9	60,4
2020	T1	-1,6	-4,1	576,8	274,5	115,3	174,7	479,1	507,2	283,6	82,1	133,3	369,9	56,3
2019	Novembre	-2,6	-4,0	194,6	91,2	40,4	58,9	163,8	175,7	97,5	28,6	46,4	128,9	20,1
	Décembre	4,9	1,1	196,5	92,2	41,4	59,1	164,1	174,0	96,8	28,0	45,5	126,4	21,2
2020	Janvier	0,2	-0,3	196,8	93,4	39,0	60,0	164,3	177,9	100,3	28,8	46,1	129,0	22,0
	Février	1,2	-1,6	198,1	92,8	41,0	60,9	165,9	172,8	96,9	26,9	46,1	126,8	19,7
	Mars	-5,9	-10,1	182,0	88,3	35,2	53,8	148,9	156,5	86,4	26,4	41,1	114,1	14,5
	Avril	-29,3	-24,8	137,3	.	.	.	111,1	136,1	.	.	.	99,2	.
		Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)												
2019	T2	-1,5	-0,2	106,7	108,6	106,2	105,7	106,3	109,6	108,2	110,1	113,5	111,5	98,2
	T3	0,9	1,7	106,8	109,6	103,3	106,1	106,2	109,7	108,4	111,2	113,1	111,8	97,0
	T4	-0,1	-1,7	107,1	108,3	108,3	105,8	107,0	107,4	105,6	105,6	112,7	109,8	95,9
2020	T1	-4,0	-4,7	103,5	106,4	99,7	101,9	102,0	104,0	103,7	99,6	108,1	104,8	98,0
2019	Octobre	2,2	-0,8	109,2	109,7	112,7	108,9	109,2	108,6	106,1	111,3	113,5	111,4	92,7
	Novembre	-4,3	-3,4	106,1	107,7	105,5	104,6	106,3	107,9	106,3	104,4	113,7	110,3	96,8
	Décembre	2,1	-0,8	106,0	107,6	106,7	103,9	105,4	105,7	104,3	101,0	110,8	107,6	98,3
2020	Janvier	-2,8	-3,2	105,4	107,6	100,9	105,1	104,7	107,4	106,5	105,6	111,3	109,3	100,6
	Février	-1,2	-1,8	106,8	107,9	107,0	106,8	106,4	106,9	106,4	99,9	113,1	109,2	99,7
	Mars	-7,8	-8,8	98,3	103,8	91,2	93,7	94,9	97,6	98,0	93,4	100,0	95,9	93,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé [1)]

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

		Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) [2)]						Pour mémoire : prix administrés	
		Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
				Total, hors produits alimentaires et énergie										
		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	T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	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	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
	T2	105,5	0,2	0,9	.	1,2	-0,3	0,8	3,7	0,0	-7,9	0,4	.	.
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	-0,1	0,3	3,8	-0,1	-4,8	0,3	0,3	0,6
	Mai	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6
	Juin [3)]	105,7	0,3	0,8	.	1,2	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,7	0,1	.	.

		Biens						Services					
		Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers
		Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie		Loyers				
		14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2019		19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2017		1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018		2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019		1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2019	T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
	T4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2020	T1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
	T2	3,4	2,4	6,7	.	0,2	-10,3	.	.	.	.	.	.
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	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
	Juin [3)]	3,1	2,3	5,9	.	0,2	-9,4	.	.	.	.	.	.

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						
							Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	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	4,2	4,6
2019 T2	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,3	5,3
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
T4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 T1	103,8	-1,6	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,6	4,9	.
2019 Décembre	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	–	–	–
2020 Janvier	104,7	-0,7	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	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	–	–	–
Mars	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,5	0,6	-11,1	–	–	–
Avril	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	–	–	–
Mai	99,8	-5,0	-3,6	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	–	–	–

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	1,5	1,7	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	2,4	0,6	0,2	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 T3	105,1	1,7	1,2	1,0	1,7	2,3	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	2,2	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6
2020 T1	106,2	1,8	1,4	1,2	2,0	1,6	0,2	-0,7	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,8	-0,8	-9,2
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
Juin	–	–	–	–	–	–	–	–	35,5	-1,8	1,4	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7

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 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
T2	-6,8	-3,7	-7,5	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
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	-13,0	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
Mai	-8,6	-3,1	-8,8	-11,2	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
Juin	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés [1]
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 T2	110,8	2,7	2,8	2,6	2,5	3,1	2,0
T3	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
T4	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 T1	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et 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
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2017	106,2	0,8	0,0	-0,6	0,7	0,6	0,0	-1,6	4,5	1,7	1,3	1,2
2018	108,1	1,8	-0,4	1,6	0,8	1,4	1,5	-0,5	4,3	2,5	2,3	2,8
2019	110,2	1,9	-0,4	3,2	1,0	1,5	1,3	-0,8	2,7	1,7	2,6	1,6
2019 T2	110,0	2,1	-1,0	3,1	1,3	1,8	1,7	-1,0	3,2	1,7	2,6	2,2
T3	110,6	1,9	-1,6	3,7	0,7	1,4	1,9	-1,0	2,4	1,4	2,5	0,9
T4	110,9	1,7	0,5	2,6	1,2	1,3	0,1	-0,8	0,1	1,9	2,7	1,9
2020 T1	113,7	4,0	-1,2	3,5	2,7	6,0	2,6	-0,2	0,7	4,0	3,9	7,2
Rémunération par tête												
2017	111,4	1,7	1,0	1,6	1,6	1,5	1,9	1,2	3,3	2,6	1,8	1,8
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,9	2,1	2,5	2,0	4,1	2,7	2,0	2,8
2019	116,0	2,0	1,2	1,3	1,8	2,1	1,6	1,8	3,1	1,9	2,3	2,7
2019 T2	115,9	2,0	1,2	1,1	2,0	2,1	1,5	2,2	3,2	2,3	2,2	3,4
T3	116,7	2,1	0,5	1,9	1,7	2,2	1,9	1,5	3,3	1,9	2,3	2,3
T4	116,8	1,6	2,1	0,6	1,2	1,6	1,2	1,6	1,7	1,6	2,5	2,3
2020 T1	115,6	0,3	1,4	-1,2	-2,3	-1,1	1,4	0,5	1,4	0,9	2,2	0,4
Productivité par personne employée												
2017	104,8	0,9	1,1	2,2	0,9	0,9	1,9	2,8	-1,1	0,9	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,9	0,3	1,0	0,7	1,0	2,6	-0,2	0,3	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,6	-1,8	0,8	0,5	0,3	2,6	0,3	0,3	-0,3	1,1
2019 T2	105,3	0,0	2,3	-2,0	0,7	0,4	-0,2	3,2	0,0	0,6	-0,4	1,2
T3	105,5	0,2	2,2	-1,8	1,0	0,8	0,0	2,5	0,8	0,6	-0,2	1,4
T4	105,3	-0,1	1,5	-2,0	0,0	0,3	1,1	2,3	1,6	-0,3	-0,3	0,4
2020 T1	101,7	-3,6	2,7	-4,5	-4,9	-6,7	-1,2	0,7	0,7	-3,0	-1,7	-6,3
Rémunération par heure travaillée												
2017	113,4	2,0	1,3	1,8	1,6	1,8	2,0	1,8	3,2	2,5	2,4	2,3
2018	115,8	2,1	0,9	2,1	1,3	2,2	2,6	2,3	3,3	2,7	2,0	2,5
2019	118,1	2,0	0,7	1,7	2,2	2,1	2,4	1,4	2,6	2,0	1,9	2,8
2019 T2	117,5	2,1	1,8	1,6	2,3	2,2	2,3	1,7	2,9	2,2	1,9	3,7
T3	118,3	2,1	0,7	2,3	2,3	2,4	2,5	0,9	1,9	2,0	1,9	2,5
T4	118,6	1,8	1,4	1,2	2,2	1,7	2,3	1,4	0,8	1,6	2,2	2,4
2020 T1	120,4	3,1	3,4	2,2	2,5	3,0	3,3	1,6	3,8	3,0	3,5	2,7
Productivité horaire du travail												
2017	107,2	1,4	1,7	2,5	1,0	1,5	2,0	3,3	-0,8	1,1	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	1,0	0,5	0,7	1,0	1,3	2,8	-0,9	0,3	-0,3	-0,1
2019	107,8	0,2	1,2	-1,4	1,1	0,8	1,2	2,4	0,2	0,4	-0,6	1,2
2019 T2	107,7	0,2	2,3	-1,4	0,7	0,8	0,9	2,9	0,3	0,6	-0,5	1,5
T3	107,8	0,4	2,1	-1,4	1,6	1,2	0,8	2,1	-0,2	0,8	-0,6	1,6
T4	107,7	0,1	0,8	-1,4	1,0	0,6	1,8	2,4	0,6	-0,3	-0,4	0,4
2020 T1	107,2	-0,4	2,9	-1,1	1,0	-1,5	0,7	2,2	2,9	-0,8	-0,3	-3,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires [1)]

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

		M3											
		M2							M3-M2				
		M1			M2-M1								
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour-sables avec un préavis ≤ 3 mois			Pensions	Parts de fonds d'inves-tissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Encours											
2017		1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5
2018		1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8
2019		1 219,6	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	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	1 063,3	2 362,3	3 425,6	12 397,5	75,8	548,3	24,1	648,2	13 045,7
	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	1 276,8	8 229,3	9 506,2	1 070,7	2 376,8	3 447,4	12 953,6	94,9	542,5	40,0	677,4	13 631,0
	Mai [(p)]	1 296,5	8 332,6	9 629,1	1 094,3	2 389,2	3 483,5	13 112,6	96,2	551,2	30,1	677,4	13 790,0
		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	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	-7,9	-1,6	-9,5	14,6	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,8
	Février	7,9	81,9	89,7	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7
	Mars	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9
	Avril	15,1	151,1	166,2	-8,5	15,3	6,8	172,9	-15,4	9,1	-18,2	-24,4	148,5
	Mai [(p)]	19,7	101,9	121,6	26,3	12,9	39,1	160,7	2,0	8,8	-10,7	0,0	160,7
		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	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	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,1	8,2	5,9	8,2
	Mai [(p)]	9,3	13,0	12,5	-2,6	2,3	0,7	9,1	35,3	4,7	-25,7	5,8	8,9

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 [1)]

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

		Sociétés non financières [2)]					Ménages [3)]					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension [2)]	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques [4)]
		Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
							Encours							
2017		2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,6	3 702,8	562,1	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018		2 331,4	1 898,7	277,3	147,8	7,6	6 644,9	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019		2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2019	T2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 846,9	4 207,9	509,7	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
	T3	2 450,9	2 031,3	262,2	151,4	5,9	6 964,9	4 318,1	504,5	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,5
	T4	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020	T1	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
2019	Décembre	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020	Janvier	2 475,0	2 063,6	256,8	150,5	4,1	7 061,1	4 421,5	487,3	2 151,4	0,8	1 024,0	217,7	467,2
	Février	2 507,0	2 097,6	253,7	150,3	5,4	7 086,6	4 452,7	482,5	2 150,6	0,8	1 051,7	215,3	475,7
	Mars	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 152,1	226,4	475,3
	Avril	2 715,0	2 277,6	284,5	146,6	6,3	7 242,0	4 596,6	467,1	2 177,4	0,8	1 120,1	229,8	464,8
	Mai [(p)]	2 823,4	2 355,4	315,9	147,3	4,7	7 299,4	4 642,5	464,9	2 191,1	1,0	1 100,6	231,4	457,4
							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	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	-15,5	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	27,0	-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	104,1	85,8	20,7	-1,0	-1,4	80,0	65,8	-5,1	19,1	0,2	-34,7	3,6	-10,5
	Mai [(p)]	111,7	80,0	32,4	0,8	-1,5	59,0	46,5	-1,8	14,1	0,1	-22,3	2,0	-7,3
							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	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	3,3	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	13,7	16,1	5,4	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,1	1,0
	Mai [(p)]	17,6	19,2	18,0	-1,9	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,3	-0,6

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.
2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.
3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.
4) Se rapporte au secteur des administrations publiques hors administration centrale.

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro [1)]

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
						Total		Aux sociétés non financières [3)]	Aux ménages [4)]	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension [3)]	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension		
							Prêts corrigés [2)]						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2017		4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018		4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6
2019		4 652,6	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	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	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	11 531,5	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	4 962,3	1 015,5	3 935,0	14 122,9	11 728,2	12 104,1	4 670,7	5 960,9	939,8	156,8	1 608,8	785,9
	Mai [p)]	5 131,8	1 017,4	4 102,6	14 223,4	11 805,6	12 179,7	4 719,4	5 981,5	950,4	154,4	1 624,9	792,9
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	200,0	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	78,6	104,6	2,8	60,2	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	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	194,0	8,2	185,7	67,9	38,3	38,1	71,6	-5,3	-23,3	-4,7	46,1	-16,4
	Mai [p)]	159,8	1,6	158,3	102,9	80,2	77,3	51,9	22,4	8,2	-2,4	17,1	5,6
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	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	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,2	6,3	-3,6
	Mai [p)]	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,3	20,9	6,6	-2,6

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 reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

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

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro [1)]

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

		Sociétés non financières [2)]					Ménages [3)]				
		Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	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	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	4 670,7	4 775,3	989,0	961,2	2 720,5	5 960,9	6 247,1	701,4	4 574,5	685,0
	Mai [(p)]	4 719,4	4 822,9	959,2	997,6	2 762,6	5 981,5	6 264,9	699,2	4 593,9	688,4
						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	200,0	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	60,2	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	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	71,6	72,8	-13,1	46,9	37,8	-5,3	-6,1	-13,9	7,0	1,5
	Mai [(p)]	51,9	50,6	-28,0	38,2	41,6	22,4	18,8	-1,8	20,1	4,2
						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	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	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9
	Mai [(p)]	6,7	7,3	-1,5	17,3	6,3	3,3	3,0	0,4	4,2	0,0

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Passif des IFM						Actif des IFM			
		Dépôts de l'administration centrale [2)]	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
			Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
										Mises en pension auprès de contreparties centrales [3)]	Prises en pension de contreparties centrales [3)]
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
						Encours					
2017		342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018		379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9
2019		350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	429,5	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	1 459,8	429,5	178,9	187,2
2020	T1	413,3	7 037,1	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,8	1 571,7	534,7	183,7	196,2
2019	Décembre	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	429,5	178,9	187,2
2020	Janvier	372,2	7 115,6	1 948,9	48,8	2 165,9	2 952,1	1 542,8	407,7	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	7 037,1	1 935,1	47,2	2 121,9	2 932,8	1 571,7	534,7	183,7	196,2
	Avril	521,1	7 059,9	1 930,3	46,1	2 125,8	2 957,7	1 565,7	561,2	187,6	203,3
	Mai [(p)]	598,8	7 046,2	1 934,2	45,2	2 100,7	2 966,1	1 541,0	538,8	196,5	211,4
						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	310,1	11,0	-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	-1,0	-29,5	-5,3	-10,9
2020	T1	63,2	-50,0	-9,3	-2,9	-44,9	7,1	71,9	52,3	4,7	9,1
2019	Décembre	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-31,5	-38,3	-32,8	-37,7
2020	Janvier	22,1	-7,2	-2,7	-1,3	2,6	-5,8	43,2	-19,3	-7,8	-4,9
	Février	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	41,6	6,8	9,0
	Mars	-3,9	-43,3	0,1	-1,0	-42,5	0,2	-29,4	30,0	5,8	5,0
	Avril	107,9	-19,1	-5,6	-1,1	-1,3	-11,2	-63,1	38,4	4,0	7,0
	Mai [(p)]	77,7	15,5	5,8	-0,9	-9,1	19,7	1,7	-10,5	8,9	8,1
						Taux de croissance					
2017		12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	–	–	-29,8	-23,5
2018		11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	–	–	8,1	7,7
2019		-7,4	1,6	-0,3	-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	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	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	–	–	-6,6	-4,9
	Mai [(p)]	63,1	0,1	0,0	-15,2	-2,6	2,4	–	–	-0,3	0,2

Source : BCE.
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.
2) Recouvrent les dépôts de l'administration centrale auprès du secteur des IFM et leurs portefeuilles de titres émis par le secteur des IFM.
3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 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						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes					Dépenses en capital
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,2	45,8	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	IFM	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,4	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 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-jacents [1)]

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB [2)]	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valorisation et autres changements de volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,8	0,9
2019 T1	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	1,3
T2	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7	1,4
T3	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
T4	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	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 publiques [1)]

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

	Service de la dette dû dans l'année [2)]					Durée résiduelle moyenne en années [3)]	Rendements nominaux moyens [4)]						
	Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
			Échéances ≤ 3 mois		Échéances ≤ 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Durées ≤ 1 an	Émissions	Remboursements
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
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	1,0
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	0,9
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	1,0
T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 Décembre	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Janvier	12,2	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Février	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Mars	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
Avril	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1
Mai	13,9	12,6	4,1	1,3	0,3	7,4	1,9	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1

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

	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).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 15 juillet 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-20-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général