



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 1 / 2021**



# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires récentes</b>	<b>2</b>
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	19
5 Monnaie et crédit	23
<b>Encadrés</b>	<b>28</b>
1 L'inflation et les contraintes induites par la pandémie dans les économies avancées	28
2 Retour vers la normale – l'impact des nouvelles liées aux vaccins contre la COVID-19 sur les marchés financiers mondiaux	33
3 Impact économique de la pandémie – les facteurs à l'origine des différences régionales	38
4 L'analyse des risques fondée sur des modèles durant la pandémie : présentation du modèle ECB-BASIR	42
5 Problématiques de coûts et de propriété du logement dans la zone euro	47
6 Les prix des voyages pendant la pandémie de COVID-19 : existe-t-il des similitudes entre les pays et les postes concernés?	53
<b>Articles</b>	<b>60</b>
1 Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières	60
2 Le rôle des facteurs de demande et des facteurs d'offre dans la dynamique de l'IPCH durant la pandémie de COVID-19 – une perspective désagrégée	70
3 Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19	90
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires récentes

## Synthèse

Le démarrage des campagnes de vaccination dans la zone euro est une étape importante dans la résolution de la crise sanitaire actuelle. Néanmoins, la pandémie continue de poser de graves risques pour la santé publique et pour les économies de la zone euro et du monde. La nouvelle augmentation du nombre d'infections par le coronavirus (COVID-19) et les mesures d'endiguement, restrictives et prolongées, imposées dans de nombreux pays de la zone euro perturbent l'activité économique. L'activité continue de bien résister dans le secteur manufacturier, mais elle est considérablement freinée dans les services, dans une moindre mesure cependant que lors de la première vague de la pandémie, début 2020. La production s'est probablement contractée au quatrième trimestre 2020, et l'intensification de la pandémie fait peser des risques à la baisse sur les perspectives économiques à court terme. L'inflation reste très basse dans un contexte de faible demande et d'importantes capacités inutilisées sur les marchés du travail et des biens et services. Globalement, les données disponibles confirment le scénario de référence, retenu précédemment par le Conseil des gouverneurs, d'une incidence à court terme prononcée de la pandémie sur l'économie et d'une faiblesse prolongée de l'inflation.

Dans un tel environnement, une forte relance monétaire reste indispensable pour préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie pendant la pandémie. Cette contribution à la réduction de l'incertitude et au renforcement de la confiance favorisera la consommation privée et l'investissement des entreprises, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste élevée, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et la rapidité des campagnes de vaccination. Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les évolutions du taux de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

La reprise économique mondiale s'est poursuivie fin 2020 dans un contexte d'intensification des évolutions défavorables en raison de la résurgence de la pandémie. L'activité économique dans le secteur manufacturier comme dans celui des services demeure robuste, en dépit des risques à la baisse croissants que fait peser la période prolongée de confinement dans les pays plus durement touchés par la pandémie. La reprise du commerce mondial se poursuit, malgré des signes de ralentissement vers la fin 2020. Les conditions financières mondiales demeurent extrêmement accommodantes, les marchés boursiers étant soutenus par les évolutions liées au vaccin contre la COVID-19, par les politiques budgétaires

expansionnistes et par une moins grande incertitude concernant l'avenir des relations commerciales entre l'Union européenne et le Royaume-Uni.

Au cours de la période sous revue (du 10 décembre 2020 au 20 janvier 2021), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut et s'est aplatie, annulant effectivement la plus grande partie de son inversion précédente. D'une manière générale, le sentiment à l'égard du risque s'est amélioré et les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont augmenté à l'échelle mondiale en raison des évolutions intervenues aux États-Unis. Par conséquent, la courbe des taux sans risque de la zone euro ne suggère pas d'anticipation forte par les marchés d'une baisse imminente des taux directeurs. Dans le même temps, les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont légèrement augmenté, mais sont globalement demeurés à des niveaux très bas. Les actifs risqués ont enregistré de bonnes performances, les prix des actions augmentant de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, les actions ont enregistré de meilleurs résultats que celles de la zone euro, atteignant de nouveaux records. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

Après le recul sans précédent de la production observé dans la zone euro au premier semestre 2020, la croissance économique a connu un fort rebond au troisième trimestre de l'année. Toutefois, les données économiques, enquêtes et indicateurs à haute fréquence disponibles laissent penser que la résurgence de la pandémie et l'intensification associée des mesures d'endiguement ont probablement entraîné une baisse de l'activité au quatrième trimestre 2020. Elles devraient également peser sur l'activité au premier trimestre de cette année. Cette évolution est globalement conforme au scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020. Alors que l'intensification des mesures d'endiguement pèse lourdement sur l'activité dans le secteur des services (mais dans une moindre mesure cependant que lors de la première vague de la pandémie au printemps 2020), l'activité manufacturière continue de bien résister. Certes, la croissance sera faible et très vraisemblablement négative au quatrième trimestre, mais la relative résilience du secteur industriel suggère l'existence possible de risques à la hausse pour la croissance. Les profils de croissance dans la zone euro devraient demeurer inégaux, aussi bien entre secteurs qu'entre pays. Pour la période à venir, le déploiement des vaccins, entamé fin décembre, permet une plus grande confiance dans la résolution de la crise sanitaire. Il faudra néanmoins du temps avant de parvenir à l'immunité collective, et de nouvelles évolutions défavorables liées à la pandémie, posant des défis en termes de santé publique et de perspectives économiques, ne peuvent être exclues. À moyen terme, la reprise économique de la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un redressement de la demande, avec la levée des mesures d'endiguement et la diminution de l'incertitude.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est demeurée inchangée pour le quatrième mois de suite, s'établissant à – 0,3 % en décembre. L'inflation totale devrait devenir positive début 2021 en raison de la fin de la réduction temporaire de

la TVA en Allemagne, d'effets de base haussiers résultant de l'augmentation des prix de l'énergie et de l'impact des récentes hausses des prix du pétrole. Toutefois, les tensions sous-jacentes sur les prix resteront contenues en raison de la faible demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des services liés aux voyages, ainsi que des faibles tensions sur les salaires et de l'appréciation du taux de change de l'euro. Lorsque l'impact de la pandémie s'estompera, une reprise de la demande, soutenue par des politiques monétaire et budgétaires accommodantes, exercera des tensions à la hausse sur l'inflation à moyen terme. Les mesures tirées d'enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme demeurent faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont légèrement augmenté.

En novembre 2020, la dynamique monétaire dans la zone euro a continué de refléter l'impact de la crise liée au coronavirus. La croissance de la monnaie au sens large s'est encore accentuée, tandis que celle des prêts au secteur privé est demeurée stable, les prêts aux sociétés non financières enregistrant une activité modérée et les prêts aux ménages affichant une bonne tenue. La forte croissance monétaire a continué d'être soutenue par les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème, qui demeurent la plus importante source de création monétaire. Le durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages s'est poursuivi au quatrième trimestre 2020, dans un contexte de nouvelles restrictions liées à la COVID-19. Les taux débiteurs favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

Premièrement, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, 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 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Les achats au titre du PEPP seront effectués de manière à préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Troisièmement, les achats nets effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages.

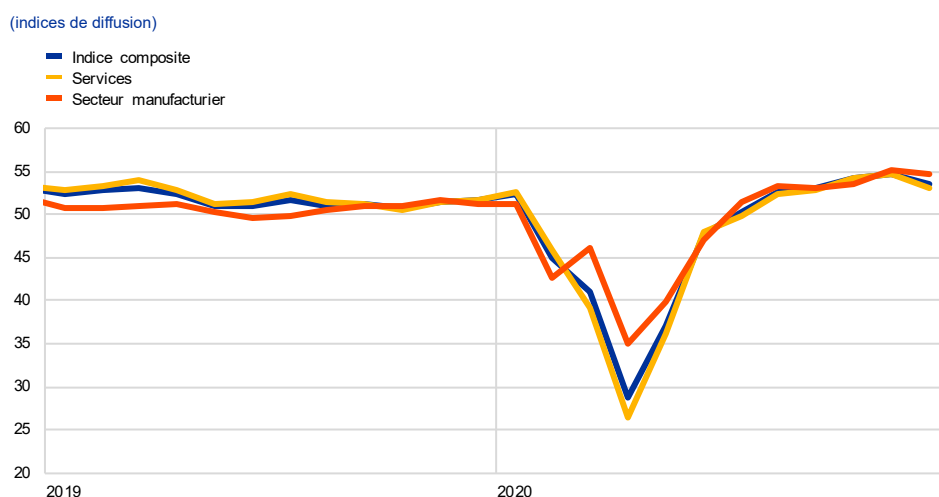
Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

**La reprise de l'activité économique mondiale s'est poursuivie vers la fin 2020, avec toutefois une augmentation des facteurs défavorables liée à une nouvelle intensification de la pandémie.** Les nouveaux cas quotidiens d'infection au

coronavirus (COVID-19) ont continué d'augmenter au niveau mondial. Toutefois, la vague la plus récente de la pandémie et les mesures d'endiguement associées ont pesé moins fortement sur l'activité économique que la première vague en mars et avril 2020. Cette évolution ressort des niveaux de l'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier et les services hors zone euro, qui sont restés nettement plus élevés fin 2020 que lors de la première vague, durant laquelle ils avaient fortement baissé (cf. graphique 1). À terme, les perspectives de croissance mondiale cette année dépendront de l'évolution de la pandémie et des progrès réalisés en matière de vaccination.

### Graphique 1

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



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2020.

**Les risques pesant sur les perspectives économiques mondiales demeurent orientés négativement, sous l'effet d'une nouvelle intensification de la pandémie de COVID-19.** La hausse des nouvelles infections quotidiennes à la

COVID-19 au niveau mondial génère des effets défavorables pour la reprise économique mondiale. La dynamique de la croissance s'est affaiblie dans les pays fortement affectés par la COVID-19. Dans le même temps, il existe des risques à la hausse liés à la diminution de l'incertitude relative aux relations commerciales entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni et à la possibilité d'un programme de soutien budgétaire plus important que prévu aux États-Unis compte tenu de la nouvelle composition du Sénat. Toutefois, des progrès plus lents que prévu dans le déploiement de la vaccination et la poursuite de l'intensification de la pandémie pourraient également impliquer des confinements plus stricts et plus longs qui pèseront sur les perspectives de croissance mondiale.

### Les conditions financières mondiales demeurent très accommodantes tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes.

Les marchés boursiers se sont inscrits en hausse, dopés par les évolutions liées aux vaccins contre la COVID-19, associées à des mesures de soutien des banques centrales, à des politiques budgétaires expansionnistes et à une diminution de l'incertitude relative aux futures relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni. Dans les économies de marché émergentes, les prix des actions ont fortement augmenté, en phase avec les importantes entrées au titre des investissements de portefeuille dans les fonds obligataires et les fonds actions des marchés émergents, qui ont désormais complètement contrebalancé les sorties record enregistrées par les marchés de ces pays au début de la crise de la COVID-19. Les pertes subies par les devises des marchés émergents en mars 2020 ont également continué à être compensées, même si les taux de change demeurent nettement inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie.

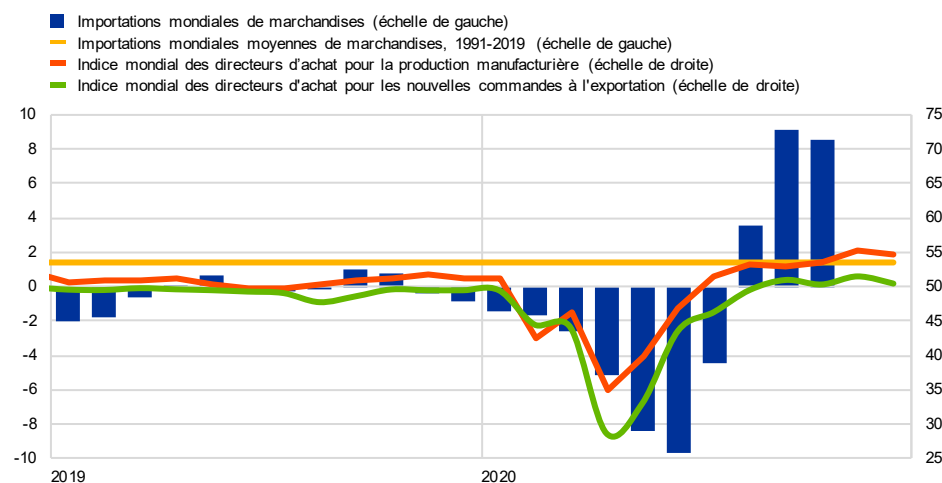
### La reprise du commerce mondial se poursuit, en dépit de certains signes de ralentissement.

Au troisième trimestre 2020, les données relatives aux échanges de biens ont fait état d'une reprise généralisée entre les différentes catégories. Les biens intermédiaires, en particulier, ont représenté un déterminant essentiel des exportations mondiales au troisième trimestre, soulignant la résistance des chaînes de valeur mondiale. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation (hors zone euro) a fléchi en décembre, indiquant un ralentissement de la dynamique du commerce mondial vers la fin 2020 (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 octobre 2020 pour les importations mondiales de marchandises et à décembre 2020 pour les indices des directeurs d'achat.

**L'inflation mondiale a été stable en novembre.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est restée inchangée en novembre, à 1,2 %, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 1,6 %. À plus long

terme, les tensions inflationnistes sur les salaires et les prix devraient rester contenues dans un contexte de capacités inutilisées importantes dans la plupart des économies.

**Les prix des matières premières ont continué d'afficher des hausses généralisées depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, avec une hausse de plus de 10 % des prix du pétrole et des matières premières hors énergie.**

Le rebond des prix de la plupart des matières premières au cours des derniers mois résulte d'une forte hausse de la demande mondiale à la suite de la reprise après le choc lié à la COVID-19. La demande de métaux de la part de la Chine semble particulièrement forte. Les prix du cuivre ont également été soutenus par des programmes des États en faveur des projets d'infrastructure renouvelables et des véhicules électriques, qui sont généralement à forte intensité de cuivre. Les prix des produits alimentaires ont été soutenus par la vigueur de la demande, liée à la constitution de stocks par les États, ainsi que par des perturbations de l'offre en raison de conditions météorologiques chaudes et sèches en Amérique du Sud. Outre la hausse de la demande, les prix du pétrole ont également bénéficié début janvier de l'annonce par l'Arabie saoudite de réductions volontaires de l'offre de pétrole à hauteur de 1 million de barils par jour.

**L'activité économique aux États-Unis a bénéficié d'une nouvelle relance budgétaire dans un contexte de facteurs défavorables liés à la faiblesse du marché du travail.**

Après une forte reprise au troisième trimestre 2020, la croissance économique devrait se ralentir au quatrième trimestre. Dans le même temps, un nouveau plan de relance budgétaire de grande ampleur a été adopté vers la fin de l'année dernière, qui soutiendra la consommation à un moment où le marché du travail reste atone. D'autres mesures de relance devraient être adoptées par la nouvelle Administration américaine. Dans le même temps, le marché du travail est atone, comme le montre l'augmentation des pertes d'emploi définitives en novembre, tandis que le nombre de nouvelles offres d'emploi reste inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. Le taux de chômage a continué d'être élevé, ressortant à 6,7 % en novembre, soutenu par une réduction du chômage technique. Globalement, la faiblesse de la confiance des consommateurs, associée au nombre croissant de nouvelles infections quotidiennes à la COVID-19 font peser des risques à la baisse sur l'activité économique.

**Au Japon, la reprise économique a marqué le pas vers la fin 2020.** Même si la consommation est demeurée relativement robuste, la croissance de la production industrielle a fléchi en novembre, tandis que l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur des services continue de se situer au-dessous du seuil neutre, signalant une faiblesse persistante. Même si un nouveau plan de relance budgétaire représentant quelque 3,5 % du PIB soutiendra l'activité à court terme, une troisième vague d'infections à la COVID-19 appelle des mesures de confinement supplémentaires qui pèseront sur les perspectives de croissance.

**Au Royaume-Uni, en dépit du soutien apporté par le récent accord commercial avec l'UE, la dynamique de croissance à court terme reste faible.**

Le 24 décembre 2020, l'UE et le Royaume-Uni ont annoncé qu'ils étaient parvenus à un accord sur leurs futures relations, qui garantit des échanges de biens sans droits

de douane et l'absence de quotas sur les biens échangés. Toutefois, les entreprises sont confrontées à des charges administratives supplémentaires et à des processus frontaliers plus longs en raison des contrôles douaniers et réglementaires. Cela réduit l'incertitude entourant les négociations du Brexit, mais l'aggravation de la situation de la pandémie et la détérioration de la situation sur le marché du travail continuent de peser sur la confiance des consommateurs et la demande. Les données mensuelles officielles relatives au PIB du Royaume-Uni et les enquêtes font état d'une baisse de la croissance en territoire négatif au quatrième trimestre 2020. De plus, l'évolution de la pandémie s'est aggravée en décembre avec l'apparition d'une mutation plus contagieuse du virus. Le gouvernement a mis en œuvre un confinement strict à l'échelle nationale qui durera au moins jusqu'à la mi-février et qui affaiblira encore l'activité économique.

**En Chine, en revanche, la reprise robuste s'est poursuivie.** Au quatrième trimestre 2020, le PIB de la Chine a augmenté de 2,6 % (en rythme trimestriel), portant la croissance annuelle pour 2020 à 2,3 %. La Chine fait ainsi partie des quelques pays du monde qui ont enregistré une croissance économique positive en 2020. Les chiffres du PIB pour le dernier trimestre 2020 indiquent que la dynamique de la reprise s'est élargie de l'investissement à la consommation. Les données de l'indice des directeurs d'achat indiquent également que le secteur des services se renforce, dans la mesure où la pandémie demeure globalement sous contrôle en Chine, en dépit des confinements en vigueur dans plusieurs municipalités en raison de nouveaux cas.

## 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 – 47 et – 56 points de base, respectivement <sup>1</sup>, au cours de la période sous revue (du 10 décembre 2020 au 20 janvier 2021).** Au cours de cette même période, l'excédent de liquidité a augmenté de quelque 86 milliards d'euros, pour s'établir à 3 537 milliards environ, reflétant principalement les achats d'actifs 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), qui ont été partiellement contrebalancés par des facteurs autonomes et des remboursements volontaires des opérations TLTRO II. Aucune opération TLTRO III n'a été réalisée au cours de la période sous revue.

**Dans le même temps, la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée vers le haut et aplatie, annulant ainsi pratiquement son inversion précédemment observée.** Actuellement, la courbe des taux à terme ne suggère pas d'anticipations fortes par les marchés d'une baisse imminente des taux directeurs <sup>2</sup>. Les taux à terme de l'Eonia demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2028, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

**Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période de référence, mais se sont maintenus à des niveaux très faibles dans l'ensemble, tandis que les rendements à long terme dans les autres grandes juridictions ont augmenté de manière plus significative.** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 5 points de base pour s'établir à – 0,19 % (cf. graphique 3), réagissant faiblement à la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, à l'accord de commerce et de coopération entre l'UE et le Royaume-Uni annoncé le 24 décembre 2020, et aux informations liées à la pandémie. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont affiché une plus grande volatilité, augmentant de 10 et 17 points de base, respectivement. Cette évolution reflète principalement une tendance mondiale à la « reflation » alimentée par une hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis depuis début janvier.

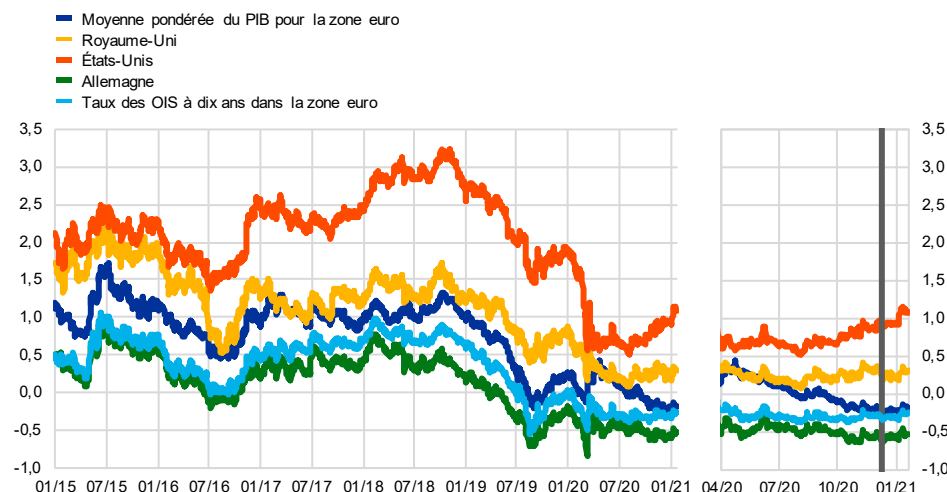
<sup>1</sup> La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) » *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

<sup>2</sup> Cette évaluation reflète des informations issues des derniers résultats d'enquêtes et des estimations empiriques des anticipations de taux à proprement parler, c'est-à-dire les taux à terme nets des primes de terme.

### 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 (10 décembre 2020). Le fenêtre de zoom indique l'évolution des rendements souverains depuis le 1<sup>er</sup> avril 2020. Les dernières observations se rapportent au 20 janvier 2021.

#### **Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux sans risque sont restés globalement inchangés.**

Certains pays ont enregistré une augmentation des rendements des obligations souveraines début janvier, évolution globalement parallèle à celle des taux sans risque. Plus précisément, les écarts de rendement souverains à dix ans allemand, français, italien, espagnol et portugais ont diminué de 0, – 3, – 1, – 2 et – 2 points de base, respectivement, ressortant à – 0,27, – 0,05, 0,84, 0,33 et 0,29 point de pourcentage. En conséquence, l'écart de rendement souverain à dix ans de la zone euro pondéré par le PIB (par rapport au taux sans risque correspondant) a diminué de 2 points de base, ressortant à 0,06 point de pourcentage, restant ainsi inférieur à son niveau d'avant la pandémie enregistré en février 2020.

#### **Les cours des actions ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, les actions aux États-Unis affichant des performances supérieures à celles de la zone euro et atteignant de nouveaux sommets historiques.**

Les cours des actions aux États-Unis et en Europe ont bénéficié d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque, en partie sous l'effet de la tendance mondiale à la reflation observée depuis début janvier. Dans la zone euro, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) ont augmenté de 4,3 % par rapport aux niveaux observés au début de la période sous revue. Les cours des actions des banques ont également augmenté, mais à un rythme moins prononcé (1,1 %). Aux États-Unis, les cours des actions des SNF ont augmenté de 5,5 %, évolution globalement en phase avec celle de leurs homologues de la zone euro, tandis que les cours des actions des banques ont fortement augmenté (10,6 %).

#### **Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro sont demeurés globalement stables et se situent légèrement au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie dans certains secteurs.**

Les écarts de

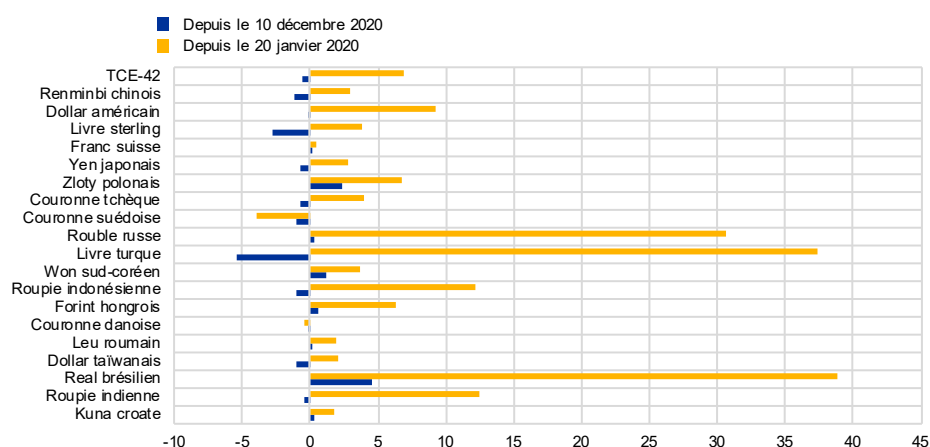
rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque sont demeurés stables au cours de la période sous revue, s'établissant à 59 points de base et 70 points de base, respectivement, le 20 janvier 2021. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises n'ont enregistré qu'une légère variation depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, la situation actuelle paraissant largement fondée sur le soutien qui continue d'être apporté par les politiques budgétaires et monétaire.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié 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 déprécié de 0,7 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux, l'euro s'est déprécié par rapport à la livre sterling (de 2,8 %), reflétant principalement l'appréciation de la livre à la suite de la conclusion du processus de Brexit par l'annonce de l'accord de commerce et de coopération entre l'UE et le Royaume-Uni. Dans un contexte de stabilisation du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, l'euro s'est légèrement apprécié par rapport au franc suisse (de 0,2 %), alors qu'il s'est modérément déprécié vis-à-vis du yen japonais (de 0,7 %) et du dollar américain (de 0,1 %). L'euro s'est affaibli vis-à-vis de la livre turque (de 5,4 %) et du renminbi chinois (de 1,2 %), et s'est renforcé par rapport au real brésilien (de 4,5 %).

#### Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

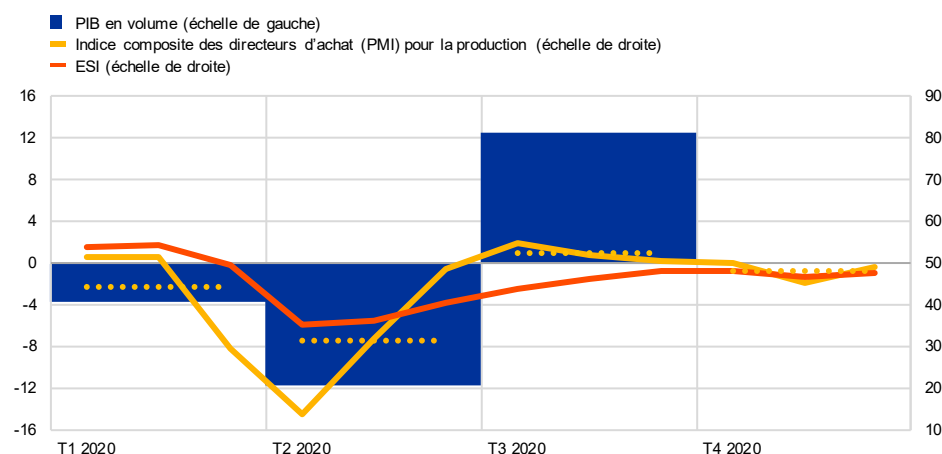
Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 20 janvier 2021.

**Après le recul brutal et important de la production observé dans la zone euro au premier semestre 2020, la croissance économique a connu un fort rebond au troisième trimestre de l'année, mais elle pourrait bien redevenir négative au quatrième trimestre.** L'activité économique totale a augmenté de 12,4 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2020, après un recul de 11,7 % et 3,7 %, respectivement, au deuxième et au premier trimestre (cf. graphique 5). Une ventilation de la croissance au troisième trimestre montre que le rebond de la production a été généralisé, l'augmentation de la demande intérieure et les exportations nettes apportant une contribution positive de, respectivement, 11,4 et 2,3 points de pourcentage au total. La variation des stocks, en revanche, a contribué négativement à hauteur de 1,2 point de pourcentage au total. Les données quantitatives, les résultats d'enquêtes et les indicateurs à haute fréquence vont tous dans le sens d'une nouvelle baisse du PIB au quatrième trimestre, ce qui serait globalement conforme aux anticipations et reflète l'intensification des mesures d'endiguement en raison de la nouvelle hausse des taux d'infection à la COVID-19. Alors que l'activité dans le secteur des services est considérablement réduite (mais dans une moindre mesure cependant que lors de la première vague de la pandémie au printemps 2020), l'activité manufacturière continue de bien résister. Les profils de croissance dans la zone euro devraient demeurer inégaux entre les secteurs, les services étant le secteur le plus durement frappé par la pandémie (en partie en raison de leur sensibilité aux mesures de distanciation sociale). Cette inégalité s'observe également entre les différents pays, les évolutions de la production étant dépendantes des taux d'infection et des efforts fournis pour contenir la pandémie. L'encadré 3 du présent *Bulletin économique* examine les facteurs déterminant les différences régionales de l'impact économique de la COVID-19 dans les quatre principales économies de la zone euro durant la phase initiale de la pandémie.

## Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. 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 lignes en pointillés indiquent les moyennes trimestrielles des observations mensuelles du PMI. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2020 pour le PIB en volume et à décembre 2020 pour l'ESI et le PMI.

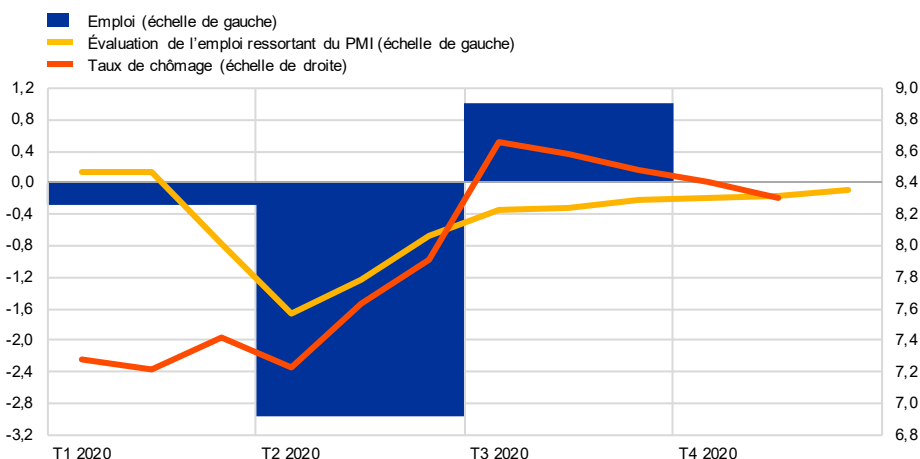
**Le taux de chômage de la zone euro a encore diminué en novembre 2020, grâce à l'augmentation du nombre de travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi.** Le taux de chômage s'est établi à 8,3 % en novembre, après 8,4 % en octobre et un peu moins de 8,7 % en juillet (cf. graphique 6). Dans le même temps, le chiffre pour novembre demeurait supérieur de 1,1 point de pourcentage environ au taux observé en février, avant l'apparition de la pandémie de COVID-19. Les dispositifs de maintien de l'emploi ont continué d'atténuer les évolutions sur le marché du travail, couvrant, selon les estimations, 5,8 % de la population active en novembre, contre 5 % environ en octobre, face aux dernières mesures de confinement <sup>3</sup>. L'emploi a augmenté de 1,0 % au troisième trimestre 2020, après une baisse de 3,0 % au deuxième trimestre. Toutefois, en dépit de cette amélioration, l'emploi demeure inférieur de 2,2 % à son niveau du quatrième trimestre 2019. Le nombre total d'heures travaillées a augmenté de 14,8 % au troisième trimestre, après une baisse de 13,6 % au deuxième trimestre, mais il reste en recul de 4,6 % par rapport au quatrième trimestre 2019. Les informations relatives à l'emploi et au nombre d'heures travaillées au quatrième trimestre 2020 ne sont pas encore disponibles.

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

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

#### Les indicateurs à court terme du marché du travail ont continué de s'améliorer légèrement, mais signalent toujours une contraction.

L'indice mensuel des directeurs d'achat pour l'emploi a légèrement augmenté pour s'établir à 49,1 en décembre – sa huitième hausse consécutive – après 48,3 en novembre et 48,2 en octobre (cf. graphique 6). L'indice des directeurs d'achat pour l'emploi s'est nettement redressé depuis le point bas historique enregistré en avril 2020. Toutefois, il continue d'indiquer une contraction de l'emploi et pourrait s'interpréter comme une indication avancée de l'atonie des perspectives en matière d'emploi pour la période à venir.

#### Après une hausse de 14 % environ au troisième trimestre, les dépenses de consommation se sont modérées au quatrième trimestre en raison du renforcement des mesures de distanciation sociale.

En novembre, le commerce de détail a diminué de 6,1 % en rythme mensuel, après une hausse de 1,4 % en octobre. Dans le même temps, la confiance des consommateurs a enregistré un rebond en décembre. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est inscrit en hausse à -13,9 en décembre, après -17,6 en novembre, principalement en raison des améliorations relatives des composantes prospectives de l'enquête. Toutefois, la confiance des consommateurs est demeurée faible par rapport aux niveaux observés avant la pandémie. Les revenus du travail ont été sévèrement affectés par la crise de la COVID-19, mais les transferts budgétaires ont absorbé l'essentiel de cet impact sur le revenu disponible des ménages de la zone euro. Le rebond de la consommation observé au troisième trimestre 2020 s'est traduit par une diminution du taux d'épargne des ménages, qui est revenu à 17,3 % ce même trimestre, après 24,6 % au deuxième trimestre. Pour la période à venir, le taux d'épargne devrait rester supérieur à son niveau d'avant la

COVID à court terme, pour des motifs à la fois de précaution et involontaires, avant de se normaliser progressivement par la suite <sup>4</sup>.

**Après la forte hausse observée au troisième trimestre, résultant d'une croissance très dynamique des machines et équipements, l'investissement des entreprises devrait s'être encore légèrement accru au quatrième trimestre, mais la deuxième vague de la pandémie suggère des risques à la baisse sur l'investissement au premier trimestre 2021.** La production industrielle de biens d'équipement a encore augmenté en novembre, avec une valeur moyenne en hausse de 6,6 % en octobre et en novembre par rapport au niveau observé au troisième trimestre. L'utilisation des capacités a augmenté pour s'établir à 76 %, après 72 % au troisième trimestre, mais elle demeure inférieure de 5 points de pourcentage à son niveau d'avant la pandémie. Dans le même temps, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux biens d'équipement (comme l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour l'industrie et l'indice des directeurs d'achat concerné) ont eu tendance à s'améliorer au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre. En outre, les bilans des entreprises se sont améliorés au troisième trimestre, les données de comptes nationaux indiquant un rebond de 12 % des excédents bruts opérationnels ce même trimestre, après une baisse cumulée de plus de 14 % au premier semestre 2020. Les nouveaux prêts accordés aux sociétés non financières se sont légèrement contractés au troisième trimestre, après une forte augmentation au cours des deux premiers trimestres destinée à maintenir les activités essentielles. Par la suite, ils sont demeurés globalement stables en octobre et en novembre. Toutefois, la nouvelle intensification de la pandémie suggère des risques à la baisse pour l'investissement au premier trimestre 2021.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel (approximé par l'investissement résidentiel réel) s'est nettement redressé au troisième trimestre, enregistrant une hausse de 12,3 % en rythme trimestriel, après une baisse cumulée de 14,3 % au premier semestre 2020, et il devrait rester modéré à court terme.**

Ce rebond a été particulièrement marqué dans les grands pays de la zone euro les plus affectés par les confinements durant la première vague de la pandémie, l'Italie, la France et l'Espagne enregistrant des hausses substantielles (45,0 %, 30,6 % et 15,7 %, respectivement). En Allemagne, en revanche, l'investissement résidentiel a diminué de 2,0 % au troisième trimestre. Dans l'ensemble, ce sont généralement les efforts des entreprises afin de rattraper l'important retard accumulé en matière de projets de construction qui ont tiré l'activité, avec la réouverture de sites de construction et le lancement de nouveaux projets dans ce domaine. Toutefois, les perspectives à court terme concernant l'investissement dans l'immobilier résidentiel restent modérées, en raison d'une diminution des carnets de commande et d'un ralentissement de l'activité liée aux nouveaux contrats du fait de l'accroissement des restrictions imposées afin de contenir la propagation du virus. En effet, au quatrième trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction dans la zone euro est resté inférieur au seuil indiquant une expansion, enregistrant en moyenne un nouveau recul en rythme trimestriel. Dans le même temps, la production dans la construction a augmenté de seulement 1,4 % en rythme mensuel

<sup>4</sup> Cf. également l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

en novembre, indiquant un léger ralentissement en rythme trimestriel au quatrième trimestre et suggérant que l'investissement dans l'immobilier pourrait suivre une tendance similaire. À plus long terme, en dépit de légères améliorations au quatrième trimestre 2020, les anticipations des entreprises continuent d'indiquer une atonie des évolutions à court terme.

**Après le rebond des échanges commerciaux de la zone euro observé au troisième trimestre, la croissance des échanges s'est modérée.** Les données de novembre relatives aux échanges de biens en termes nominaux confirment que la croissance des échanges commerciaux intra et extra-zone s'est ralentie depuis septembre, mais le retour vers les niveaux observés avant la pandémie se poursuit, avec des taux de croissance supérieurs à ceux enregistrés au cours des deux années s'achevant en février 2020 (les importations et exportations hors zone euro se situant 4,5 % environ au-dessous des niveaux d'avant la pandémie et les échanges intra-zone euro étant inférieurs de 3,2 % environ). Les importations et les exportations de la zone euro ont augmenté pour toutes les sous-catégories depuis avril 2020, en particulier les exportations vers le Royaume-Uni (en partie en raison de l'accumulation de stocks de biens par le Royaume-Uni à l'approche du Brexit) et les exportations vers la Chine. Les biens de consommation (notamment les voitures et les carburants) ont connu une expansion robuste, soutenue par la forte demande chinoise de biens allemands. À l'inverse, la faiblesse de l'investissement privé a freiné les échanges de biens d'équipement et continuera de peser sur l'activité jusqu'à la dissipation de l'incertitude qui entoure le déploiement de vaccins et l'évolution de la pandémie. Bien que moins impactés que les biens d'équipement, les échanges de biens intermédiaires (qui restent modérés) tendent à déterminer l'évolution globale, étant donné qu'ils représentent l'essentiel des flux totaux (notamment en ce qui concerne les échanges intra-zone euro). Les indicateurs avancés vont dans le sens de nouvelles améliorations à la fin de l'année, concernant notamment les échanges de services (qui restent très faibles). En effet, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur des services suggère que la situation s'est légèrement améliorée en décembre avec la période des fêtes de fin d'année.

**Les indicateurs économiques (en particulier les résultats d'enquêtes) suggèrent une contraction probable de la production au quatrième trimestre 2020, reflétant le renforcement des mesures d'endiguement.**

La production industrielle (hors construction) a augmenté de 2,5 % en rythme mensuel en novembre, ce qui signifie que le niveau moyen de production au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre a dépassé de 3,8 % la moyenne pour le troisième trimestre. Toutefois, d'après des données d'enquêtes plus récentes, on constate que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production est revenu à 48,1 au quatrième trimestre, après 52,4 au troisième trimestre, indiquant une contraction de la production. Cette baisse est entièrement attribuable aux évolutions dans le secteur des services, tandis que le secteur manufacturier a connu une légère amélioration. Cela n'est pas surprenant et reflète la plus grande sensibilité des services aux mesures de distanciation sociale. La croissance sera faible – et très vraisemblablement négative – au quatrième trimestre, mais la relative résilience du secteur industriel indique l'existence de

risques à la hausse. Les indicateurs à haute fréquence vont également dans le sens d'un ralentissement au quatrième trimestre.

**Pour la période à venir, le déploiement des vaccins, entamé fin décembre, permet une plus grande confiance dans la résolution de la crise sanitaire.**

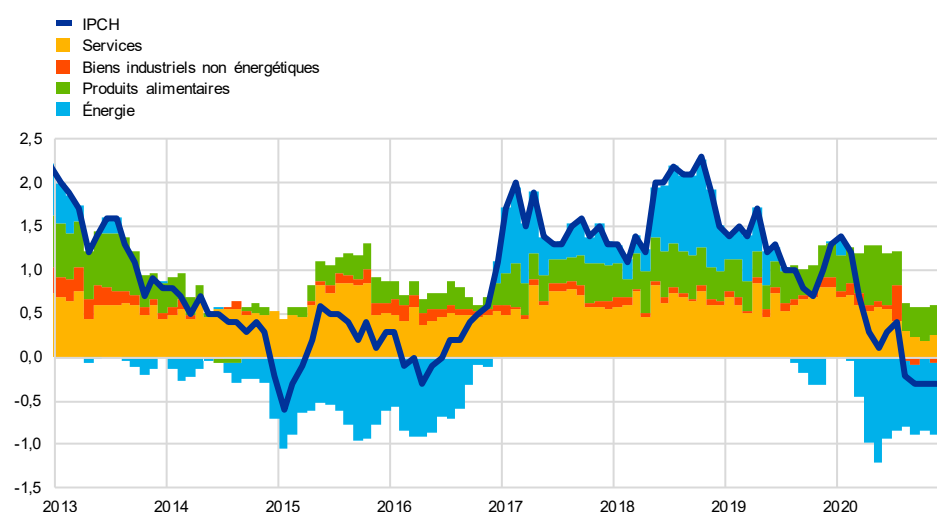
Il faudra toutefois du temps pour parvenir à l'immunité collective, et de nouvelles évolutions défavorables liées à la pandémie ne peuvent être exclues. L'incertitude qui entoure la COVID-19 devrait freiner la reprise sur le marché du travail et peser sur la consommation et l'investissement, mais la reprise économique dans la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et une reprise de la demande, avec la levée des mesures d'endiguement et la diminution de l'incertitude. Les résultats de la dernière campagne d'[enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début janvier, montrent que, par rapport à la campagne d'enquête précédente, réalisée début octobre, les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la baisse pour 2021 et à la hausse pour 2022. Les prévisionnistes prévoient un recul de 2,5 % du PIB au dernier trimestre de 2020, suivi d'une croissance nulle au premier trimestre 2021. Ces prévisions sont un peu plus pessimistes que les perspectives à court terme ressortant des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoyaient un recul de 2,2 % au quatrième trimestre, suivi d'une croissance de 0,6 % au premier trimestre 2021. Cette révision est cohérente avec le pessimisme accru concernant les perspectives à court terme en raison de l'intensification des mesures d'endiguement, mais également avec le regain d'optimisme concernant les perspectives à moyen terme du fait de l'anticipation d'un démarrage réussi du processus de vaccination.

**En décembre 2020, l'inflation totale est restée inchangée, à – 0,3 %, pour le quatrième mois consécutif.** Le taux d'inflation inchangé de – 0,3 % enregistré en décembre masque des fluctuations des principales composantes : tandis que la hausse des prix de l'énergie et des services s'est accentuée, celle des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques a fléchi (cf. graphique 7). En dépit d'une accentuation récente, la hausse des prix de l'énergie est restée fortement négative, à – 6,9 %, constituant un frein toujours important pour l'inflation mesurée par l'IPCH. La plupart des sous-indices de l'IPCH en décembre ont été considérés comme fiables par Eurostat, même si la part des imputations de prix a de nouveau augmenté en raison des nouvelles mesures d'endiguement et de confinement.

### 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 décembre 2020. Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la 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 sont demeurées pratiquement inchangées à des niveaux bas.

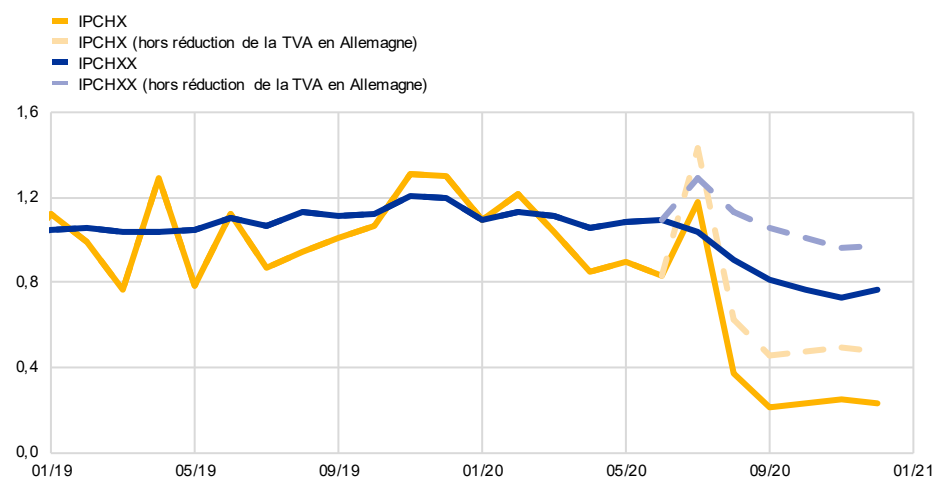
L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée inchangée pour le quatrième mois consécutif, ressortant à un point bas historique de 0,2 % en décembre. Le taux d'inflation inchangé masque un fléchissement de la variation des prix des biens industriels non énergétiques, de – 0,3 % en novembre à – 0,5 % en décembre, et une légère accélération de la hausse des prix des services, passée de 0,6 % à 0,7 % sur la même période. Le ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques a été principalement imputable à la composante « habillement et chaussure », tandis que l'accentuation de la hausse des prix des services a été largement due à une légère inversion des baisses importantes des prix des services liés aux voyages (cf. encadré 6). Les autres mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement stables, à des niveaux faibles,

en décembre. Les bas niveaux ont également continué de refléter la réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne au second semestre 2020 (cf. graphique 8).

### Graphique 8

#### Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE fondés sur des estimations figurant dans l'article intitulé « *Impact of the temporary reduction in VAT on consumer prices* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, novembre 2020

Notes : Les dernières observations se rapportent à décembre 2020. ICPHXX correspond à l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure.

#### Les tensions observées en amont de la chaîne des prix pour la composante biens industriels non énergétiques se sont accrues en amont de la chaîne d'approvisionnement, mais à partir de niveaux généralement bas.

La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires s'est établie à 0,7 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent et a continué de fluctuer légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme, tandis que la hausse des prix à l'importation de ces biens est restée négative, en partie en raison de l'appréciation antérieure de l'euro, même si elle s'est légèrement accentuée, ressortant à – 1,1 % en novembre contre – 1,2 % en octobre. En amont de la chaîne des consommations intermédiaires, la hausse des prix des biens intermédiaires s'est nettement accentuée en novembre : la variation des prix intérieurs à la production s'est établie à – 0,6 % contre – 1,3 % le mois précédent, tandis que celle des prix à l'importation est ressortie à – 1,6 % contre – 2,4 % sur la même période. Cette évolution peut refléter en partie une atténuation des pressions à la baisse exercées par le taux de change effectif de l'euro et les prix du pétrole ainsi qu'un nouveau renforcement des tensions à la hausse émanant des prix des autres matières premières.

#### La hausse des prix à la production telle que mesurée par le déflateur du PIB a fléchi au troisième trimestre 2020.

Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 1,1 % au troisième trimestre 2020 après 2,4 % au trimestre précédent. Cette évolution reflète principalement l'impact d'un ralentissement prononcé de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, dans la mesure où la croissance moins négative de la productivité du travail, qui a été dopée par un fort

rebond de la croissance du PIB, a contrebalancé un renforcement de la croissance de la rémunération par tête <sup>5</sup>. Un recours plus faible aux dispositifs de chômage partiel compte tenu du rebond de l'activité économique a non seulement soutenu la croissance de la rémunération par tête, mais a également impliqué, via les baisses des subventions, une atténuation de la contribution négative des impôts indirects nets au déflateur du PIB. Dans le même temps, reflétant le redressement de l'activité économique, les marges bénéficiaires ont augmenté par rapport au trimestre précédent, même si leur contribution est restée négative.

**Les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à moyen et plus long terme pour la zone euro se sont inscrits en hausse, mais sont demeurés à des niveaux très faibles, tandis que les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes ont été globalement stables à de bas niveaux (cf. graphique 9).**

Les variations des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont restées limitées, une hausse ayant été observée mi-janvier. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 décembre, le principal indicateur des anticipations d'inflation à plus long terme extrait des instruments de marché, à savoir le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté de 6 points de base pour s'établir à 1,32 %, légèrement au-dessus de son niveau d'avant la pandémie (1,25 %). Toutefois, les niveaux actuels des taux des *swaps* indexés sur l'inflation à plus long terme continuent d'être très faibles et ne laissent pas présager un retour de l'inflation vers l'objectif de la BCE dans un avenir prévisible. Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme tirés d'enquêtes sont restés inchangés ou ont légèrement augmenté, tout en demeurant à des niveaux faibles. Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2021, réalisée début janvier 2021, les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées inchangées à 1,7 %. Les anticipations d'inflation à plus long terme telles que mesurées par le Consensus économique en janvier sont également ressorties à 1,7 %, en légère hausse par rapport à la précédente campagne d'enquête en octobre (1,6 %).

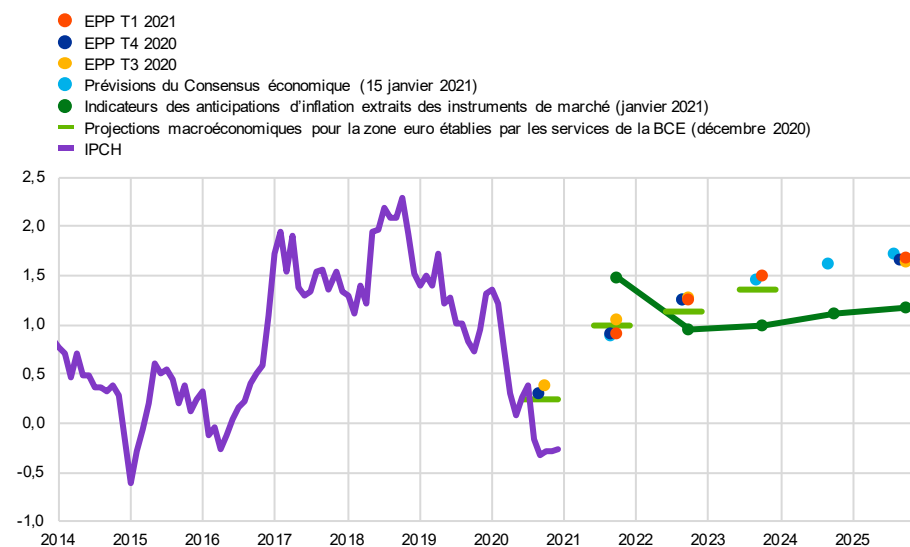
---

<sup>5</sup> Pour de plus amples informations, cf. l'encadré intitulé « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

## Graphique 9

### 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 (décembre 2020) et Consensus économique (15 janvier 2021).

Notes : Pour le premier trimestre 2021, l'EPP a été réalisée entre le 7 et le 11 janvier 2021. 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 19 janvier 2021.

**La croissance de la monnaie au sens large s'est encore accentuée en novembre 2020.**

Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en hausse, à 11,0 % en novembre, après 10,5 % en octobre (cf. graphique 10). Si la crise du coronavirus (COVID-19) a entraîné une préférence exceptionnelle pour la liquidité, la forte croissance de la monnaie au sens large reflète, en grande partie, les vastes mesures de soutien prises par la BCE et les autorités de surveillance, ainsi que par les gouvernements nationaux, afin de garantir la fourniture d'une liquidité suffisante à l'économie pour faire face aux conséquences économiques et aux incertitudes résultant de la crise. En novembre, un autre facteur contributif a été la hausse des dépenses nettes des administrations publiques à partir des coussins accumulés sous la forme de dépôts au cours des mois précédents, ces dépôts ne faisant pas partie de M3. L'utilisation de ces coussins a reflété le renforcement des restrictions liées à la COVID et la réactivation des mesures de soutien budgétaire au cours d'un mois se caractérisant par un besoin net de financement pratiquement nul pour les administrations publiques. L'accentuation de la croissance de M3 a résulté essentiellement de l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse à 14,5 % en novembre, après 13,8 % en octobre. Cette évolution est principalement imputable à la croissance annuelle soutenue des dépôts à vue détenus par les entreprises et les ménages, dont un important déterminant a été une forte préférence pour la liquidité. Les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont continué d'apporter une faible contribution à la croissance annuelle de M3, reflétant le bas niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

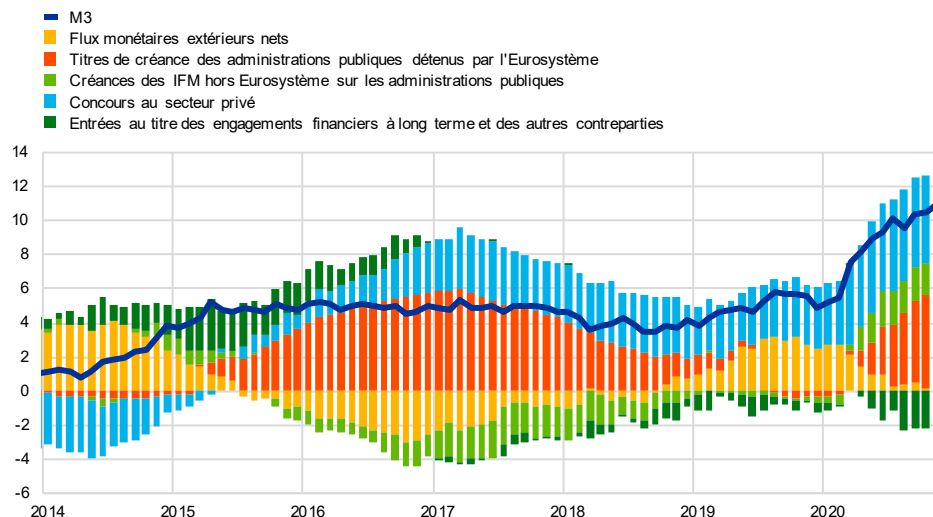
**Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire.**

Les achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE ont apporté la contribution la plus importante à la croissance de M3 en novembre 2020 (cf. la partie rouge des barres du graphique 10). Les concours au secteur privé ont perdu un peu de leur dynamisme mais ont continué d'apporter la deuxième contribution la plus importante à la croissance de M3 (cf. la partie bleue des barres du graphique 10). La croissance de M3 a également été soutenue par les créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystème sur les administrations publiques (cf. la partie vert clair des barres du graphique 10), mais les flux correspondants se sont récemment modérés. Comme au cours des mois précédents, la contribution des flux monétaires extérieurs nets annuels est demeurée négligeable en novembre (cf. la partie jaune des barres du graphique 10), tandis que les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont freiné la croissance de la monnaie au sens large. Cela est principalement dû aux évolutions des autres contreparties (notamment les pensions), tandis que les conditions favorables attachées aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont continué de soutenir la substitution de financements des banques, se traduisant par des remboursements nets d'obligations bancaires à long terme.

## Graphique 10

### 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 novembre 2020.

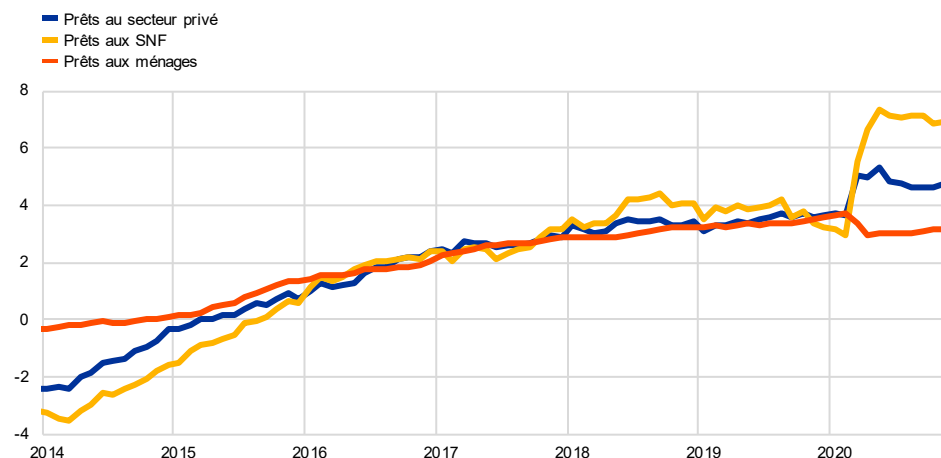
#### La croissance des prêts au secteur privé est restée stable en novembre 2020.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est ressorti à 4,7 % en novembre, niveau globalement inchangé par rapport à juin (cf. graphique 11). Le profil d'une activité de prêt aux ménages globalement stable et d'un ralentissement des prêts aux entreprises depuis la fin de l'été se poursuit. Cette évolution résulte de la nature spécifique de la crise liée à la COVID-19, qui a entraîné un effondrement des flux de trésorerie des entreprises et les a obligées à accroître fortement leur recours au financement externe durant la première phase de la crise. En novembre, la croissance des prêts aux sociétés non financières (SNF) est demeurée globalement inchangée, à 6,9 %, tandis que les flux mensuels de prêts aux SNF ont continué de se ralentir. La modération du financement des entreprises auprès des banques, observée depuis l'été, a coïncidé avec un recours plus faible aux garanties de l'État, ce qui indique probablement une diminution des besoins de liquidités d'urgence des entreprises. La croissance annuelle des prêts aux ménages est demeurée pratiquement inchangée, à 3,1 % en novembre, après 3,2 % en octobre. Les prêts hypothécaires ont continué d'être le moteur de la croissance du financement des ménages, tandis que la croissance des crédits à la consommation s'est ralentie en novembre, en phase avec un renforcement des restrictions liées à la COVID.

## Graphique 11

### 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 novembre 2020.

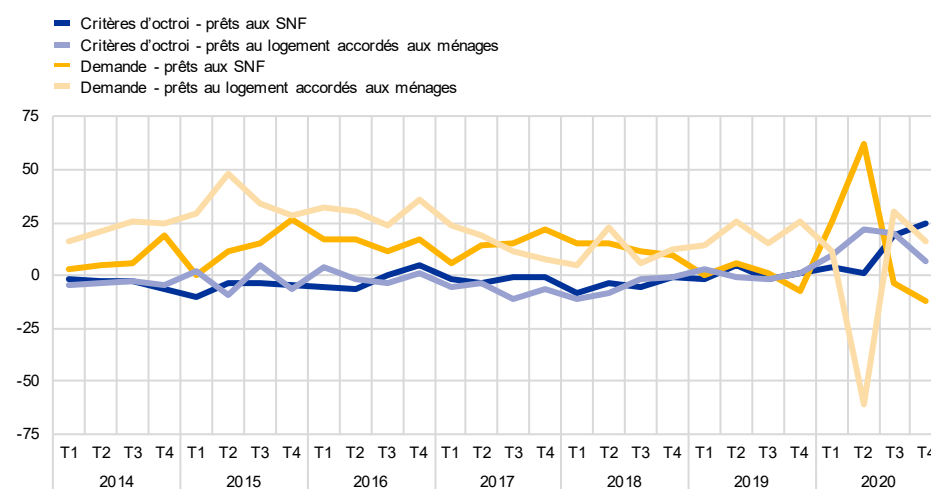
**L'enquête de janvier 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre que le durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages s'est poursuivi au quatrième trimestre 2020, dans le contexte de nouvelles restrictions liées à la COVID (cf. graphique 12).** Les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au quatrième trimestre 2020, essentiellement sous l'effet d'une perception accrue des risques (liée à la détérioration des perspectives économiques générales et de la situation spécifique à certaines entreprises). Pour le premier trimestre 2021, les banques s'attendent à un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises. Les critères d'octroi des prêts au logement et des crédits à la consommation ont continué de se durcir au quatrième trimestre 2020, mais à un rythme plus lent qu'aux précédents trimestres de 2020. La demande de prêts des entreprises ou leurs tirages de lignes de crédit ont diminué au quatrième trimestre 2020, après une hausse nette continue des besoins de financement des stocks et du fonds de roulement au cours des trimestres précédents. Cette évolution a reflété l'accumulation par les entreprises de coussins de liquidité à titre de précaution. En revanche, la demande nette de prêts au logement a augmenté au quatrième trimestre, soutenue par le bas niveau général des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, par l'amélioration des perspectives sur le marché immobilier, tandis que la demande nette de crédits à la consommation a diminué. Au premier trimestre 2021, les banques s'attendent encore à un faible durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages et à une légère diminution de la demande de prêts au logement. Les banques ont également indiqué que les garanties de l'État liées à la COVID avaient joué un rôle important dans le soutien des critères d'octroi des banques ainsi que des modalités et conditions des prêts aux entreprises – PME et grandes entreprises – en 2020. L'accès des banques de la zone euro au financement de détail et au refinancement interbancaire s'est généralement amélioré au quatrième trimestre 2020. Les banques de la zone euro ont également indiqué que leur accès au financement par émission de titres de créance et via la titrisation

s'était encore amélioré au quatrième trimestre 2020. Dans le même temps, elles ont souligné la poursuite du renforcement de leurs fonds propres, dans le cadre des mesures réglementaires et prudentielles du second semestre 2020, et un durcissement net de leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits à la consommation en raison de ratios de prêts non performants.

## Graphique 12

Variations des critères d'octroi et de la demande nette de prêts (ou de lignes de crédit) aux entreprises et de prêts au logement consentis aux ménages

(pourcentages nets de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi ou d'un accroissement de la demande de prêts)



Source : BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro).

Notes : Pour les questions de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire portant sur les critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages de banques ayant répondu « sensiblement durcis » ou « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « quelque peu assouplis » ou « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages de banques ayant répondu « augmentation importante » ou « légère augmentation » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « légère diminution » ou « diminution importante ». La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2020.

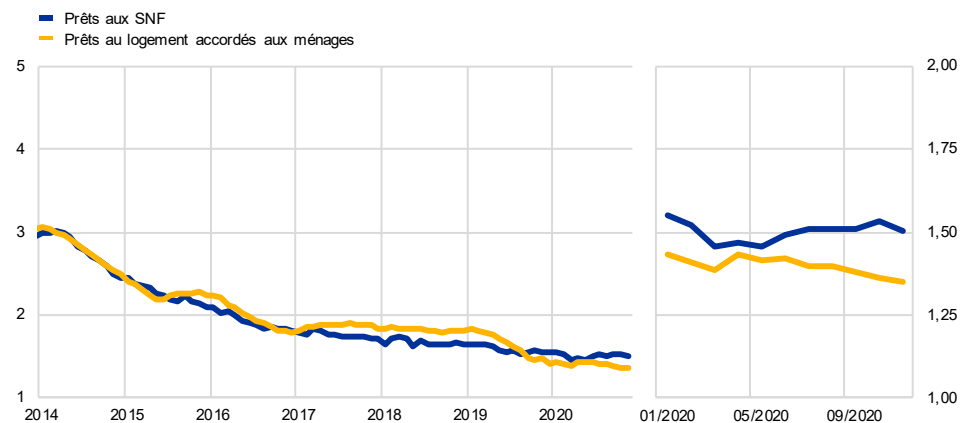
## Les taux débiteurs favorables ont continué de soutenir la croissance

**économique de la zone euro.** Les taux débiteurs se sont stabilisés à leurs points bas historiques, reflétant l'incidence persistante des mesures prises par la BCE, les autorités de surveillance et les gouvernements afin de soutenir les conditions de l'offre de crédit. En novembre 2020, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages sont demeurés globalement inchangés à 1,50 % et 1,35 %, respectivement (cf. graphique 13). Cette stabilité a concerné l'ensemble des pays de la zone euro. De plus, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est stabilisé à un niveau inférieur à ceux observés avant le début de la pandémie. Dans le même temps, les graves répercussions économiques de la crise sur les revenus des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs, qui ressortent de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, pourraient exercer une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires. Par conséquent, le soutien de la politique monétaire, notamment l'accroissement du PEPP et le recalibrage des TLTRO III adoptés en décembre 2020, contribuera à limiter les pressions à la hausse sur les taux débiteurs bancaires dans un environnement économique difficile et incertain.

### 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 novembre 2020.

# Encadrés

## 1 L'inflation et les contraintes induites par la pandémie dans les économies avancées

Alina Bobasu, Luigi Crucil, Alistair Dieppe et Marcel Tirpák

**La pandémie de coronavirus (COVID-19) a exercé un impact sévère et exceptionnel sur l'économie mondiale au premier semestre 2020.** L'activité dans les économies avancées a été gravement affectée, entraînant un ralentissement de la hausse des prix à la consommation. La pandémie a pesé non seulement sur l'inflation totale, mais aussi sur les mesures de l'inflation sous-jacente, telles que la hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie, qui s'est ralentie durant les confinements initiaux avant un rebond progressif. Ce profil d'évolution résulte de la confluence de deux forces déterminantes liées à la crise : la faible demande et les contraintes pesant sur l'offre. À partir de données granulaires et d'une analyse structurelle fondée sur des modèles vectoriels autorégressifs de type bayésien (BVAR), cet encadré examine l'impact relatif des dépenses de consommation et des prix à la consommation sur l'inflation dans les grandes économies avancées hors zone euro <sup>6</sup>.

**Il est crucial de comprendre l'impact relatif des chocs d'offre et de demande liés à la pandémie pour évaluer les perspectives d'inflation.** La crise s'étant propagée à l'économie par le biais de plusieurs canaux, la littérature existante n'est pas encore parvenue à un consensus sur la contribution relative des chocs d'offre et de demande <sup>7</sup>. Les confinements et les mesures de santé publique réduisent l'activité économique en empêchant les entreprises et les ménages de produire et de dépenser comme ils le feraient habituellement. Cette situation entraîne diverses perturbations des réseaux de production dans l'ensemble des pays et des secteurs.

**Les données d'enquêtes montrent que la production et les prix par secteur ont nettement reculé au deuxième trimestre, dans un contexte de mesures d'endiguement strictes.** Les confinements et les restrictions de déplacement ont été durcis à mesure que la pandémie se propageait, alimentant l'incertitude des entreprises et des consommateurs. Ce choc négatif sur l'offre de main-d'œuvre s'est traduit par l'incapacité des entreprises à répondre à la demande existante. L'activité

<sup>6</sup> Pour une analyse de la zone euro et des pays de la zone euro, cf. l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

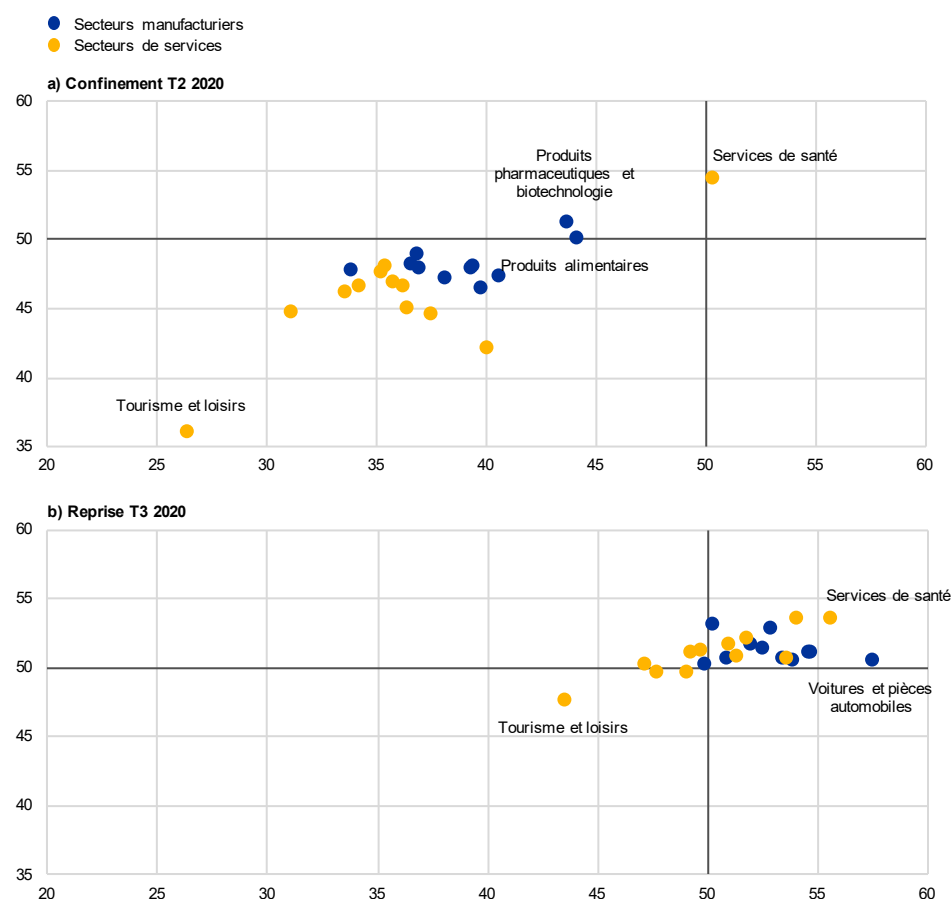
<sup>7</sup> Certaines études constatent que les chocs de demande agrégée ont dominé au premier trimestre 2020, tandis que les chocs d'offre agrégée ont prévalu au deuxième trimestre (cf. Bekaert (G.), Engstrom (E.) et Ermolov (A.), « *Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis* », *Finance and Economics Discussion Series*, n°2020-049, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2020). En revanche, d'autres analyses (cf. Baqaee (D.) et Farhi (E.), « *Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 crisis* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14743, National Bureau of Economic Research, 2020) utilisent un modèle sectoriel pour démontrer que les chocs d'offre sectoriels stagflationnistes et les chocs de demande déflationnistes sont nécessaires pour expliquer la forte baisse de la production et la réaction modérée de l'inflation observées aux États-Unis pendant le confinement initial.

dans les services à forte intensité de contact tels que le tourisme et les loisirs a baissé de façon particulièrement prononcée, tout comme la demande de services de transport (cf. graphique A, partie a). Les services de santé sont le seul secteur où la production est demeurée globalement inchangée, tandis que les prix des produits alimentaires et des produits pharmaceutiques et biotechnologiques se sont inscrits en hausse malgré une baisse de la production. Au troisième trimestre, avec la mise en place de mesures d'endiguement moins contraignantes, la production et les prix se sont redressés dans la plupart des secteurs de l'économie, à l'exception notable du tourisme et des loisirs, secteurs sur lesquels la pandémie a continué de peser (cf. graphique A, partie b).

## Graphique A

### Production et prix mondiaux par secteur : perspective de données d'enquêtes

(axe des abscisses : production ; axe des ordonnées : prix à la production ; PMI, indices de diffusion, moyennes trimestrielles)



Source : IHS Markit (via Haver Analytics).

Notes : Enquêtes PMI pour la production sectorielle et les prix à la production mondiaux. Les valeurs supérieures (inférieures) à 50 indiquent une hausse (baisse) de la production par secteur et des prix à la production au niveau mondial. Les graphiques recouvrent 11 secteurs manufacturiers et 12 secteurs de services.

**Les composantes sensibles à la demande incluses dans le panier de consommation expliquent une large part du ralentissement de l'inflation sous-jacente pendant les confinements initiaux.** Comme Shapiro <sup>8</sup>, nous

<sup>8</sup> Cf. Shapiro (A.H.), « A Simple Framework to Monitor Inflation », *Working Papers*, n° 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020.

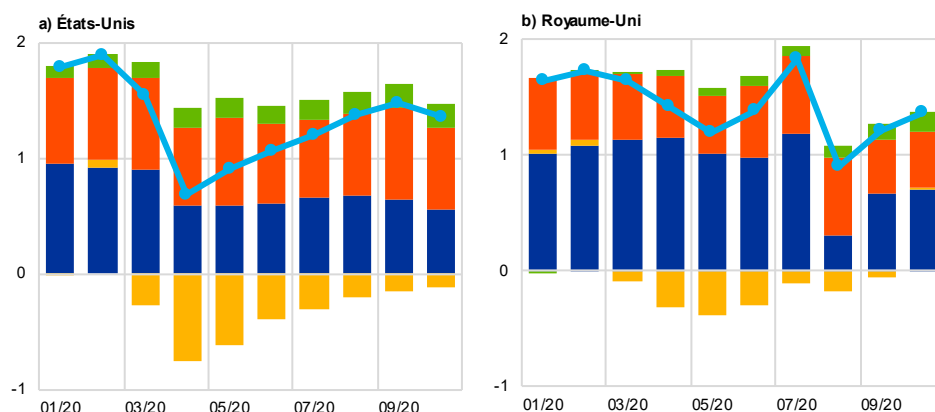
examinons la sensibilité des composantes du panier du consommateur aux perturbations dues à la pandémie <sup>9</sup>. Aux États-Unis, plus de 60 % des dépenses de consommation des ménages affichent un certain degré de sensibilité, contre 40 % au Royaume-Uni. Pour ces deux pays, les composantes sensibles à la demande expliquent une proportion importante du ralentissement initial de la hausse des prix à la consommation pendant les premiers confinements, ainsi que son accélération progressive observée au troisième trimestre (cf. graphique B). À plus long terme, les perspectives d'inflation demeurent soumises à une incertitude élevée. Par exemple, le désaccord entre les consommateurs interrogés par la Banque fédérale de réserve de New York concernant les prévisions d'inflation à un an aux États-Unis, mesuré à l'aide de l'intervalle interquartile de leurs réponses, s'est considérablement accru depuis le début de la pandémie. Dans le même temps, les anticipations d'inflation sont demeurées orientées à la hausse, après un recul initial.

## Graphique B

### Décomposition de l'inflation sous-jacente

(en points de pourcentage)

■ Sensible à la demande  
■ Sensible à l'offre  
■ Ambiguë  
■ Non sensible



Source : Calculs de la BCE à partir de Shapiro.

Notes : Le cadre d'analyse repose sur une régression des prix et des quantités univariée apparemment indépendante à deux équations.

$\pi_{i,t} = \beta_1^* 1_{\text{teCOVID}} + \alpha_i^* + \varepsilon_{i,t}^*$  et  $\Delta x_{i,t} = \beta_2^* 1_{\text{teCOVID}} + \alpha_i^* + \varepsilon_{i,t}^*$ , où  $1_{\text{teCOVID}} = 1_{\text{te2020M4}}$  pour les États-Unis et  $1_{\text{te2020Q2}}$  pour le Royaume-Uni. Ces équations sont estimées pour la période allant de janvier 2010 à octobre 2020 pour les États-Unis et du premier trimestre 2010 au troisième trimestre 2020 pour le Royaume-Uni. Dans les graphiques, nous présentons les résultats pour la période allant de janvier à octobre 2020, qui est pertinente pour la crise liée à la pandémie. Les composantes sensibles à la COVID-19 incluent les catégories pour lesquelles les prix ou les quantités ont évolué de manière statistiquement significative au début de la pandémie, tandis que les composantes non sensibles à la COVID-19 recouvrent l'ensemble des autres catégories de l'inflation sous-jacente. Parmi les composantes sensibles, les composantes sensibles à la demande sont celles pour lesquelles les prix et les quantités ont varié dans le même sens pendant la période de confinement initiale ; les composantes sensibles à l'offre sont celles pour lesquelles les prix et les quantités ont évolué en sens opposé ; les composantes ambiguës sont définies comme les catégories sensibles pour lesquelles les prix ou bien les quantités (mais pas les deux) ont varié de manière statistiquement significative.

## Les résultats d'un modèle structurel confirment que les effets de demande ont dominé pendant la crise, même si les effets d'offre sont restés notables.

Nous estimons un modèle BVAR structurel pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon et constatons qu'au deuxième trimestre 2020, les chocs de demande ont

<sup>9</sup> La méthodologie est fondée sur un système de régressions apparemment indépendantes qui vise à évaluer le rôle des facteurs d'offre et de demande pour expliquer l'évolution de l'inflation sectorielle pendant la pandémie.

contribué environ deux fois plus que les chocs d'offre à la baisse de la production (cf. graphique C, partie a) <sup>10</sup>. Le redressement observé au troisième trimestre 2020 résulte de facteurs de demande et de facteurs d'offre dans des proportions globalement comparables. S'agissant des évolutions nominales, l'impact de la faible demande sur l'inflation a dominé au deuxième trimestre 2020, dans la mesure où il n'a été que partiellement contrebalancé par les contraintes d'offre. Durant la phase de reprise initiale, la demande s'est renforcée et a dopé l'inflation, également soutenue par un léger relâchement des contraintes d'offre (cf. graphique C, partie b). Pour les deuxième et troisième trimestres 2020, le modèle fournit une prévision de la hausse des prix à la consommation relativement précise, quoique dépendante de la trajectoire effective du PIB et des prix du pétrole. Cela va dans le sens des résultats présentés ci-dessus, qui suggèrent que, pendant la crise, la dynamique de l'inflation a été déterminée par une combinaison de chocs, ceux du côté de la demande étant dominants.

**Le rythme du redressement de l'offre et de la demande sont des déterminants-clés de l'évolution de l'inflation.** La demande latente devrait soutenir la reprise et pousser l'inflation à la hausse, mais les contraintes d'offre pourraient se dissiper rapidement, créant des tensions désinflationnistes <sup>11</sup>. Néanmoins, les perturbations de l'offre pourraient demeurer significatives, notamment si une résurgence des infections et la diminution des mesures de soutien déclenchent une série de faillites. Les ramifications économiques de la pandémie pourraient perdurer pour l'offre de main-d'œuvre, notamment dans les secteurs où la formation de capital humain est à forte intensité de contact. Cela pourrait peser sur les revenus et l'emploi, sapant ainsi le redressement de la demande. De plus, le capital humain et l'offre de main-d'œuvre pourraient être érodés à long terme par la réintroduction de mesures d'endiguement strictes pesant sur le niveau d'instruction et maintenant un chômage élevé.

**Une analyse plus granulaire est nécessaire pour évaluer les conséquences de la pandémie sur les déterminants de l'inflation.** Des données internationales récentes ont également soulevé la possibilité que les chocs d'offre affectent différents secteurs de l'économie de façon asymétrique et se transforment en effets négatifs plus importants sur la demande s'accompagnant de pressions

<sup>10</sup> Le modèle vectoriel autorégressif structurel comprend les prix du pétrole, le PIB, l'inflation et des taux d'intérêt fictifs. Un ensemble standard d'identification reposant sur des restrictions de signe est utilisé : un choc de demande déplace les prix et la production dans la même direction, tandis qu'un choc d'offre les déplace dans des directions opposées. Un choc sur l'offre de pétrole fait augmenter l'inflation et diminuer le PIB, mais ne réagit pas aux chocs de taux d'intérêt domestiques. Un resserrement de la politique monétaire entraîne une baisse du PIB et des prix.

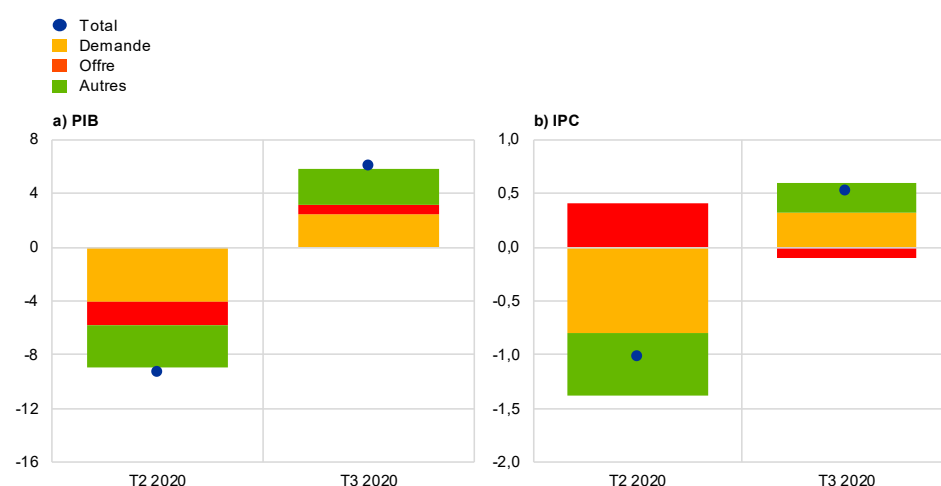
<sup>11</sup> Cf. Baqaee et Farhi, *op. cit.* Les auteurs constatent que les secteurs classés comme contraints par la demande en avril (par exemple, le transport aérien et fluvial, l'extraction de pétrole et de gaz) se sont redressés de 1,8 % en moyenne, tandis que ceux classés comme contraints par l'offre (par exemple, la restauration et l'hébergement) se sont redressés de 7,5 % après que l'économie a commencé à s'améliorer en mai. D'autres analyses (cf. Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Weber (M.), « *The Cost of the Covid-19 Crisis: Lockdowns, Macroeconomic Expectations, and Consumer Spending* », *NBER Working Paper*, n° 27141, National Bureau of Economic Research, 2020) constatent, en utilisant les données d'enquêtes pour les États-Unis, que les modifications des profils de dépenses des participants à l'enquête indiquent un fléchissement persistant de la demande agrégée future, qui reflète un revenu anticipé faible et une incertitude accrue.

désinflationnistes <sup>12</sup>. Ces résultats vont à l'encontre des approches fondées sur les données agrégées et peuvent entraîner le classement erroné de chocs d'offre sectoriels comme chocs de demande agrégée. Une analyse sectorielle plus granulaire pourrait fournir des indications supplémentaires <sup>13</sup>.

### Chart C

#### Décomposition historique du produit intérieur brut (PIB) et de la variation des prix à la consommation (IPC)

(variations trimestrielles en pourcentage ; points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le PIB et l'inflation sont représentés par leur écart par rapport à la tendance ou à un état stationnaire et sont fondés sur une agrégation utilisant les pondérations du PIB des résultats par pays pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. « Autres » se rapporte à la politique monétaire et aux chocs pétroliers. Nous avons utilisé la boîte à outils BEAR version 4.2 de la BCE.

<sup>12</sup> Cf. Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.), Straub (L.) et Werning (I.), « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », NBER Working Paper n° 26918, National Bureau of Economic Research, 2020. Les auteurs proposent un concept dans lequel les chocs d'offre peuvent déclencher une réaction de la demande qui entraîne une contraction de la production plus forte que le choc d'offre lui-même. D'autres analyses (cf. Cesa-Bianchi (A.) et Ferrero (A.), « *The Transmission of Keynesian Supply Shocks* », *Working Paper*, Banque d'Angleterre, 2020) apportent un soutien empirique à ce concept. Cet argument en faveur de perturbations induites par l'offre est étayé par d'autres analyses (cf. Fornaro (L.) et Wolf (M.), « *Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy: Some Analytical Notes* », *manuscript*, VoxEU, 2020). Selon celles-ci, les chocs d'offre négatifs génèrent des baisses persistantes ou permanentes du PIB, pesant ainsi sur la demande agrégée, qui peut même diminuer plus fortement que l'offre.

<sup>13</sup> Les difficultés de mesure de l'inflation liées à l'évolution rapide des profils de consommation et les difficultés de collecte des prix liées aux mesures de confinement constituent d'autres défis. Bien que les difficultés de mesure aient eu un impact sur les statistiques publiées au cours des premiers mois de la pandémie, l'analyse réalisée par les personnels de la BCE indique qu'elles se sont nettement atténuées ces derniers mois, cf. l'encadré intitulé « *Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

## 2 Retour vers la normale – l’impact des nouvelles liées aux vaccins contre la COVID-19 sur les marchés financiers mondiaux

Johannes Gräb, Moritz Kellers et Helena Le Mezo

**L’émergence de la pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné des liquidations synchronisées des actifs risqués au niveau mondial, suivies d’une reprise inégale selon les secteurs et les pays.** La reprise du marché boursier a été caractérisée par le rééquilibrage effectué par les investisseurs, qui ont délaissé les secteurs et les pays touchés par la pandémie, notamment les compagnies aériennes, le tourisme et l’énergie, au profit de ceux perçus comme bénéficiant de la crise, plus particulièrement les services informatiques et de communication, ainsi que les entreprises pharmaceutiques. Dans les différents pays, la composition sectorielle du marché boursier avant la pandémie explique l’essentiel des différences en matière de performances des marchés actions en 2020 (cf. graphique A, partie supérieure).

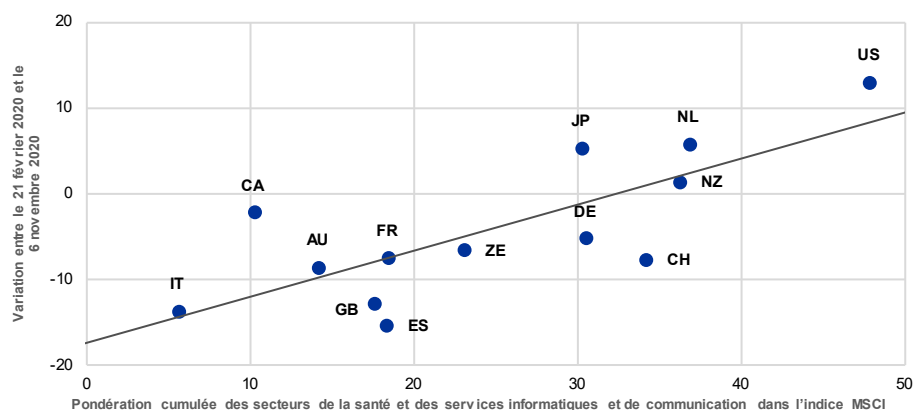
**Les annonces de mi-novembre concernant la mise au point de plusieurs vaccins semblent avoir inversé en partie cette stratégie d’investissement liée à la COVID.** Les nouvelles relatives à l’efficacité et à l’arrivée imminente de plusieurs vaccins ont entraîné une rotation au détriment des secteurs du marché boursier qui étaient jusqu’alors très dynamiques. Les pays dont les marchés actions accusaient un retard par rapport à la reprise, en partie parce qu’ils ont une part plus faible dans les secteurs qui ont bénéficié de la pandémie, ont davantage tiré profit des nouvelles concernant la mise au point d’un vaccin efficace (graphique A, partie inférieure).

## Graphique A

Les pays et les secteurs plus durement touchés par la pandémie ont davantage bénéficié des annonces relatives aux vaccins

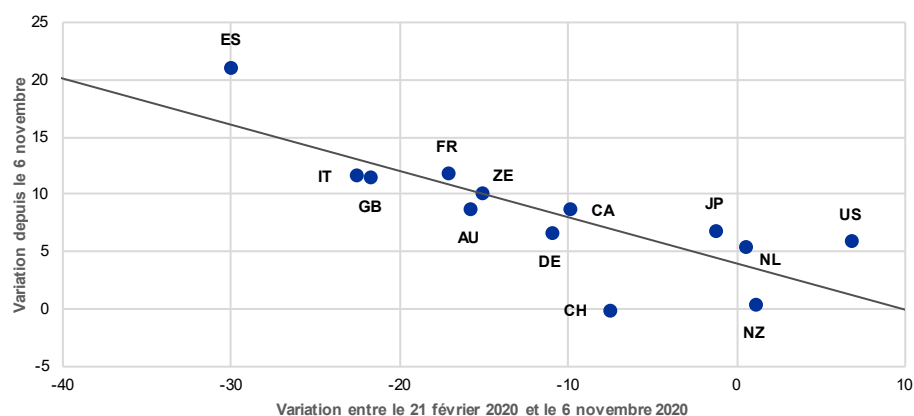
### Performance des marchés boursiers des économies avancées avant les nouvelles relatives aux vaccins

(en pourcentages)



### Après les nouvelles relatives aux vaccins

(en pourcentages)



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : La date du 21 février correspond au choc de la COVID-19. La date du 6 novembre correspond au jour précédant l'annonce d'un premier vaccin efficace par Pfizer/BioNTech. Parts des secteurs à décembre 2019. La dernière observation se rapporte au 7 décembre 2020.

**Les annonces de novembre 2020 relatives aux vaccins n'étaient pas les premières nouvelles sur ce sujet ayant fortement influé sur la probabilité de livraison d'un vaccin à court terme.** Selon *Good Judgement*, qui mène une enquête auprès de « superprévisionnistes », la probabilité qu'un vaccin soit fourni la fin du premier trimestre 2021 a fortement augmenté durant l'été 2020 (cf. graphique B). Les espoirs de fourniture précoce d'un vaccin ont subi un revers en septembre, ce qui a généré une certaine volatilité de l'indicateur de probabilité.

## Graphique B

Les nouvelles antérieures relatives aux vaccins ont également eu une incidence sur la probabilité de fourniture à court terme d'un vaccin

### Probabilité de fourniture d'un vaccin au premier et au troisième trimestre 2021

(en pourcentages)



Source : Good Judgement.

Notes : (1) Approbation d'un vaccin en Russie, (2) Dernière phase de tests Pfizer/BioNTech, (3) Annonce d'une procédure accélérée par la Food and Drug Administration aux États-Unis, (4) Essai AstraZeneca suspendu, (5) Pfizer/BioNTech annoncent un vaccin. La dernière observation se rapporte au 7 décembre 2020.

### Le présent encadré évalue comment la confiance dans la probabilité de fourniture d'un vaccin a affecté une large gamme d'actifs financiers.

Des projections locales sont utilisées pour estimer l'impact des nouvelles relatives au vaccin entre avril et mi-novembre 2020 sur différents compartiments de marché, secteurs et pays. La variable de choc est définie par la différence première de la probabilité de livraison d'un vaccin au premier trimestre 2021 aux principales dates événements concernant le vaccin. Les événements sont identifiés sur une base narrative<sup>14</sup>. Les variables de contrôle incluent des nouvelles macroéconomiques antérieures, la politique monétaire et les tensions sur les marchés.

### Les résultats économétriques suggèrent que les secteurs des marchés boursiers les plus durement touchés par la pandémie sont ceux qui ont bénéficié le plus des nouvelles positives concernant les vaccins.

Cela se vérifie si l'on examine les secteurs du transport aérien et de l'énergie aux États-Unis et dans la zone euro, et également en évaluant l'impact des indices dits faiblement dynamiques (*low momentum*), tels que le *Dow Jones Low Momentum Index* qui inclut les 200 entreprises américaines classées comme ayant eu les rendements les plus faibles au cours de l'année précédente (cf. graphique C). En termes quantitatifs, les résultats indiquent qu'une augmentation de 10 points de pourcentage de la probabilité d'une fourniture précoce d'un vaccin a entraîné une hausse de 5 % des actions des compagnies aériennes de la zone euro.

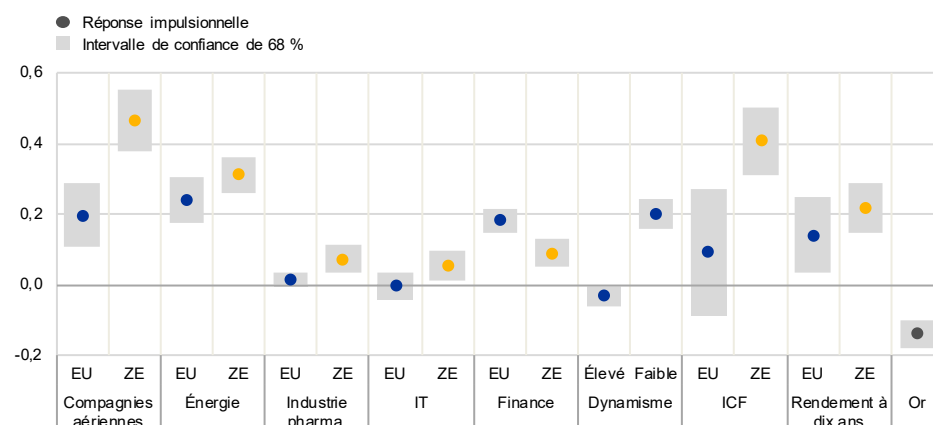
<sup>14</sup> Tous les événements qui représentent des progrès/des contretemps dans la mise au point d'un vaccin ou des changements importants dans les cadres institutionnels pertinents sont sélectionnés.

## Graphique C

Les secteurs faiblement dynamiques ont enregistré de meilleurs résultats

Réactions cumulées sur trois jours ouvrés à une augmentation de 1 point de pourcentage de la probabilité d'une livraison de vaccin au premier trimestre 2021 aux États-Unis et dans la zone euro

(pourcentages/points de base)



Sources : Bloomberg, *Good Judgement* et calculs des services de la BCE.

Notes : Variation des rendements à dix ans en points de base. Le rendement des obligations pour la zone euro (ZE) correspond au *Bund* à dix ans. Une hausse de l'Indice des conditions financières (ICF), en points d'indice, représente un assouplissement, tandis qu'une baisse correspond à un durcissement. Toutes les autres variables sont exprimées en pourcentage. La dernière observation se rapporte au 7 décembre 2020.

**En revanche, les secteurs des marchés boursiers qui ont bénéficié de la pandémie ont eu tendance à enregistrer des performances inférieures en réponse aux hausses de la probabilité de disposer d'un vaccin à court terme.**

L'impact des nouvelles relatives aux vaccins sur les secteurs qui avaient tiré la reprise après le creux enregistré par le marché a été largement négligeable. Cela se vérifie en examinant les différents secteurs, le secteur informatique et le secteur pharmaceutique, ou bien en regardant les indices boursiers à dynamisme élevé (*high momentum*). Le fait que les prix des actions de ces secteurs n'aient pas baissé suggère également que les nouvelles optimistes relatives aux vaccins ont eu au total un effet positif.

**La zone euro semble avoir bénéficié de manière disproportionnée des nouvelles positives concernant les vaccins.** Dans la plupart des secteurs, notamment les secteurs de l'énergie et du transport aérien, le secteur pharmaceutique et celui de la technologie, les prix des actions de la zone euro ont enregistré, d'après les estimations, une plus forte hausse que leurs équivalents américains, en réponse aux événements positifs liés aux vaccins. Cela peut refléter le fait que les économies dans lesquelles les marchés des actifs risqués ont été plus durement touchés par la pandémie devraient bénéficier davantage d'un vaccin.

**En dépit d'une hausse des rendements sans risque, les conditions financières ont eu tendance à s'assouplir.** Les taux sans risque à long terme ont augmenté en réaction aux nouvelles positives concernant les vaccins, suggérant que celles-ci avaient dopé le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial. Les conditions financières se sont toutefois assouplies dans l'ensemble, dans la mesure où la hausse des rendements n'a pas contrebalancé les impulsions à l'assouplissement

provenant des marchés boursiers et des autres actifs risqués. En cohérence avec l'impact plus fort sur les secteurs des marchés boursiers de la zone euro par rapport à leurs équivalents aux États-Unis, l'assouplissement des conditions financières a été plus marqué dans la zone euro, d'après les estimations.

**Globalement, les nouvelles positives concernant l'arrivée, l'efficacité et le nombre des vaccins ont dopé les actifs risqués et assoupli les conditions financières, laissant penser que les investisseurs sont devenus plus désireux de faire abstraction des défis à court terme posés par la pandémie.** Dans le même temps, les résultats suggèrent également que tout contretemps dans la mise au point ou la livraison du vaccin peut avoir des conséquences économiquement significatives pour les marchés financiers mondiaux.

### 3 Impact économique de la pandémie – les facteurs à l’origine des différences régionales

Philipp Meinen et Roberta Serafini

**Le présent encadré examine les facteurs qui sont à l’origine des différences régionales observées au sein des pays concernant l’impact économique du coronavirus (COVID-19) dans les quatre principales économies de la zone euro durant la phase initiale de la pandémie.** Plus précisément, le rôle de la structure sectorielle et des relations commerciales est analysé pour expliquer les différences en termes d’impact économique de la COVID-19 sur les régions à l’intérieur de ces pays.

**Durant la première phase de la pandémie, l’impact économique de la crise s’est manifesté par de graves perturbations des marchés du travail, affectant les marchés du travail locaux à des degrés divers.** Le nombre de salariés au chômage partiel, l’un des principaux outils utilisés pour limiter les licenciements, a très fortement augmenté en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne lors de la première vague de la pandémie de COVID-19 <sup>15</sup>. Ces hausses ont été caractérisées par des variations régionales importantes, qui ne correspondaient pas complètement à la répartition géographique de la maladie au sein des pays (cf. graphique A), d’où la nécessité d’identifier les autres facteurs à l’œuvre.

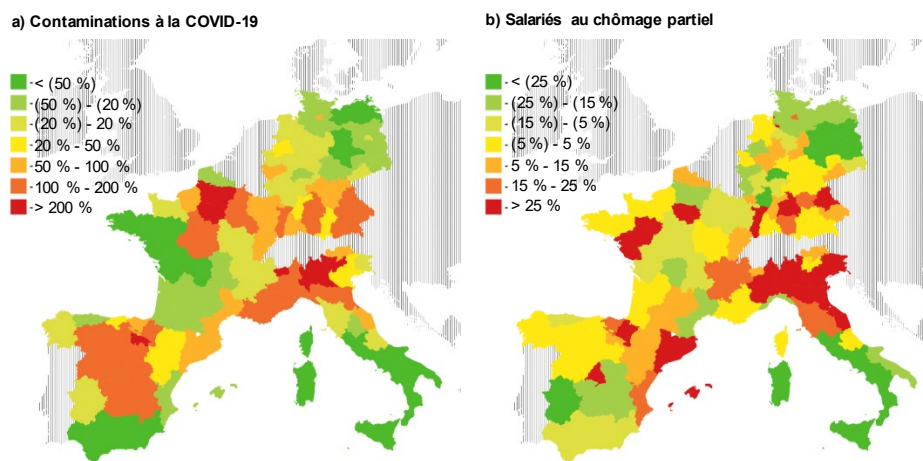
---

<sup>15</sup> Pour plus de précisions concernant les dispositifs de chômage partiel, cf. l’encadré intitulé « Une évaluation préliminaire de l’impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

## Graphique A

### Variation au sein des pays du nombre de salariés au chômage partiel et de contaminations à la COVID-19

(écart par rapport à la médiane spécifique au pays)



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

Notes : Les valeurs se réfèrent aux chiffres (cumulés) de mars et avril en 2020. Les contaminations à la COVID-19 et les salariés bénéficiant de dispositifs de chômage partiel au niveau régional sont normalisés par la population régionale. Les régions sont définies selon le niveau NUTS 2 de la nomenclature des unités territoriales statistiques. Les dispositifs de chômage partiel se réfèrent à *Cassa Integrazione Guadagni* (Italie), *Expediente de Regulacion Temporal de Empleo* (Espagne), *Activité Partielle* (France) et *Kurzarbeit* (Allemagne).

### Le premier facteur pouvant éventuellement expliquer l'impact hétérogène de la COVID-19 sur les marchés du travail est l'interaction entre les mesures d'endiguement à l'échelle du pays et les structures sectorielles des différentes régions.

En particulier, les secteurs sont exposés aux restrictions gouvernementales à des degrés divers, selon les modalités permettant, par exemple, à la distanciation sociale d'être assurée sur le lieu de travail et/ou à l'activité professionnelle d'être effectuée à distance. Les activités sectorielles étant inégalement réparties selon les régions au sein d'un pays donné, le degré d'exposition de ces régions au choc de la COVID-19 diffère en conséquence. Afin d'étudier ce point de manière empirique, nous élaborons une mesure de l'exposition sectorielle des régions en combinant tout d'abord des données au niveau sectoriel relatives à l'exposition des salariés au virus sur leur lieu de travail <sup>16</sup> et à la capacité à effectuer des tâches à distance <sup>17</sup>, avant d'utiliser les taux régionaux d'emploi par secteur d'Eurostat pour agréger les données au niveau régional. En outre, nous calculons un indicateur de sévérité des mesures d'endiguement à l'échelle du pays en combinant les données relatives aux fermetures de lieux de travail, aux jauges maximales pour les rassemblements privés, aux décisions de confinement et aux restrictions de déplacement intérieur <sup>18</sup>.

<sup>16</sup> S'appuyant sur « *Documento tecnico sulla possibile rimodulazione delle misure di contenimento del contagio da SARS-CoV-2 nei luoghi di lavoro e strategie di impèzione* », INAIL, 2020.

<sup>17</sup> S'appuyant sur Dingel (J.) et Neiman (B.), « *How many jobs can be done at home?* », CEPR Discussion Papers, n° DP14584, avril 2020.

<sup>18</sup> S'appuyant sur Hale (T.), Angrist (N.), Cameron-Blake (E.), Hallas (L.), Kira (B.), Majumdar (S.), Petherick (A.), Phillips (T.), Tatlow (H.) et Webster (S.), « *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* », Blavatnik School of Government, 2020.

**Outre l'impact direct lié à sa structure sectorielle, les relations commerciales d'une région avec d'autres régions fortement exposées au choc de la COVID-19 pourraient également être une autre cause de difficultés économiques.**

En effet, les chaînes d'approvisionnement régionales peuvent représenter un puissant canal indirect de propagation de la crise, via le commerce international et via les interconnexions entre les régions à l'intérieur d'un même pays. Plus précisément, l'activité d'une région peut être affectée par un déficit d'approvisionnement en biens intermédiaires provenant d'autres régions durement touchées par le virus et/ou par une baisse de la demande d'exportations qui lui est adressée. Afin d'étudier ce point de manière empirique, nous élaborons des mesures de l'exposition liée au commerce régional en nous appuyant sur les tableaux interrégionaux d'entrées-sorties, qui permettent de prendre en compte les flux commerciaux à l'intérieur du pays et à l'international pour chaque région <sup>19</sup>.

**Les résultats de l'analyse empirique corroborent les hypothèses évoquées précédemment, ce qui montre que la propagation de l'épidémie ne suffit pas à expliquer les différences d'impact économique de la COVID-19 selon les régions, tandis que la structure sectorielle d'une région et ses relations commerciales jouent un rôle déterminant.** Nous utilisons un cadre de régression pour analyser comment les structures sectorielles et les relations commerciales expliquent l'hétérogénéité observée au sein même d'un pays s'agissant du nombre de personnes au chômage partiel dans les quatre principales économies de la zone euro (cf. tableau A). Premièrement, les résultats des colonnes 1 et 2 illustrent le fait que la variable de contrôle du nombre régional de cas de COVID-19 devient négligeable une fois que le PIB régional par habitant est pris en compte, ce qui indique que, durant la première vague de la pandémie, les régions ayant enregistré une forte incidence des cas de COVID-19 avaient des revenus moyens relativement élevés (par exemple les régions du nord de l'Italie, du sud de l'Allemagne et de Paris et Madrid). Deuxièmement, les résultats montrent que la structure sectorielle d'une région est un déterminant important des répercussions économiques de la COVID-19 : une région dont la mesure de l'exposition sectorielle est plus élevée d'un écart-type  $\sigma$ , en moyenne, 30 % de plus de salariés au chômage partiel (colonne 3). En outre, cet effet s'accroît avec la sévérité des mesures d'endiguement nationales (colonne 4). Enfin, les résultats suggèrent que les relations commerciales peuvent

<sup>19</sup> Nous mesurons l'exposition liée aux exportations en combinant les données relatives à la part de chaque région dans la production vendue à d'autres régions, à l'exposition sectorielle des autres régions et à la sévérité des mesures d'endiguement dans les pays où se situent les régions partenaires. L'exposition liée aux importations de biens intermédiaires est calculée sur la base des données relatives à la part de biens intermédiaires provenant d'autres régions dans la production totale de la région et l'exposition de ces autres régions au virus en raison de leur structure sectorielle et des mesures d'endiguement en vigueur. Il est à noter que nous opérons une distinction entre le commerce régional à l'intérieur d'un pays et le commerce international. Les tableaux interrégionaux d'entrées-sorties sont tirés de Thissen (M.), Ivanova (O.), Mandras (G.) et Husby (T.), « *European NUTS 2 regions: construction of interregional trade-linked Supply and Use tables with consistent transport flows* », JRC Working Papers on territorial Modeling and Analysis, n° 01/2019, Commission européenne, 2019.

représenter un canal indirect supplémentaire via lequel les perturbations liées au coronavirus affectent l'activité économique régionale (colonne 5) <sup>20</sup>.

### Tableau A

#### Facteurs à l'origine de l'hétérogénéité régionale du nombre de salariés au chômage partiel au sein des pays

(estimations du coefficient et erreurs types (entre parenthèses) ; variable dépendante : nombre régional de salariés bénéficiant des dispositifs de chômage partiel)

Variables explicatives	1	2	3	4	5
<b>Exposition sectorielle</b>			0,294*** (0,048)	0,270*** (0,044)	0,260*** (0,049)
<b>Exposition sectorielle × sévérité des mesures d'endiguement à l'échelle du pays</b>				0,138*** (0,038)	0,118*** (0,036)
<b>Exposition liée aux exportations : à l'intérieur du pays</b>					0,094** (0,046)
<b>Exposition liée aux exportations : à l'international</b>					-0,062 (0,045)
<b>Exposition liée aux importations de biens intermédiaires : à l'intérieur du pays</b>					-0,012 (0,046)
<b>Exposition liée aux importations de biens intermédiaires : à l'international</b>					0,104*** (0,028)
<b>Log (nombre de cas de COVID-19)</b>	0,147** (0,064)	0,018 (0,039)	0,039* (0,022)	0,031 (0,019)	0,027 (0,022)
<b>Log (population)</b>	0,902*** (0,059)	0,869*** (0,036)	0,874*** (0,022)	0,868*** (0,02)	0,859*** (0,051)
<b>Log (PIB par habitant)</b>		0,193*** (0,029)	0,148*** (0,024)	0,157*** (0,021)	0,152*** (0,024)
<b>Observations</b>	100	100	100	100	100
<b>Pseudo R2</b>	0,938	0,957	0,977	0,98	0,984
<b>Effets fixes pays</b>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Sources : Sources nationales ; INAIL, *op. cit.* ; Dingel et Neiman, *op. cit.* ; Eurostat, Enquête sur les forces de travail ; Hale *et al.*, *op. cit.* ; Thissen *et al.*, *op. cit.*

Notes : Le tableau présente des régressions de Poisson. La variable dépendante est le nombre cumulé de personnes au chômage partiel dans chacune des régions NUTS 2 en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne fin avril 2020. Toutes les variables varient selon les régions et sont normalisées pour obtenir une moyenne de zéro et un écart-type de un. Erreurs types robustes entre parenthèses : \*\*\* p < 0,01, \*\* p < 0,05, \* p < 0,1. Le pseudo R2 de McFadden est calculé comme 1-II(modèle)/II(modèle nul) où II se rapporte à la log-vraisemblance.

<sup>20</sup> D'une part, cela a trait à des insuffisances de la demande d'exportations adressée à une région, effet qui n'est présent que pour les exportations à l'intérieur du pays (cf. la variable « Exposition liée aux exportations : à l'intérieur du pays »). D'autre part, lorsqu'on examine le rôle des relations fournisseurs, le commerce international devient pertinent (cf. la variable « Exposition liée aux importations de biens intermédiaires à l'international »). Une analyse plus approfondie tend à indiquer que ce dernier effet est intégralement déterminé par le commerce international à l'intérieur des frontières de l'UE, ce qui met en évidence les vulnérabilités susceptibles d'apparaître en cas de perturbations des chaînes d'approvisionnement fortement intégrées de l'UE.

## L'analyse des risques fondée sur des modèles durant la pandémie : présentation du modèle ECB-BASIR

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès et Srečko Zimic

**L'interaction entre les fondamentaux épidémiologiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19), les politiques d'endiguement et la macroéconomie peut être évaluée en combinant un modèle macroéconomique avec un modèle épidémiologique.** Le modèle ECB-BASIR <sup>21</sup> est une extension du modèle ECB-BASE <sup>22</sup> qui prend en compte les caractéristiques spécifiques de la crise de la COVID-19 en combinant un modèle épidémiologique standard (modèle SIR) avec un modèle macroéconomique semi-structurel de grande taille. Un modèle SIR – modèle compartimental introduit par Kermack et McKendrick <sup>23</sup> – divise la population en groupes et, à l'aide d'équations différentielles, prédit la manière dont une maladie va se propager sur la base du nombre de personnes susceptibles d'être infectées, du nombre de personnes infectées et du nombre de personnes guéries ou décédées. Nous étendons ce modèle en y incorporant deux catégories supplémentaires : a) les individus placés en quarantaine et b) les personnes ayant été vaccinées (que l'on considère immunisées contre le virus). Nous partons du postulat que le comportement économique influera sur la transmission de la maladie (la baisse de la consommation et de l'activité professionnelle réduisant le risque de transmission de la maladie, par exemple), en établissant un canal allant du modèle macroéconomique vers le modèle épidémiologique à travers la sensibilité de la transmission à l'interaction économique entre les personnes. En sens inverse, le canal allant du modèle épidémiologique vers le modèle macroéconomique est établi en prenant comme hypothèse que différents groupes d'agents modélisés dans la composante épidémiologique ont des capacités à travailler, à consommer et à investir qui diffèrent. Par exemple, les agents contraints par les confinements peuvent consommer une partie seulement de ce que les agents non contraints consomment, les différences entre la consommation des agents contraints et celle des agents non contraints étant estimées à partir des données pour le premier et le deuxième trimestre 2020. Ces effets se propagent ensuite par le biais des liens macroéconomiques au sein du modèle.

**Dans ce contexte, l'interaction entre la sévérité des taux d'infection et les confinements imposés pour freiner la pandémie devient le principal déterminant de la dynamique macroéconomique.** Le taux d'infection dans le modèle est fondé sur plusieurs facteurs, l'un d'eux étant les mesures d'endiguement mises en œuvre (y compris les confinements). Les confinements <sup>24</sup> répondent à une règle de décision relative aux mesures d'endiguement qui repose sur l'hypothèse

<sup>21</sup> Cf. Angelini (E.), Damjanović (M.), Darracq Pariès (M.) et Zimic (S.), « *ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the Covid-19 pandemic* », *Working Paper Series*, n° 2431, BCE, juin 2020.

<sup>22</sup> Cf. Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre 2019.

<sup>23</sup> Cf. Kermack (W.O.) et McKendrick (A.G.), « *A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics* », *Proceedings of the Royal Society, Series A*, vol. 115, n° 772, août 1927, p. 700-721.

<sup>24</sup> La rigueur des confinements est estimée à l'aide des informations issues des *Rapports sur la mobilité de la communauté – COVID-19* de Google.

que les pouvoirs publics cherchent à éviter que les taux d'infection entraînent un nombre d'admissions à l'hôpital <sup>25</sup> supérieur à la capacité hospitalière, tout en minimisant les coûts économiques.

**Du fait de la nature unique du choc de la COVID-19, on peut difficilement utiliser l'analyse économétrique habituelle pour caractériser l'incertitude, ce qui nécessite de recourir à une analyse de scénario dédiée** <sup>26</sup>. Le modèle ECB-BASIR a été conçu précisément dans ce but. Dans l'analyse ci-après, par exemple, il est utilisé pour imaginer un scénario favorable, dans lequel une solution médicale à la pandémie (c'est-à-dire un vaccin) est mise en œuvre plus rapidement que prévu. Dans ce scénario (défini comme un écart par rapport à un scénario de référence équivalent à celui des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème), on prend comme hypothèse qu'une solution médicale efficace devient disponible à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2021, et non du second semestre de l'année, ce qui rapproche ce scénario du scénario clément envisagé dans les projections macroéconomiques de décembre 2020. Dans le modèle, cette mise en œuvre plus tôt que prévu d'un vaccin fait baisser le niveau d'incertitude des agents économiques <sup>27</sup> et entraîne un assouplissement des restrictions liées au confinement qui pèsent sur le comportement en matière de dépenses et sur la capacité productive.

**Comme le montre le graphique A, l'assouplissement des mesures d'endiguement résultant de la mise en œuvre plus tôt que prévu d'un vaccin entraîne un rebond en forme de V inversé de l'activité économique.** L'impact macroéconomique de ce scénario atteint un pic à 3,5 % du PIB au deuxième trimestre 2021, tandis que l'incidence globale sur l'inflation est relativement limitée (atteignant un pic juste au-dessous de 0,25 point de pourcentage en 2022). Le stimulus économique diminue rapidement au troisième trimestre 2021 et les effets expansionnistes s'atténuent encore en 2022 et 2023 (tout en demeurant relativement persistants cependant). Du côté nominal, la réponse de l'inflation s'atténue progressivement sur l'horizon de simulation mais, fin 2023, l'inflation demeure supérieure de 0,1 point de pourcentage à la prévision du scénario de référence. Globalement, l'effet inflationniste apparaît comme étant relativement limité comparé à l'ampleur du rebond de l'activité économique. Il s'agit d'une caractéristique essentielle de la dynamique macroéconomique résultant des mesures d'endiguement liées à la COVID-19, qui entraînent des profils d'ajustement

<sup>25</sup> Dans le modèle, les admissions dépassent la capacité hospitalière si elles sont supérieures à 88 % des admissions observées lors de la première vague au printemps 2020.

<sup>26</sup> En effet, depuis juin 2020, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont décrit des scénarios alternatifs autour de la projection de référence.

<sup>27</sup> Dans le modèle ECB-BASIR, les effets de l'incertitude liée à la pandémie sont estimés à l'aide de méthodes de projection locales pour la période allant du deuxième trimestre 2020 au quatrième trimestre 2022. On part de l'hypothèse que ces effets disparaissent un trimestre avant que le vaccin commence à être mis en œuvre de manière efficace.

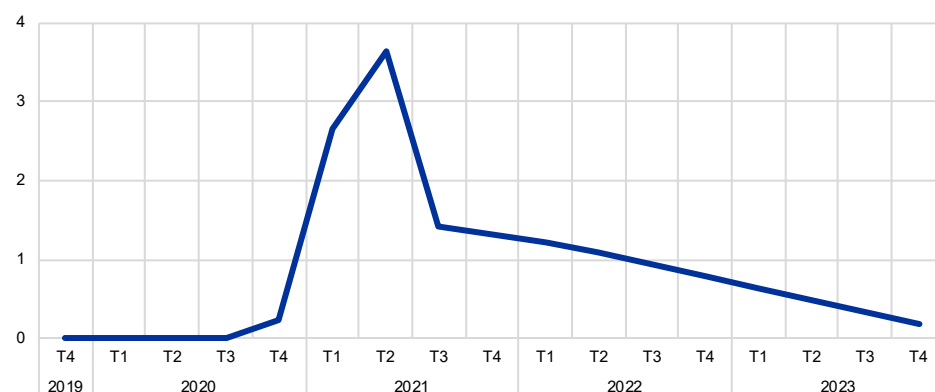
en V de l'économie réelle et influent à la fois sur l'offre et sur la demande sur les marchés des biens et services et du travail <sup>28</sup>.

## Graphique A

Implications macroéconomiques et financières de la mise en œuvre plus tôt que prévu d'un vaccin

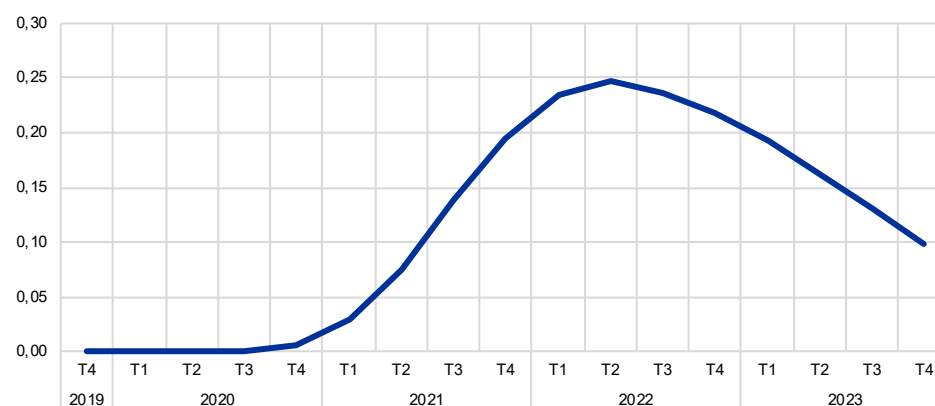
### a) PIB de la zone euro

(niveaux ; écart en pourcentage par rapport au scénario de référence)



### b) Hausse annuelle de l'IPCH

(niveaux ; écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)



Source : Calculs de la BCE.

**Outre une analyse de scénario sur la base d'un événement discret, le modèle ECB-BASIR peut également indiquer la distribution des risques, en couvrant l'ensemble des sources d'incertitude pertinentes.** En particulier, le modèle peut être utilisé pour évaluer une combinaison de facteurs de risques économiques et de de facteurs de risques liés à la pandémie. Le graphique B, par exemple, présente une mesure composite de la densité des risques qui combine a) l'incertitude historique standard telle qu'elle ressort des résidus du modèle, b) l'incertitude

<sup>28</sup> À titre d'analyse de sensibilité, on peut dérouler le même scénario en utilisant des canaux d'anticipation. Si les ménages et les entreprises anticipent pleinement la mise en œuvre plus tôt que prévu d'une solution médicale, les résultats macroéconomiques sont anticipés (notamment du côté nominal), mais sont également de courte durée, l'inflation retrouvant effectivement le niveau prévu dans le scénario de référence d'ici fin 2023.

concernant le calendrier et l'efficacité de la mise en œuvre d'un vaccin <sup>29</sup>, et c) l'incertitude relative aux fondamentaux de la pandémie (paramètres épidémiologiques estimés).

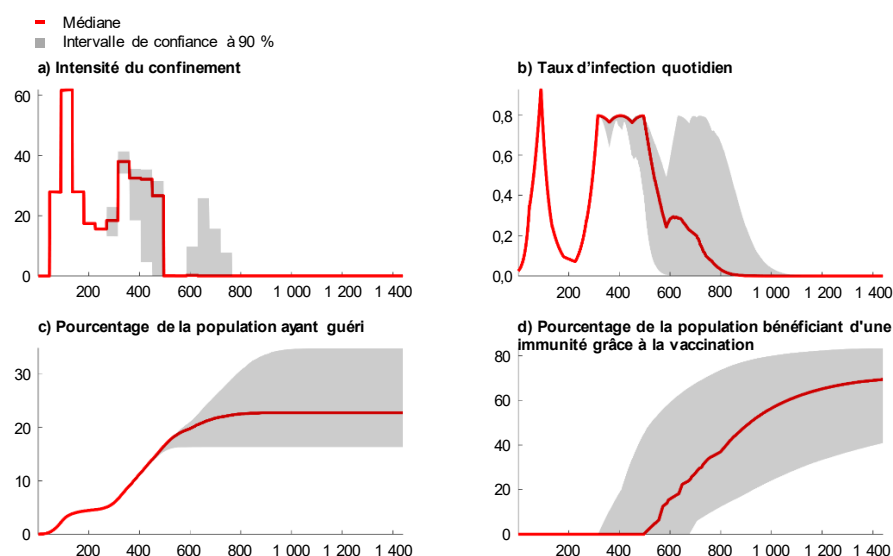
### Le pourcentage de la population qui sera vaccinée et l'éventualité d'une troisième vague sont d'importants facteurs de risques liés à la pandémie.

Dans la partie en bas à droite du graphique B, on observe que les différences en termes de calendrier et d'efficacité de la mise en œuvre d'un vaccin se traduisent par des différences en termes de pourcentage de personnes vaccinées dans la population. À court terme, le succès du programme de vaccination permet aux pouvoirs publics d'assouplir les confinements, comme on peut le voir dans la partie en haut à gauche du graphique B. À moyen terme, cependant, cela accroît la probabilité d'une troisième vague, ce qui se traduit par de plus grands risques à moyen terme du point de vue de la rigueur potentielle des mesures d'endiguement.

## Graphique B

### Incertitude entourant les évolutions liées à la pandémie

(axe des ordonnées : pourcentages ; axe des abscisses : nombre de jours après le 31 décembre 2019)



Source : Calculs de la BCE.

Note : Le taux d'infection quotidien indique le pourcentage de la population atteinte du virus un jour donné.

**S'agissant de la distribution des risques, les facteurs de risques liés à la pandémie évoqués précédemment sont tels que l'incertitude entourant les perspectives de croissance à court terme est significativement plus élevée que ne le suggèreraient les facteurs de risques économiques habituels.** Pour les besoins de cette analyse, nous avons pris comme hypothèse que les évolutions médianes liées à la pandémie dans le graphique B sont conformes au scénario de

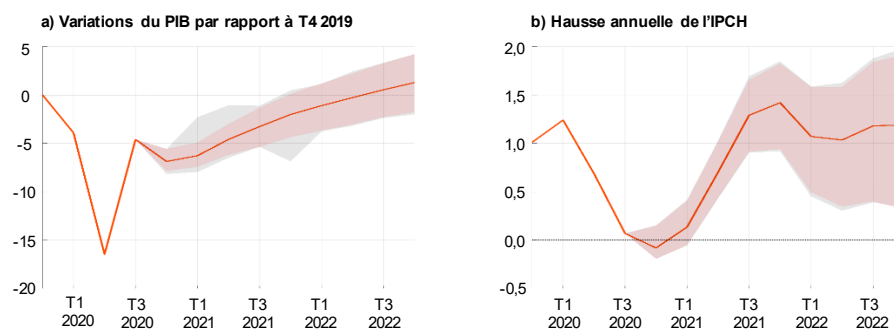
<sup>29</sup> Dans le cadre du modèle théorique, l'incertitude entourant le déploiement d'une stratégie de vaccination est représentée par la date de démarrage du processus de vaccination, en faisant l'hypothèse que les personnes vaccinées bénéficient d'une immunité immédiate. En pratique, le déploiement de vaccins est susceptible de prendre du temps, de sorte que le pourcentage de personnes immunisées dans le scénario médian fondé sur le modèle correspond *grosso modo* à une campagne de vaccination débutant au premier trimestre 2021.

référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Le graphique C présente les distributions de risques autour du scénario de référence des projections qui en résultent et qui sont établies soit a) à partir d'une combinaison de facteurs de risques liés à la pandémie et de facteurs de risques économiques, soit b) à partir des facteurs de risques économiques uniquement. Compte tenu de l'incertitude qui entoure la rigueur des mesures d'endiguement, une vaccination efficace et rapide pourrait entraîner un accroissement de presque 5 % du PIB au premier semestre 2021 et une augmentation d'environ 0,5 point de pourcentage de l'inflation fin 2021. Dans le même temps, cependant, la reprise pourrait être considérablement freinée en cas d'aggravation de la pandémie et de troisième vague. À plus long terme, le facteur dominant est l'incertitude fondée sur le modèle standard résultant des résidus historiques, plutôt que des évolutions liées à la pandémie.

### Graphique C

#### Incertitude entourant les évolutions macroéconomiques

(en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La zone ombrée rouge correspond aux seuls facteurs de risques économiques ; la zone ombrée grise correspond à la combinaison des facteurs de risques économiques et des facteurs de risques liés à la pandémie. L'ensemble des zones ombrées indique des intervalles de confiance à 90 %.

## 5 Problématiques de coûts et de propriété du logement dans la zone euro

Moreno Roma

### **Les coûts du logement représentent une part importante du budget des ménages.**

Les coûts du logement comprennent généralement les coûts des services collectifs (eau, électricité, gaz et chauffage), l'entretien, les loyers et les intérêts payés sur les prêts au logement, dont le total représentait un cinquième <sup>30</sup> environ des dépenses liées au revenu des ménages en 2019. Les variations de ces coûts sont étroitement liées aux évolutions du marché de l'immobilier résidentiel, comme les niveaux des loyers et les prix des logements, ainsi qu'aux remboursements de prêts immobiliers. En outre, les coûts du logement dépendent de caractéristiques structurelles, sur lesquelles cet encadré met l'accent, telles que le taux de propriétaires occupants ou certaines caractéristiques des ménages. Cela s'explique notamment par le fait que les locataires et les ménages moins aisés consacrent généralement une grande part de leurs revenus aux dépenses de logement. Dans ce contexte, le présent encadré examine certaines données qui contribuent à définir la charge des coûts du logement dans la zone euro et selon les différents types de ménages.

### **La charge des coûts du logement et la suroccupation tendent à être réparties de manière inégale entre les ménages.**

Un indicateur courant de la contrainte pesant sur les ménages est le taux de surcharge des coûts du logement, qui est le pourcentage de la population vivant dans un ménage où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible <sup>31</sup>. Dans la zone euro, environ 10 % des ménages ont subi une charge excessive en 2019 (cf. graphique A). Ce chiffre agrégé masque une hétérogénéité considérable entre les ménages : 24 % des locataires payant un loyer au prix du marché subissent une charge excessive, contre moins de 5 % des propriétaires non accédants (propriétaires sans endettement immobilier). Selon ce même indicateur, plus de 12 % des ménages citadins ont dépassé ce seuil en 2019, contre moins de 7 % dans les zones rurales. En outre, et sans surprise, environ un tiers des ménages du quintile inférieur de la distribution des revenus ont subi une charge excessive en 2019. De plus, le taux de surcoût du logement était élevé à la fois pour les ménages composés d'une seule personne et pour les ménages étrangers (plus de 20 %). Les ménages confrontés à un surcoût plus élevé (locataires, ménages à revenus plus faibles, citadins et étrangers), étaient apparemment aussi les plus susceptibles de vivre dans des logements surpeuplés (cf. graphique B). Enfin, le taux de surcoût varie considérablement selon les pays de la zone euro et, de manière générale, il semble être plus faible dans les pays où le taux de propriétaires occupants est plus élevé (cf. graphique C). Ces évolutions soulignent l'importance des choix et des caractéristiques des ménages s'agissant de la charge des coûts du logement.

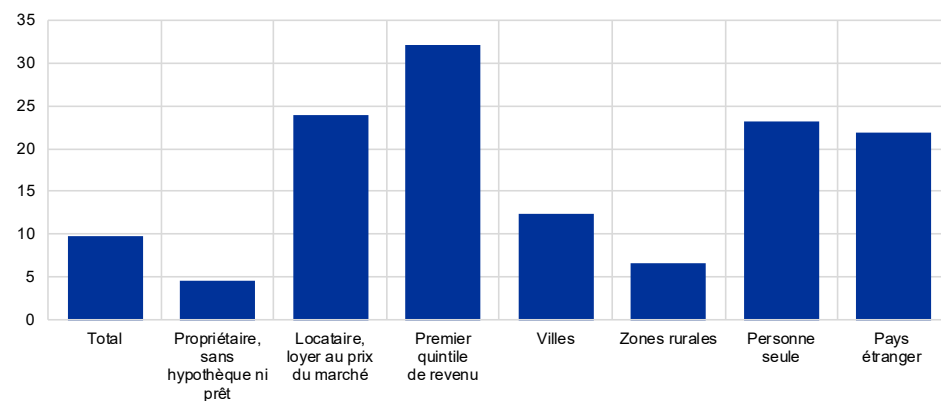
<sup>30</sup> Ces données incluent les loyers imputés.

<sup>31</sup> Les coûts du logement et le revenu disponible sont tous deux nets des allocations logement. Ils sont obtenus à partir de données individuelles basées sur les réponses des ménages aux enquêtes menées dans le cadre des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE). Pour plus de détails, cf. [Eurostat](#).

## Graphique A

### Taux de surcoût du logement dans la zone euro en 2019

(en pourcentage)



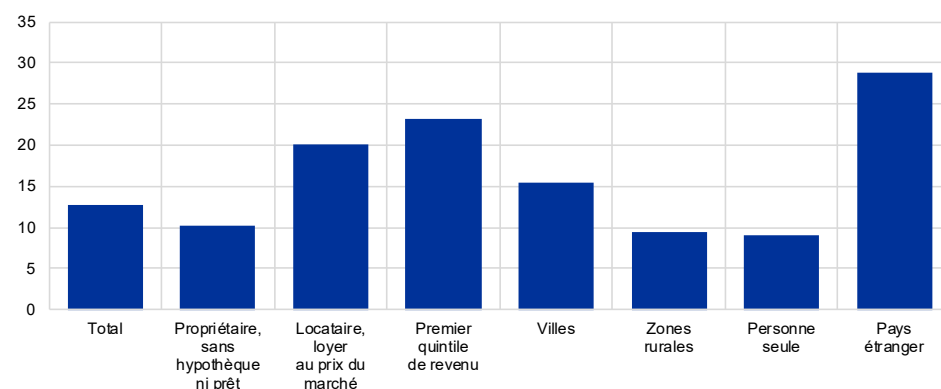
Source : SRCV-UE.

Notes : Répartition de la population dont les coûts de logement sont supérieurs à 40 % du revenu disponible. Pour « Pays étranger », les données se rapportent à la population âgée de 18 ans ou plus.

## Graphique B

### Taux de suroccupation des logements dans la zone euro en 2019

(en pourcentage)



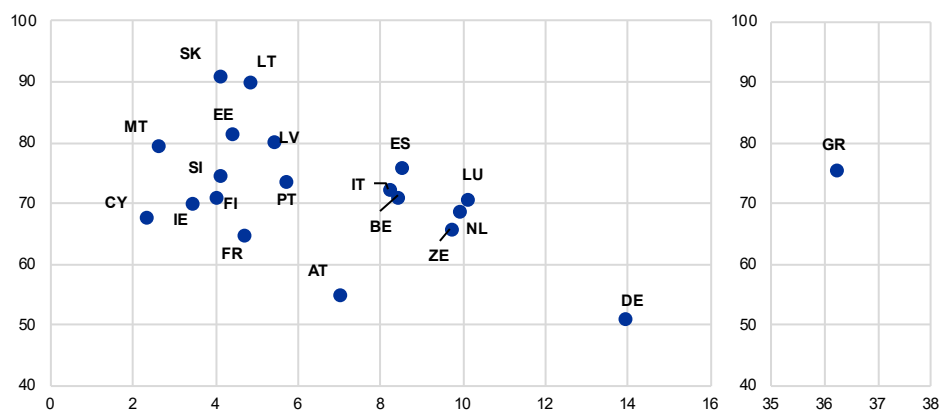
Source : SRCV-UE.

Notes : Le taux de suroccupation est défini comme le pourcentage de la population vivant dans un ménage surpeuplé qui ne dispose pas du nombre minimum de pièces suivant : (a) une pièce pour le ménage ; (b) une pièce par couple dans le ménage ; (c) une pièce pour chaque personne âgée de 18 ans ou plus ; (d) une pièce pour deux personnes seules du même sexe âgées de 12 à 17 ans ; (e) une pièce pour chaque personne âgée de 12 à 17 ans et non incluse dans la catégorie précédente ; et (f) une pièce pour deux enfants de moins de 12 ans. Pour « Pays étranger », les données se rapportent à la population âgée de 18 ans ou plus.

### Graphique C

Taux de surcoût du logement et taux de propriétaires occupants dans les pays de la zone euro

(axe des abscisses : taux de surcoût du logement ; axe des ordonnées : taux de propriétaires occupants ; en pourcentage)



Source : SRCV-UE.

Note : Les dernières observations se rapportent à 2019, à l'exception de l'Irlande, de la France, de l'Italie et de la Slovaquie, où elles se rapportent à 2018.

#### La relation entre propriété et coût du logement dépend des caractéristiques des ménages.

Près des deux tiers des ménages de la zone euro étaient propriétaires de leur logement en 2019, dont près de 39 % étaient propriétaires non accédants et 27 % avaient une hypothèque sur leur logement ou avaient contracté un prêt (cf. graphique D). En ce qui concerne les locataires, la grande majorité louent aux prix du marché et moins d'un tiers bénéficient d'un loyer réduit. Le régime d'occupation du logement est variable selon les ménages, avec des caractéristiques différentes. En ce qui concerne le revenu, les ménages dont le revenu est supérieur à 60 % du revenu médian (équivalent) sont majoritairement propriétaires et ceux dont le revenu est inférieur à ce seuil sont principalement locataires (cf. graphique E). En outre, le pourcentage des ménages composés d'une seule personne occupant des logements loués était supérieur à celui des propriétaires, alors que dans le cas des ménages composés de davantage de personnes, c'est le contraire qui se vérifie (cf. graphique F).

#### Des taux de propriétaires occupants plus élevés ne sont pas nécessairement bons ni mauvais.

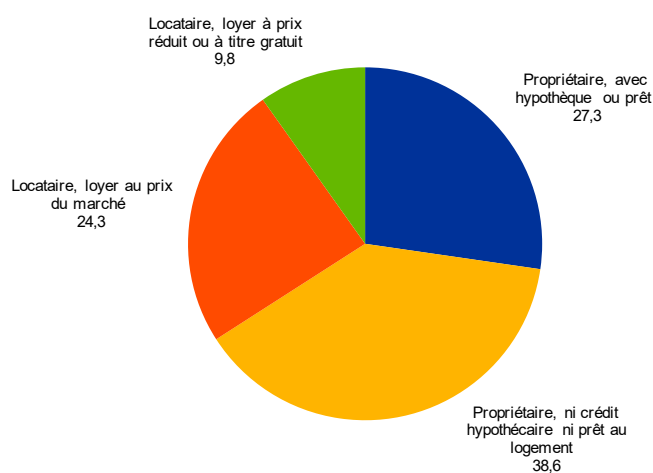
Une part plus importante de propriétaires occupants peut être associée à des résultats économiques positifs ou négatifs. Les propriétaires sont généralement moins affectés que les locataires par le coût du logement, en particulier lorsqu'ils n'ont pas d'hypothèque ou qu'ils ont des revenus élevés. En outre, des taux de propriétaires occupants plus élevés peuvent également être corrélés avec un plus grand sentiment d'appartenance à une communauté dans certains quartiers ou avec de meilleurs résultats scolaires pour les enfants. De plus, la propriété de son logement et le patrimoine immobilier qui y est associé sont répartis entre les ménages de manière plus égale que le patrimoine financier, comme les actions et les obligations. Ces avoirs sont généralement détenus par une part proportionnellement moindre de la population de la partie supérieure de la distribution du patrimoine, de sorte qu'un taux élevé de propriétaires occupants

pourrait avoir des effets bénéfiques en matière d'inégalité <sup>32</sup>. Toutefois, l'augmentation des taux de propriétaires occupants peut également être associée à une mobilité géographique réduite, susceptible de compromettre l'efficacité du marché du travail, ce qui freinerait la relocalisation des travailleurs dans des régions plus productives <sup>33</sup>. Une plus grande proportion de propriétaires occupants peut également être associée à un marché locatif moins développé <sup>34</sup>. En outre, un système fiscal favorable à la propriété de manière disproportionnée, par la déductibilité des intérêts et d'autres formes d'incitations fiscales associées, peut créer des distorsions.

### Graphique D

#### Régime d'occupation du logement dans la zone euro en 2019

(en pourcentage)



Source : SRCV-UE.

<sup>32</sup> Pour une discussion, cf. Causa (O.), Woloszko (N.) et Leite (D.), « *Housing wealth accumulation and wealth distribution: Evidence and stylised facts* », Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 1588, OCDE, Paris, décembre 2019.

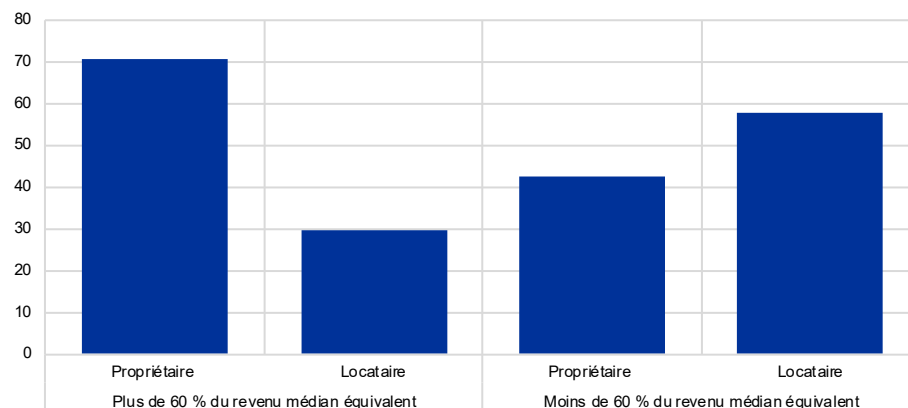
<sup>33</sup> Cf., par exemple, Barceló (C.), « *Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries* », *Working Papers*, n° 0603, Banco de España, février 2006.

<sup>34</sup> Pour une discussion, cf. Halket (J.), et Pignatti Morano di Custoza (M.), « *Homeownership and the scarcity of rentals* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, novembre 2015, p. 107-123.

### Graphique E

Régime d'occupation du logement dans la zone euro par caractéristique de revenu en 2019

(en pourcentage)

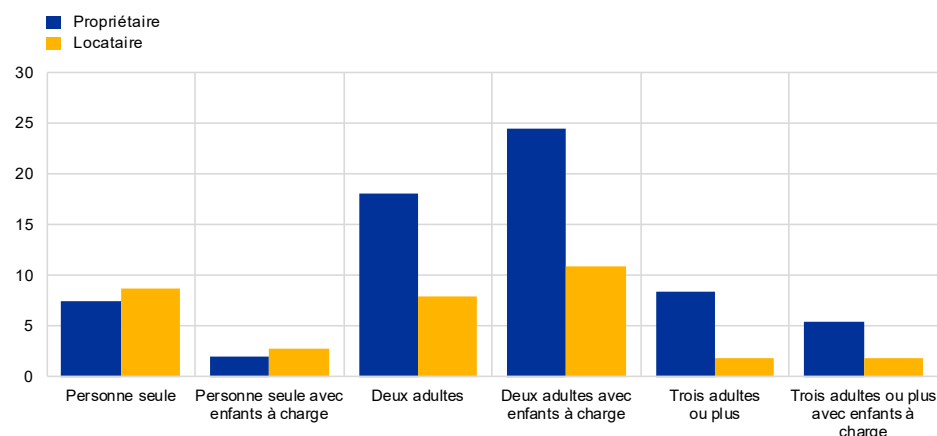


Source : SRCV-UE.

### Graphique F

Régime d'occupation du logement dans la zone euro par type de ménage en 2019

(en pourcentage)



Source : SRCV-UE.

**La crise actuelle du coronavirus (COVID-19) pourrait exacerber l'hétérogénéité de la charge des coûts du logement entre les ménages.** À plus long terme, les effets négatifs de la crise de la COVID-19 pourraient être particulièrement graves pour les ménages les plus défavorisés et aggraver les différences existantes, notamment celles liées à la charge des coûts du logement <sup>35</sup>. Cela est dû, par exemple, au fait que les coûts du logement font généralement preuve de résilience par rapport aux niveaux de revenu, ce qui constitue un défi chaque fois que le revenu est affecté négativement, comme dans le cas de la pandémie actuelle. Cela étant, l'incidence plus large à moyen terme de la crise de la COVID-19 sur le marché

<sup>35</sup> Cf. « *COVID-19: Protecting people and societies* », OCDE, 2020.

de l'immobilier résidentiel en matière de changements structurels et de choix des ménages ne pourra être observée qu'au fil du temps.

## Les prix des voyages pendant la pandémie de COVID-19 : existe-t-il des similitudes entre les pays et les postes concernés ?

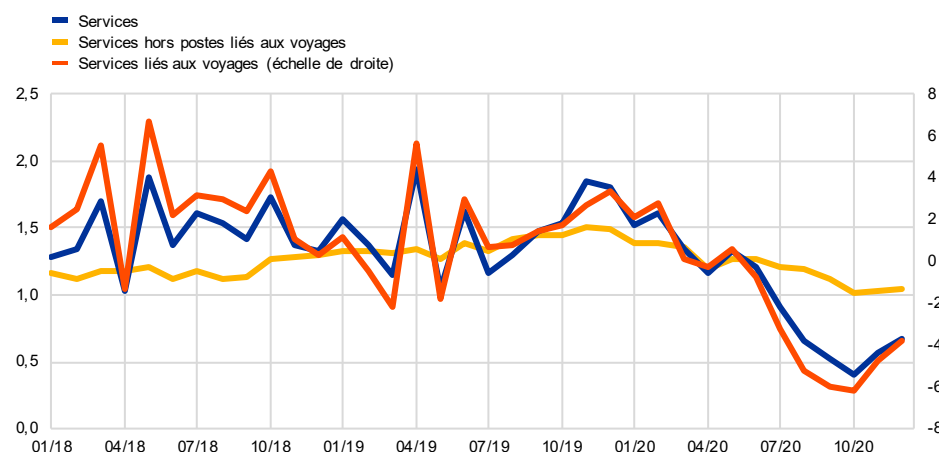
Eliza Lis et Jakob Nordeman

**Pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), les prix des postes liés aux voyages ont chuté dans la zone euro.** Concernant les services en général, l'indice des prix s'est récemment détérioré, atteignant un point bas en octobre 2020. Le principal facteur à l'origine de cette détérioration a été le net recul des prix des services liés aux voyages (qui recouvrent ici les voyages organisés, les services d'hébergement et le transport aérien de passagers), malgré un poids relativement modeste dans le poste services de l'IPCH (graphique A)<sup>36</sup>. Cela reflète probablement la nature des mesures d'endiguement et de confinement mises en place au sein de la zone euro<sup>37</sup>. L'impact des mesures de confinement sur l'inflation a été particulièrement visible dans les pays qui dépendent fortement du tourisme<sup>38</sup>. Le présent encadré analyse les éléments potentiellement communs des postes liés aux voyages qui, sous l'effet des confinements liés à la COVID-19, ont fait baisser les prix des services dans les différents pays de la zone euro.

### Graphique A

#### Évolution des prix des services et des prix des services hors postes liés aux voyages

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les postes liés aux voyages recouvrent (1) les voyages organisés, (2) les services d'hébergement et (3) le transport aérien de passagers.

<sup>36</sup> Les prix des voyages organisés sont enregistrés dans le pays où le voyage commence, même si la majeure partie du service sous-jacent peut être fournie dans le pays de destination du voyage. Cela étant, le prix du voyage organisé peut refléter l'évolution des prix de l'hébergement, des restaurants et d'autres services similaires dans le pays de destination.

<sup>37</sup> Il convient de garder à l'esprit que les confinements ont entraîné d'importantes modifications des profils de dépenses des consommateurs, qui ne sont pas encore reflétées dans les statistiques officielles relatives à l'inflation. Pour une analyse détaillée des modifications de la consommation des ménages qui résultent de la pandémie et de leurs conséquences sur l'inflation, cf. l'encadré intitulé « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

<sup>38</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

**La baisse des prix des services liés aux voyages dans la zone euro concerne l'ensemble des postes qui les composent (c'est-à-dire les voyages organisés, l'hébergement et le transport aérien de passagers)** <sup>39</sup>. La contraction des prix dans le secteur du transport aérien de passagers a apporté la plus forte contribution à la baisse totale (environ 45 %), suivie des services d'hébergement, tandis que les voyages organisés sont à l'origine de la plus faible contribution (cf. graphique B, partie a) <sup>40</sup>. Les postes liés aux voyages présentent généralement une forte saisonnalité, leurs prix atteignant un pic au cours des mois d'été. En 2020, les niveaux des prix des services d'hébergement et du transport aérien de passagers (par rapport à janvier) se sont établis, depuis l'été, au-dessous du niveau moyen relatif des années précédentes et ils ont été nettement inférieurs aux niveaux des prix observés en 2019 (cf. graphique B, partie b). De plus, le fort effet saisonnier haussier qui s'exerce habituellement sur les prix du transport aérien de passagers pendant l'été a été plus modéré à l'été 2020. Au total, ces évolutions indiquent que le niveau des prix des services d'hébergement et du transport aérien de passagers a baissé depuis le début de la pandémie.

---

<sup>39</sup> En 2020, les services liés aux voyages ont représenté environ 10 % du poids de l'IPCH relatif aux services dans la zone euro.

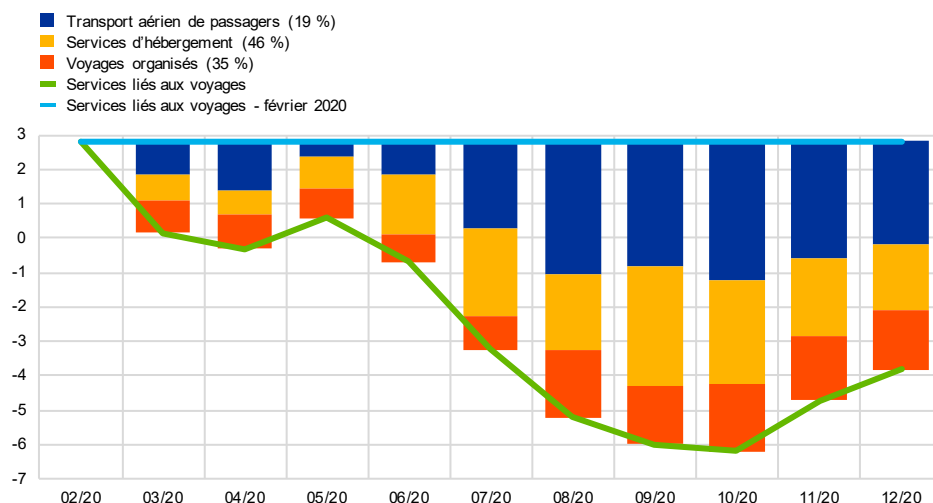
<sup>40</sup> Depuis février 2020, la variation des prix du transport aérien de passagers a fléchi d'environ 20 points de pourcentage, atteignant un point bas en octobre 2020. Sur la même période, la variation des prix des services d'hébergement a diminué d'environ 7,5 points de pourcentage, atteignant un point bas en septembre 2020. De même, la variation des prix des voyages organisés a baissé d'environ 5,5 points de pourcentage, atteignant un point bas en août 2020.

## Graphique B

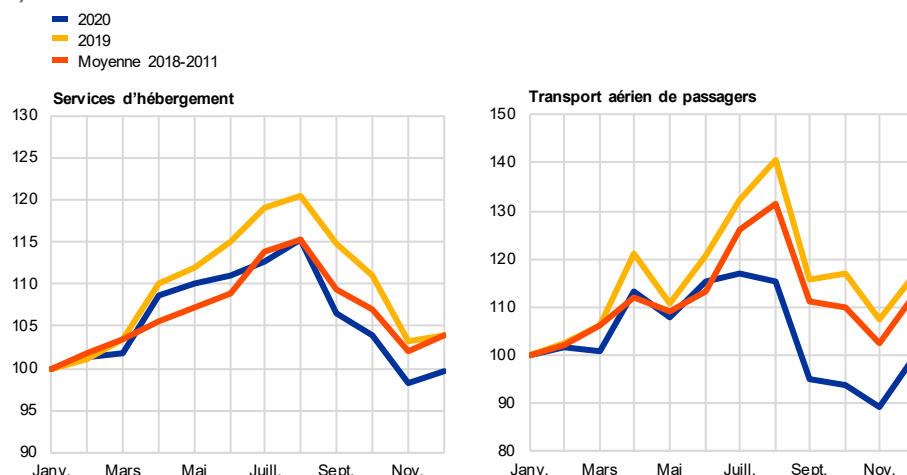
### Déterminants de la variation des prix des services liés aux voyages

(partie a : variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage par rapport à février 2020 ; partie b : indice, janvier = 100)

#### a) Contributions



#### b) Saisonnalité



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le poids des voyages organisés, des services d'hébergement et du transport aérien de passagers dans les services liés aux voyages est indiqué entre parenthèses dans la partie a. Les barres dans la partie a se rapportent aux contributions cumulées à l'évolution de la variation de l'IPCH relatif aux services liés aux voyages depuis février 2020, et la droite horizontale se rapporte à l'IPCH relatif aux services liés aux voyages à cette date.

**Globalement, la composante internationale des services liés aux voyages a été le principal facteur de la contraction historique des prix des services liés aux voyages (cf. graphique C). Ce phénomène est amplifié pour les voyages organisés et le transport aérien de passagers dans la mesure où le poids de la composante**

internationale <sup>41</sup> s'élève à 85 % environ pour la zone euro <sup>42</sup>. Par comparaison, le tourisme intérieur a relativement résisté dans de nombreux pays de la zone euro et le fléchissement des taux de variation annuels des prix des vacances et des vols intérieurs a été moins prononcé <sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Les prix des vols internationaux recouvrent les vols entre pays de la zone euro et les vols vers des pays hors zone euro. Les vols intérieurs incluent uniquement les vols au sein d'un pays de la zone euro.

<sup>42</sup> S'agissant des services d'hébergement, une ventilation plus granulaire inclurait (1) les hôtels, les motels, les auberges et les services d'hébergement comparables, (2) les centres de vacances, les campings, les auberges de jeunesse et les services d'hébergement comparables, ainsi que (3) les services d'hébergement proposés par d'autres établissements. Une ventilation de ce type n'établit pas de distinction entre les hôtes domestiques et les autres.

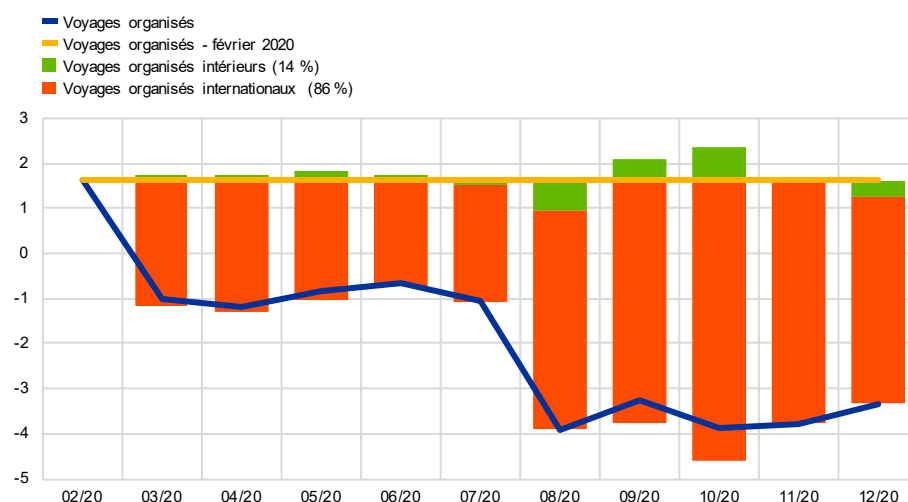
<sup>43</sup> La détérioration de la variation des prix des vols intérieurs s'est établie à environ 10 points de pourcentage entre février et juillet 2020, contre environ 20 points de pourcentage pour les vols internationaux. Les taux de variation des prix des voyages organisés intérieurs ont enregistré un creux en juillet et en août 2020, mais ils sont demeurés relativement résistants avant et après.

## Graphique C

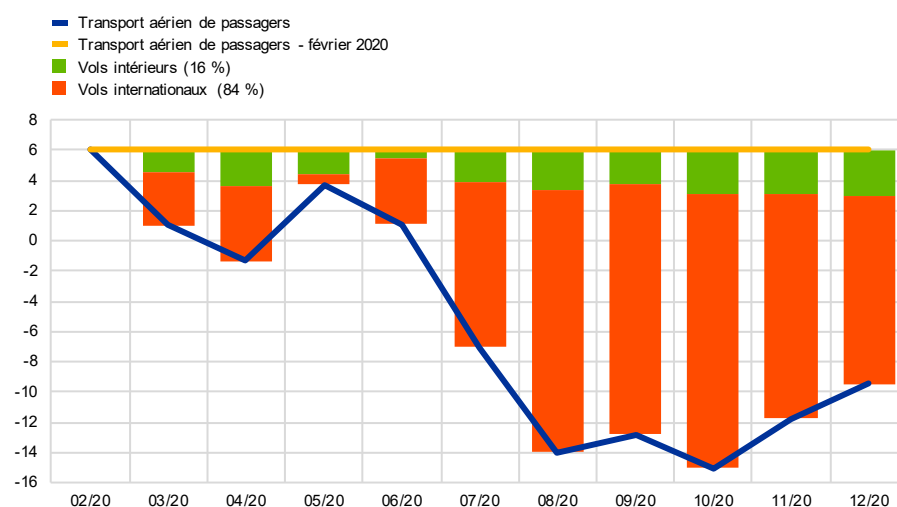
### Variation des prix des composantes internationale et intérieure des voyages organisés et du transport aérien de passagers

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

#### a) Voyages organisés



#### b) Transport aérien de passagers



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le poids respectif des composantes internationale et intérieure des voyages organisés et du transport aérien de passagers est indiqué entre parenthèses.

### Durant les confinements initiaux au deuxième trimestre 2020, la transmission aux prix des services liés aux voyages s'est effectuée avec un décalage <sup>44</sup>.

Différentes raisons expliquent le maintien à leur niveau initial des prix des services liés aux voyages. Premièrement, la distanciation sociale et les restrictions directes de la mobilité (et/ou indirectes via les exigences de quarantaine) impliquent que même si les entreprises avaient baissé leurs prix, la demande serait probablement restée faible ou nulle. Deuxièmement, les entreprises ont pu préférer décaler les modifications de prix jusqu'à la levée des restrictions afin d'éviter des coûts d'étiquetage supplémentaires. Troisièmement, les indices de prix publiés au

<sup>44</sup>. Cf. l'article 2 du présent *Bulletin*.

deuxième trimestre 2020 reposaient sur des degrés élevés d'imputation des prix et, par conséquent, ne rendaient probablement pas compte de l'impact économique négatif sous-jacent pendant cette période <sup>45</sup>. En revanche, les taux de variation des prix reflétaient généralement les évolutions des données passées depuis 2019. Une fois que ces effets se sont estompés, la faiblesse de la demande est apparue plus clairement au troisième trimestre 2020 <sup>46</sup>.

**Le récent mouvement haussier des taux de variation des prix des services liés aux voyages pourrait être affecté par une nouvelle augmentation des taux d'imputation.** De nombreux pays de la zone euro ont récemment réintroduit des mesures de confinement strictes, ce qui a entraîné une hausse de la part des imputations. Au quatrième trimestre 2020, les prix imputés étaient concentrés dans le secteur des services, avec une proportion d'imputations s'établissant à environ 20 % pour la zone euro. Durant ce trimestre, les indices relatifs aux voyages organisés et aux services d'hébergement dans la zone euro ont été qualifiés de non fiables <sup>47</sup>. De même que pour le confinement du deuxième trimestre 2020, les prix imputés et le report des révisions de prix par les entreprises pourraient ne pas refléter les pressions s'exerçant effectivement sur les prix.

**Tous les pays de la zone euro ont enregistré une baisse de la variation des prix des services liés aux voyages par rapport à leurs niveaux d'avant la pandémie (cf. graphique D).** Toutefois, il existe une certaine hétérogénéité entre les pays, liée à l'ampleur de la baisse et aux principaux postes contributeurs. Globalement, les pays habituellement exportateurs nets de services liés aux voyages ont également affiché la plus forte baisse de la variation des prix de ces services par rapport à février 2020 <sup>48</sup>. Dans tous les pays, ce sont les prix du transport aérien de passagers qui contribuent le plus fortement à la baisse de la variation des prix des services liés aux voyages. Si la variation des prix des services d'hébergement a aussi apporté une forte contribution dans de nombreux pays du sud de l'Europe, les voyages organisés ont représenté un facteur majeur de la baisse en Allemagne <sup>49</sup> et aux Pays-Bas <sup>50</sup>.

<sup>45</sup> S'agissant des services en général, la part des imputations a dépassé 40 % en avril 2020 pour l'ensemble de la zone euro. Dans certains pays de la zone, la part des imputations a été plus élevée, atteignant même 100 % pour certains services liés aux voyages.

<sup>46</sup> En dépit d'une baisse des taux d'imputation au troisième trimestre 2020, certains pays ont imputé des taux pour les postes liés aux voyages. Par exemple, si l'on examine les grands pays de la zone euro, l'Allemagne a imputé les prix des transports de passagers tout au long du troisième trimestre 2020 et l'Italie, en juillet et en août 2020.

<sup>47</sup> Les données relatives au transport aérien de passagers ont été qualifiées de non fiables dans certains États membres de l'UE, mais pas à l'échelle de la zone euro.

<sup>48</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

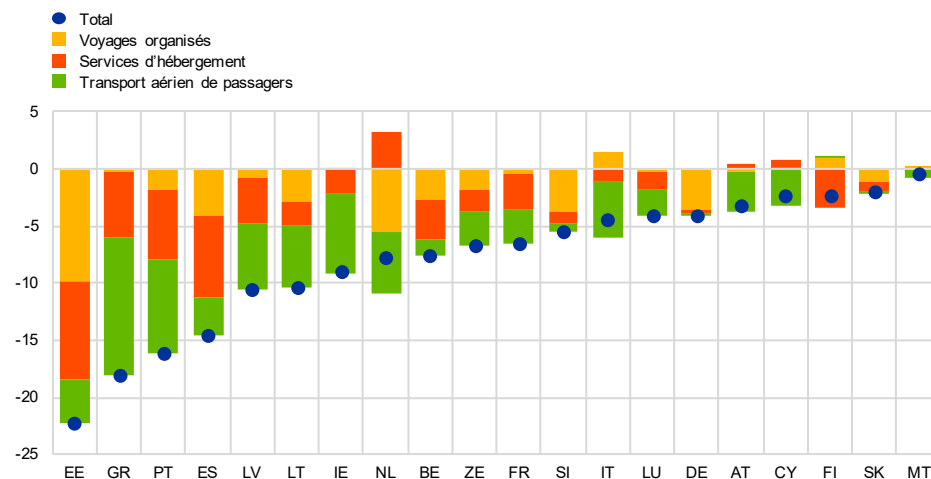
<sup>49</sup> En Allemagne, une partie de l'impact est aussi due à la réduction du taux de TVA mise en place en juillet 2020.

<sup>50</sup> Du point de vue méthodologique, le poste *voyages organisés* a un poids prépondérant, principalement en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas, lorsqu'on examine les cinq principaux pays de la zone euro.

## Graphique D

### Évolution de la variation des prix des services liés aux voyages dans les différents pays de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

### À plus long terme, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation dans le secteur des services liés aux voyages s'est accrue. Tandis que,

progressivement, des mesures de confinement ont été de nouveau imposées, les campagnes de vaccination ont commencé dans l'ensemble de la zone euro. Si les confinements se durcissent, la part des imputations augmentera probablement pour les postes liés aux voyages. Les entreprises pourraient freiner les modifications de prix, la demande étant plutôt inélastique aux variations de prix dans les circonstances actuelles. Ces facteurs pourraient entraver l'interprétation des tensions effectives sur les prix. Une fois les mesures de confinement à nouveau levées, les entreprises reprendront le jeu normal des ajustements de prix, mais leur taille et leur nature dépendront des conditions de la demande et de l'offre qui prévaudront. Globalement, les perspectives d'inflation dans le secteur des services liés aux voyages demeurent incertaines, des risques pouvant se matérialiser à la hausse comme à la baisse en fonction de la propagation de la pandémie de COVID-19.

# Articles

## 1 Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières

Catherine Elding, Richard Morris et Michal Slavik

Dans le cadre de la collecte d'informations sur les perspectives relatives à l'activité économique et aux prix, la BCE maintient des contacts réguliers avec des sociétés non financières. Cette veille économique s'est structurée au fil du temps et se révèle particulièrement utile dans des périodes exceptionnelles telles que la pandémie de coronavirus (COVID-19). Pour cette raison, à compter du présent *Bulletin économique*, la BCE fournira une synthèse des principaux résultats de ces contacts avec les grandes entreprises de la zone euro. Cet article explique comment ces interactions contribuent à l'analyse économique de la BCE et la façon dont elles sont organisées et synthétisées. Les principaux résultats des derniers échanges avec les sociétés, qui ont eu lieu début janvier 2021, sont résumés dans l'encadré 1.

### 1 Introduction

**Comme beaucoup de banques centrales, la BCE maintient des contacts réguliers avec la sphère non financière.** Ces contacts prennent principalement la forme d'appels téléphoniques réguliers entre les services de la BCE et les grandes sociétés non financières. Ces échanges sont un moyen de collecter des informations sur l'état de l'économie en soutien de la politique monétaire de la BCE. Des contacts de haut niveau sont également établis sous l'égide du Dialogue avec le secteur des entreprises non financières (*Non-Financial Business Sector Dialogue*, NFBDS) <sup>51</sup>. De plus, des enquêtes ponctuelles sont menées sur des sujets spécifiques sur lesquels les chefs d'entreprise peuvent fournir un éclairage particulier, comme récemment une courte enquête portant sur les effets à long terme de la pandémie de COVID-19 <sup>52</sup>.

### 2 Comment les contacts avec les sociétés non financières contribuent à l'analyse économique de la BCE

**Les contacts que la BCE entretient avec les sociétés non financières fournissent des informations en temps réel sur l'état de l'économie.**

Ces informations facilitent l'anticipation de tendances susceptibles de n'apparaître qu'avec retard dans les données économiques. Ces échanges sont également un

<sup>51</sup> Le NFBDS est l'un des trois dialogues de haut niveau. Les deux autres sont le Dialogue au sein du secteur bancaire (*Banking Industry Dialogue*) et le Dialogue avec les investisseurs institutionnels (*Institutional Investor Dialogue*). Le programme et la synthèse des réunions du NFBDS sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

<sup>52</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Les effets à long terme de la pandémie : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

moyen de collecter des informations qualitatives visant à compléter les données quantitatives tirées d'enquêtes et les statistiques. La BCE utilise largement les enquêtes telles que l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) et l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, qui fournissent une évaluation instructive et en temps opportun des mouvements de l'activité économique et des anticipations. Toutefois, ces enquêtes étant fondées sur des questions fermées, elles fournissent principalement des indicateurs quantitatifs. De plus, les informations qualitatives qui facilitent l'interprétation de ces indicateurs peuvent être limitées <sup>53</sup>. Les contacts de la BCE avec les sociétés non financières permettent de « regarder ce qu'il y a derrière les chiffres » et de comprendre les déterminants à l'origine des tendances économiques, tant présentes qu'anticipées.

**Le contact est maintenu par téléphone, moyen efficace de collecter des informations à partir d'un ensemble de questions ouvertes.** Ces échanges constituent l'Enquête téléphonique auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*). Les entretiens commencent généralement en demandant aux participants de fournir une évaluation initiale globale de l'activité, des prix, des coûts et de l'emploi dans leur secteur, ainsi que leurs prévisions d'évolution de ces indicateurs. L'accent est ensuite mis sur ce qui détermine ces évolutions, sur la base, par exemple, de la performance des différents segments de l'activité. Le contenu exact de ces entretiens est strictement confidentiel. Afin de protéger la confidentialité, seule l'équipe réduite d'économistes qui travaille sur l'enquête a accès aux informations permettant d'identifier individuellement les sociétés. Toute communication des résultats est anonymisée afin qu'aucun chiffre ou déclaration ne puisse être attribué à une personne ou à une société en particulier.

**Pour des raisons d'efficacité et de traçabilité, les sociétés contactées régulièrement sont en général des entités de grande taille, dont les opérations couvrent pour la plupart l'ensemble de la zone euro ou d'importantes parties de la zone.** Beaucoup d'entre elles sont également actives à l'échelle mondiale. Cela permet d'obtenir une large couverture sectorielle et géographique à partir d'un nombre relativement restreint d'entretiens. Le contact est maintenu, autant que possible, avec les entreprises actives sur l'ensemble du secteur privé des sociétés non financières. L'objectif des entretiens est de comprendre les évolutions observées au niveau sectoriel. Toutefois, les informations qui en sont tirées ne se limitent pas aux secteurs dans lesquels la société opère. Une société détiendra généralement des informations contribuant à la compréhension de l'évolution d'autres secteurs que le sien, dans la mesure où ses clients et ses fournisseurs peuvent intervenir dans différents secteurs. Rassembler les informations reçues de contacts issus de différents secteurs et examiner les interconnexions entre ces informations contribue à la compréhension de l'évolution de l'ensemble de l'économie.

**Le dialogue entre la BCE et les sociétés non financières est comparable aux activités de collecte d'informations menées par d'autres banques centrales.**

<sup>53</sup> Une question fermée est une question pour laquelle les participants se voient proposer plusieurs choix possibles pour indiquer dans quelle direction évolue une variable particulière sur une période de référence donnée. Sauf disposition contraire, une question fermée ne permet pas de donner des explications.

Le tableau 1 fournit une vue d'ensemble de certains des exercices de collecte d'informations économiques les plus connus réalisés par d'autres banques centrales en dehors de la zone euro. Si, par le nombre de sociétés contactées, le dialogue mis en place par la BCE est de taille comparativement réduite, d'autres banques centrales ont adopté la fréquence trimestrielle de ses contacts réguliers. Une différence majeure tient au fait que les contacts de la BCE sont basés sur des entretiens téléphoniques, alors que pour la plupart des autres banques centrales, des agents régionaux mènent des entretiens sur place, en face à face. Toutefois, l'approche retenue par la Riksbank ressemble beaucoup à celle de la BCE dans la mesure où les économistes de la Sveriges Riksbank réalisent des entretiens avec un nombre relativement restreint de grandes entreprises.

**Les contacts avec les entreprises sont particulièrement utiles pour comprendre et anticiper les évolutions sectorielles qui pourraient sans cela être mal comprises.**

La réaction de l'activité dans le secteur automobile à l'introduction, à l'automne 2018, de nouvelles normes de tests (procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers, WLTP) en constitue un bon exemple. L'introduction de ces nouvelles normes s'est traduite par un creux de la production automobile suffisamment important pour provoquer un net ralentissement de la croissance du PIB. L'effet de ces nouvelles normes sur l'activité économique n'a pas été correctement pris en compte par l'enquête PMI ni par l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, mais a été signalée quelques mois à l'avance par les contacts de la BCE dans le secteur automobile. Plus généralement, les contacts dans les entreprises se révèlent très utiles pour comprendre dans quelle mesure les évolutions d'un secteur ou d'une zone géographique spécifiques sont affectées par des modifications de la réglementation, des catastrophes naturelles ou provoquées par l'homme, des manifestations, des grèves ou des profils de vacances inhabituels, entre autres. Cela peut aider les économistes à déterminer si les variations des données économiques sont temporaires ou durables.

**Tableau 1****Collectes d'informations qualitatives menées par une sélection de banques centrales**

**Contacts établis avec des sociétés par la BCE et d'autres banques centrales : une comparaison**

Banque centrale	Nom	Fréquence	Nombre de sociétés contactées	Brève description
<b>BCE</b>	Enquête téléphonique auprès des entreprises	Trimestrielle	50-70	Les économistes de la BCE mènent des entretiens téléphoniques avec des contacts de haut niveau dans de grandes sociétés non financières afin de collecter des informations sur les tendances économiques actuelles et futures.
<b>Système de Réserve fédérale des États-Unis</b>	Livre beige	Huit fois par an	Inconnu	Le Livre beige présente une synthèse des conditions économiques dans 12 districts de la Réserve fédérale, sur la base d'informations collectées auprès d'un large éventail de contacts dans les entreprises et la population, via diverses méthodes tant formelles qu'informelles.
<b>Banque d'Angleterre</b>	Synthèse des conditions des affaires établie par les agents	Trimestrielle	Supérieur à 700	Des agents de la Banque d'Angleterre, qui opèrent dans 12 agences régionales, mènent des entretiens privés avec des entreprises de leur zone, qui leur permettent de rassembler des informations sur l'ensemble des secteurs de l'économie. Ils réalisent également des évaluations quantitatives qui montrent l'évolution de différents aspects de l'économie sur une échelle de - 5 à + 5.
<b>Banque nationale suisse</b>	Signaux conjoncturels	Trimestrielle	240	Les délégués de la Banque nationale suisse pour les relations économiques régionales mènent des entretiens avec des chefs d'entreprises, dont les principaux résultats sont publiés dans le rapport sur les Signaux conjoncturels. Les délégués notent une partie des informations qualitatives reçues sur une échelle de - 2 à + 2.
<b>Sveriges Riksbank</b>	Enquête auprès des entreprises	Trois fois par an	30-45	Les économistes de la Sveriges Riksbank interrogent régulièrement les plus grandes entreprises de l'industrie, de la construction, du commerce et de certains segments du secteur des services. Les résultats des entretiens sont publiés dans l'enquête de la Riksbank auprès des entreprises.
<b>Norges Bank</b>	Rapport sur le réseau régional	Trimestrielle	Supérieur à 300	Chaque trimestre, la Norges Bank interroge les cadres de plus de 300 entreprises et organisations sur les évolutions économiques récentes et les perspectives économiques.

Sources : À l'exception des informations relatives à la BCE, les descriptions s'appuient sur les informations disponibles sur les sites internet des banques centrales concernées.

### **L'évolution de la situation pendant la pandémie de COVID-19 souligne l'importance de maintenir le contact avec les entreprises.**

Bon nombre des entreprises avec lesquelles le contact est maintenu opèrent dans le monde entier, y compris en Chine. Ainsi, alors que l'impact du virus n'était pas encore visible en Europe, les économistes de la BCE ont pu s'entretenir de ses conséquences sur les chaînes d'approvisionnement mondiales avec des entreprises directement touchées. Lorsque la pandémie s'est propagée à l'Europe, il a été possible de discuter de la façon et de la mesure dans laquelle la production risquait d'être affectée. Les conditions extrêmes ayant perturbé les corrélations statistiques habituellement observées entre les indicateurs tirés d'enquêtes et le PIB, les contacts avec les entreprises ont permis aux économistes de combler les lacunes et d'évaluer rapidement de façon générale, mais raisonnablement exacte, l'ampleur de la contraction de l'activité en avril et la rapidité avec laquelle elle a rebondi en mai et en juin.

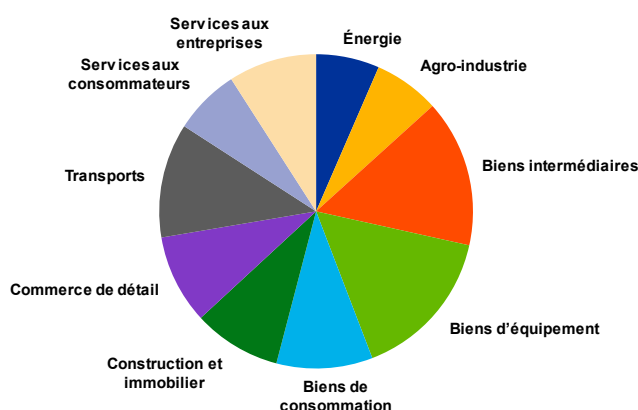
### 3 L'organisation des contacts de la BCE avec les sociétés non financières

**La BCE cherche à maintenir le contact avec environ 150 grandes entreprises et à s'entretenir avec 50 à 70 d'entre elles chaque trimestre.** La fréquence des échanges avec une entreprise dépend du type et de l'étendue de ses activités et, point essentiel, de la disponibilité des contacts au cours de la campagne d'enquête. Les contacts de la BCE se situent principalement au niveau du conseil d'administration. Les campagnes d'appels téléphoniques sont réalisées sur une période d'une à deux semaines, généralement au début des mois de janvier, avril, juillet et octobre, afin que les résultats nourrissent la préparation de la réunion du Conseil des gouverneurs qui a lieu plus tard au cours de ces mois. Les entretiens se concentrent généralement sur les évolutions observées au trimestre précédent et sur les perspectives pour le trimestre en cours et au-delà. En cas de besoin particulier, des contacts peuvent également être organisés à une moindre échelle à d'autres moments.

#### Graphique 1

##### Distribution des sociétés participantes par grands secteurs économiques

(part de l'ensemble des sociétés)



Notes : Le graphique présente la distribution par secteurs des sociétés contactées en 2020. La ventilation par secteur se rapporte à l'organisation de l'enquête et non aux secteurs utilisés à des fins de classement statistique. De nombreuses entreprises opèrent dans plus d'un secteur (par exemple, les producteurs de biens de consommation peuvent également avoir des points de vente au détail).

**La couverture sectorielle est large, malgré une surpondération du secteur manufacturier.** La ventilation moyenne, par secteur, des sociétés participantes pour 2020 est présentée dans le graphique 1. Par rapport à la structure effective de l'économie, on constate une légère surreprésentation du secteur manufacturier et une sous-représentation de certains segments du secteur des services. Cette divergence reflète la nature et l'organisation de ces secteurs. Le secteur manufacturier se compose de nombreuses grandes entreprises opérant dans plusieurs juridictions, tandis que le secteur des services se caractérise par une segmentation importante entre les marchés nationaux et une prédominance de petites entreprises. Un tel « biais » est donc difficile à éviter et est, plus généralement, caractéristique des enquêtes menées auprès des entreprises.

**Les entretiens sont guidés par des questions relatives à l'activité, aux prix et à l'emploi.** Les entretiens téléphoniques durent généralement de 20 à 30 minutes et sont basés sur un questionnaire globalement inchangé d'une campagne à l'autre. Plus précisément, quatre questions sont régulièrement posées.

1. Comment l'activité dans la zone euro (par exemple, la production, les ventes, les livraisons, les commandes...) a-t-elle évolué ces derniers mois dans votre secteur et quelles sont vos anticipations à court terme ? Quels sont les principaux facteurs sous-jacents de cette évaluation ?
2. Comment les prix dans votre secteur ont-ils évolué ces derniers mois et quelles sont vos anticipations à court terme ? Quelles sont les principaux déterminants de ces évolutions (par exemple, le coût des consommations intermédiaires, les pressions concurrentielles, etc.) ? En particulier, comment évaluez-vous les tensions s'exerçant sur le coût de la main d'œuvre ?
3. Merci de commenter les évolutions récentes et attendues de l'emploi dans votre secteur. Quels sont les principaux problèmes affectant l'emploi dans votre secteur actuellement ?
4. Y-a-t-il d'autres sujets sur lesquels vous souhaiteriez attirer l'attention des autorités de la BCE ?

La dernière question offre la possibilité aux contacts de mettre en avant des questions pouvant constituer des sujets de préoccupation pour eux, liées, par exemple, au fonctionnement des marchés financiers, ou aux effets de la politique menée par la BCE ou des politiques économiques au sens large. Ces questions contribuent aux décisions de la BCE et au dialogue qu'elle entretient avec les autres institutions internationales et de l'UE ainsi qu'avec les partenaires sociaux.

## **Encadré 1**

### **Principales conclusions tirées des contacts de la BCE avec les sociétés non financières (janvier 2021)**

---

Eduardo Maqui, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants des principales sociétés non financières dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 4 et le 11 janvier 2021.

#### **Les sociétés contactées ont fait état de tendances très divergentes au quatrième trimestre 2020 dans le contexte de la deuxième vague de la pandémie de coronavirus (COVID-19) mais, dans l'ensemble, l'activité a mieux résisté qu'au printemps.**

Comme lors des trimestres précédents, au cours du dernier trimestre 2020, les restrictions liées au confinement et les changements qui en ont découlé pour les profils de dépense ont réduit la demande pour certains biens et services et l'ont accrue pour d'autres. Cette évolution s'est vérifiée non seulement entre les différents secteurs d'activité, mais également au sein des secteurs et, assez souvent, au sein des différents segments de la même activité. Toutefois, la deuxième vague de la pandémie et les confinements associés ont eu un impact moins important que la première

vague sur la plupart des entreprises. Quand la réglementation le permettait, les entreprises ont été davantage en mesure de maintenir la production (par les biais des tests, du dépistage et du télétravail), tandis que les consommateurs sont devenus de plus en plus familiers des plateformes de vente en ligne. Les secteurs tournés vers l'exportation ont bénéficié de la croissance dans les régions du monde où le virus était moins présent.

**Une grande partie du secteur manufacturier a enregistré une reprise continue de la demande et les contraintes pesant sur la production se sont orientées de plus en plus vers l'offre.**

Les entreprises contactées dans les secteurs de l'acier, des produits chimiques, de l'automobile et de l'électronique ont toutes fait état d'une augmentation de la production, des ventes et des commandes, qui retrouvent – ou qui dépassent, dans certains cas – les niveaux d'avant la pandémie. Au début de la pandémie, les entreprises ont réduit leur fonds de roulement pour préserver la liquidité. La reprise de la demande de produits manufacturés ayant été plus forte qu'attendu depuis lors, à la fois au niveau mondial et en Europe, la reconstitution des stocks et la demande très robuste de biens de consommation durables ont entraîné une demande soutenue pour de nombreux biens intermédiaires et biens d'équipements à cycle court. Plusieurs personnes contactées dans ces secteurs ont déclaré que leurs entreprises fonctionnaient à présent à pleine capacité ou à un niveau proche et/ou que les limites à la production se situaient à présent principalement du côté de l'offre. Cela a reflété les conditions d'offre et de demande au niveau mondial ainsi que des goulets d'étranglement au niveau de la logistique et du transport.

**En revanche, les nouveaux confinements ont entraîné de nouvelles baisses importantes pour les ventes de biens personnels ainsi que pour les voyages, le tourisme et les activités de loisirs.**

Pour la plupart des détaillants, l'essor des ventes en ligne n'a pas pu compenser la fermeture périodique des magasins physiques. Cette situation a particulièrement affecté les fabricants et les détaillants de vêtements et d'autres accessoires personnels, dans la mesure où leurs ventes dépendent de la possibilité pour les consommateurs d'essayer les produits. La demande sous-jacente a également souffert de l'absence de besoin en ce qui concerne les tenues portées dans un environnement de travail, celles destinées à un événement social ou aux vacances. Après une reprise très limitée au cours de l'été, le tourisme et les voyages se sont de nouveau contractés après que de nombreux pays ont rétabli des restrictions de déplacement à partir de fin août. L'industrie du spectacle a été de nouveau touchée par les fermetures des théâtres à partir d'octobre. En revanche, de nombreux autres services aux entreprises et aux consommateurs ont enregistré des niveaux d'activité relativement normaux et/ou une croissance de l'activité.

**Peu de changements sont attendus pour le premier trimestre 2021, mais la demande latente de services pourrait entraîner une reprise soutenue et des modifications des profils de consommation plus tard dans l'année.**

Avec le déploiement des vaccins, une levée significative des restrictions liées à la pandémie était espérée avec toutefois une incertitude quant au moment où elle interviendrait (au deuxième trimestre ou plus tard dans l'année). Les entreprises contactées dans le secteur des voyages se sont déclarées confiantes dans le fait de retrouver une demande correcte pour les services de transport et de tourisme une fois les restrictions levées. Les détaillants et les fabricants de vêtements espèrent également un redressement de la demande après Pâques. À l'inverse, il pourrait y avoir un certain ralentissement de la demande pour les (autres) produits manufacturés. La propagation de la pandémie et le déploiement des vaccins ces dernières semaines ont eu des

effets qui se contrebalancent globalement s'agissant des perspectives pour l'ensemble de 2021, tandis que les niveaux de dette élevés et la nécessité de restrictions budgétaires ont pesé à un certain moment sur les perspectives à moyen terme.

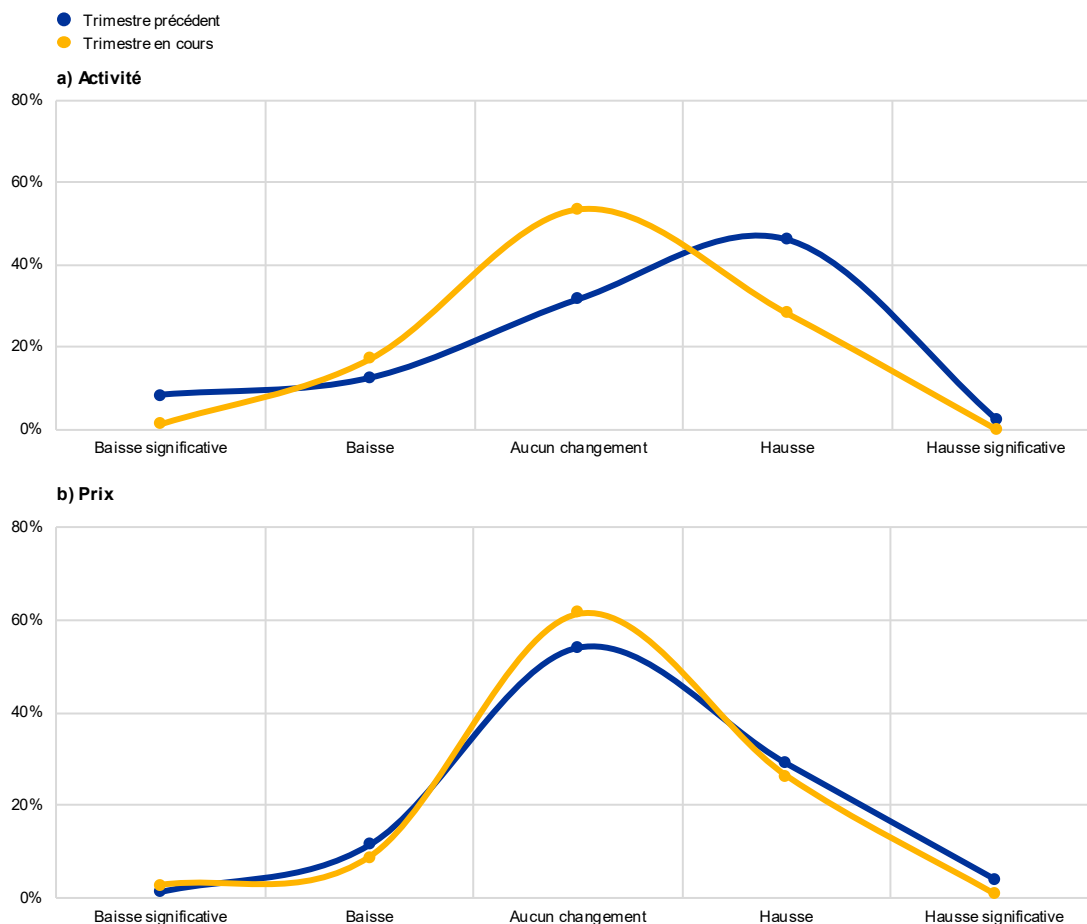
**Des ajustements du nombre d'heures, le recours à du personnel intérimaire et l'adoption de dispositifs de chômage partiel sont autant de mécanismes utilisés pour adapter le volume de la main-d'œuvre à court terme, tandis que l'emploi permanent a continué de diminuer dans la plupart des entreprises.**

Les agences de travail intérimaire ont observé une hausse de l'activité au quatrième trimestre 2020 par rapport au troisième trimestre, mais celle-ci est demeurée bien inférieure aux niveaux observés un an auparavant. Les segments qui ont connu la plus forte croissance ont été la logistique, les transports et les services de livraison, sous l'influence du commerce électronique. Au-delà des fluctuations à court terme, pour la plupart des entreprises, la révision à la baisse des prévisions de vente en raison de la pandémie, associée à des gains de productivité, a impliqué une tendance à la baisse des effectifs. Dans la plupart des cas, cette évolution est intervenue sous la forme de départs volontaires et de retraite anticipée. Certaines entreprises contactées prévoyaient davantage de possibilités de recrutement plus tard dans l'année, par exemple quand de nouveaux projets d'investissement seraient lancés.

## Graphique A

### Synthèse des opinions des entreprises contactées sur les évolutions et les perspectives en matière d'activité et de prix

(en pourcentage des personnes interrogées)



Source : BCE.

Notes : Les scores pour le trimestre précédent reflètent l'évaluation par les services de la BCE des déclarations des personnes contactées à propos de l'activité (ventes, production, commandes) et les prix au quatrième trimestre 2020. Les scores pour le trimestre en cours reflètent l'évaluation de ce que les personnes contactées ont déclaré à propos des perspectives pour l'activité et les prix au premier trimestre 2021.

### Après des pressions à la baisse des prix au cours de la première phase de la pandémie, l'environnement relatif à la fixation des prix s'est progressivement amélioré dans de nombreux secteurs.

Dans une grande partie du secteur manufacturier, la reprise de la demande, conjuguée aux premières répercussions de la hausse récente des coûts des matières premières, ont conduit les entreprises à augmenter leurs prix et/ou à anticiper de nouvelles hausses, quoique généralement modestes, au premier trimestre 2021. Toutefois, cette évolution a eu tendance à se concentrer en amont plutôt que sur les prix au niveau du consommateur final. La majeure partie des fabricants de biens de consommation, des détaillants et des fournisseurs de services aux entreprises ont décrit leur environnement en matière de prix comme stable. La vigueur relative de la demande de biens de consommation a atténué, dans une certaine mesure, les craintes antérieures de devoir consentir des rabais importants. De plus, même dans les secteurs gravement touchés par la pandémie, les réductions de prix ont été quelque peu limitées, les décisions de dépenses des consommateurs étant davantage déterminées par des considérations réglementaires ou de sécurité que par les prix.

**Les prix des consommations intermédiaires ont été décrits en hausse, sous l'effet des matières premières et des coûts du transport et de la logistique, tandis que les perspectives en matière de salaires sont restées modérées.**

Dans le sillage de la reprise du secteur manufacturier au niveau mondial, les prix de la plupart des matières premières ont continué d'augmenter ces derniers mois et ont déjà atteint, dans certains cas, des niveaux très élevés. En fonction de la structure des contrats et des pratiques en matière de couverture, cette évolution a déjà alimenté les coûts effectifs ou le fera en 2021. Les coûts de transport (en particulier les coûts du fret maritime ou aérien) ont été largement cités comme ayant fortement augmenté, tandis que les entreprises ont également été confrontées à une hausse des coûts résultant de la mise en œuvre des mesures de sécurité liées à la COVID-19. La plupart des entreprises contactées ont qualifié les évolutions des salaires de modérées, dans la mesure où dans de nombreux secteurs, l'accent a été mis plus fortement qu'à l'accoutumée sur la préservation des emplois. La disponibilité continue des dispositifs de chômage partiel a contribué à transformer les coûts de main-d'œuvre habituellement fixes en coûts variables.

## Le rôle des facteurs de demande et des facteurs d'offre dans la dynamique de l'IPCH durant la pandémie de COVID-19 – une perspective désagrégée

Derry O'Brien, Clémence Dumoncel et Eduardo Gonçalves

### 1 Introduction

**L'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur l'économie n'est pas un choc classique.** En effet, le choc est multidimensionnel, avec des sources externes et internes, tant du côté de l'offre que de celui de la demande, et au niveau agrégé comme au niveau sectoriel. Cela constitue des défis pour l'évaluation de l'inflation. Les relations bien établies entre l'inflation et ses déterminants peuvent ne plus se vérifier ou n'être pas évolutives, face à l'ampleur des perturbations sur les marchés du travail et des biens et services. En outre, l'accent croissant mis dans la littérature traitant de l'inflation sur les décompositions plutôt que sur les résultats ponctuels pour l'inflation future est pertinent pour l'analyse des conséquences du choc de la COVID-19 sur les risques d'inflation.

**L'adoption d'une perspective plus granulaire que de coutume permet de mieux comprendre les facteurs de l'inflation durant la pandémie.** Les banques centrales utilisent souvent une approche désagrégée pour compléter les évaluations reposant sur l'inflation totale. En règle générale, une telle approche est utilisée pour extraire les tendances sous-jacentes (communes) de l'inflation ou pour améliorer la précision des prévisions<sup>54</sup>. Pour comprendre les facteurs à l'origine de l'inflation, l'analyse de la BCE examine régulièrement les principales composantes de l'inflation, telles que l'énergie, les produits alimentaires, les biens industriels non énergétiques (BINE) et les services. En passant à un niveau de granularité plus élevé que d'habitude (c'est-à-dire les 12 sous-composantes de l'indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH), l'analyse présentée dans cet article aide à mieux comprendre l'incidence variable de la pandémie selon les composantes et, en fin de compte, à mieux comprendre les facteurs actuellement à l'origine de l'inflation totale<sup>55</sup>.

**Le rôle des effets liés à l'offre en particulier devrait être plus important que d'habitude pour un certain nombre de composantes de l'inflation.** La nature des mesures de confinement et d'endiguement imposées après le déclenchement de la

<sup>54</sup> Cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018 ; Benalal (N.), Diaz del Hoyo (J.L.), Landau (B.), Roma (M.) et Skudelny (F.), « [To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting](#) », *Working Paper Series*, n° 374, BCE, juillet 2004 ; et Chalmovianský (J.), Porqueddu (M.) et Sokol (A.), « [Weigh\(t\)ing the basket: aggregate and component-based inflation forecasts for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 2501, BCE, décembre 2020.

<sup>55</sup> Ceci complète la littérature existante qui analyse l'inflation sectorielle – cf., par exemple, Imbs (J.), Jondeau (E.) et Pelgrin (F.), « *Sectoral Phillips curves and the aggregate Phillips curve* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(4), mai 2011, p. 328-344 ; Reis (R.) et Watson (M.W.), « *Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2(3), juillet 2010, p. 128-157 ; et Stock (J.H.) et Watson (M.W.), « *Trend, Seasonal, and Sectoral Inflation in the Euro Area* », in Castex (G.), Galí (J.) et Saravia (D.) (eds.), *Changing Inflation Dynamics, Evolving Monetary Policy*, Banque centrale du Chili, 2020, p. 317-344.

pandémie a entraîné la fermeture d'entreprises et/ou une augmentation des coûts pour certains secteurs <sup>56</sup>. Les variations de prix associées à ces effets du côté de l'offre peuvent, en premier lieu, modifier l'évolution des prix relatifs et pas nécessairement l'inflation agrégée. Dans le cadre d'une analyse régulière de l'inflation, il est courant d'évaluer les perturbations à court terme de l'offre affectant les prix de l'énergie et des produits alimentaires en raison de l'ampleur souvent importante de ces types de chocs. Ce qui caractérise la pandémie, cependant, c'est le rôle plus important que de coutume des effets de l'offre sur l'inflation sous-jacente résultant des confinements. Une approche désagrégée des composantes sous-jacentes peut également apporter un éclairage sur les conséquences du choc de demande associé aux pertes de revenus ou à l'incertitude liées à la COVID-19. En raison de l'ampleur du choc, il peut y avoir des implications à la fois sur les niveaux agrégés des prix et, selon les élasticités-revenu et de substitution, sur les prix relatifs.

**Le présent article montre comment une perspective plus désagrégée peut aider à mesurer les implications de la COVID-19, ce qui élargit l'analyse régulière de l'inflation.** La section 2 décrit tout d'abord l'évolution de l'inflation agrégée au cours de la période de COVID-19 et explique les raisons qui motivent le niveau de granularité adopté dans l'analyse. La section 3 examine ensuite les facteurs à l'origine de la réponse de l'inflation, composante par composante, en mettant principalement l'accent sur le rôle des facteurs domestiques propres à la pandémie. Cette section examine également le rôle des effets d'offre et de demande et inclut une décomposition au niveau des composantes de l'inflation selon les contributions de ces effets aux chocs structurels. La section 4 délivre quelques messages en conclusion.

## 2 Comment l'inflation mesurée par l'IPCH s'est-elle ajustée jusqu'à présent ?

**Les principales composantes de l'inflation mesurée par l'IPCH ont réagi de manière hétérogène au choc causé par la pandémie.** L'inflation totale est revenue de 1,2 % en février à 0,1 % en mai, puis est devenue négative en août (cf. graphique 1). Toutefois, au niveau des principales composantes, la réponse n'a pas été uniforme en termes de rapidité et d'ampleur. La forte baisse initiale de l'inflation totale est principalement due à la diminution de la contribution des prix de l'énergie, qui est revenue de 0,0 à – 1,2 point de pourcentage entre février et mai.

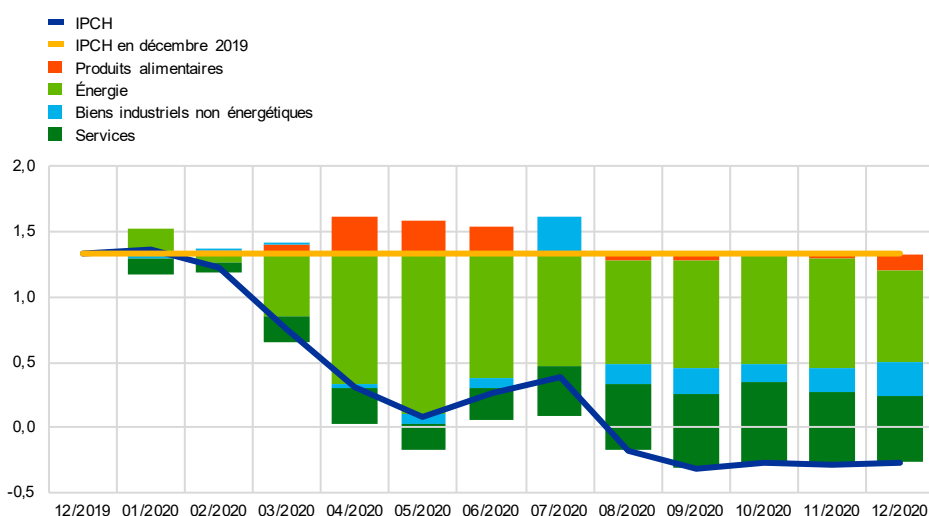
<sup>56</sup> En effet, des éléments récents sur l'incidence des confinements initiaux suggèrent que les effets d'offre associés pourraient avoir exercé une pression haussière significative sur l'inflation. Pour les Pays-Bas et la zone euro, cf. Bonam (D.) et Smadu (A.), « *Supply and demand shocks due to the coronavirus pandemic contribute equally to contraction in production* », *DN Bulletin*, De Nederlandsche Bank, 5 novembre 2020 ; pour l'Allemagne, cf. Balleer (A.), Link (S.), Menkhoff (M.) et Zorn (P.), « *Demand or Supply? Price Adjustment during the Covid-19 Pandemic* », *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n° 31, Centre for Economic Policy Research, juin 2020, p. 59-102 ; pour le Royaume-Uni, cf. Macaulay (A.) et Surico (P.), « *Is the Covid-19 recession caused by supply or demand factors?* », *Questions and answers about coronavirus and the UK economy*, Economics Observatory, 2020 ; et pour les États-Unis, cf. Shapiro (A.), « *A Simple Framework to Monitor Inflation* », *Working Papers*, n° 2020-29, Banque fédérale de réserve de San Francisco, août 2020 ; et Baqaee (D.) et Farhi (E.), « *Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis* », *NBER Working Papers*, n° 27152, mai 2020.

La baisse de la contribution de l'énergie peut être clairement attribuée à un choc d'offre externe sur les prix, lié à la production d'une matière première (le pétrole). Au cours de la même période, toutefois, la contribution de la hausse des prix des produits alimentaires s'est accrue, principalement en raison de la composante produits alimentaires non transformés <sup>57</sup>. La plus forte contribution des prix des produits alimentaires ne peut être facilement imputée à un type particulier de choc : des effets haussiers sont probablement liés à l'augmentation des prix des matières premières alimentaires en raison de la grippe porcine H1N1 et à l'augmentation des coûts supportés par les chaînes d'approvisionnement internationales et nationales, mais aussi à une demande plus forte. En effet, les ménages ont été contraints de reporter leurs dépenses dans les restaurants et les cantines sur des produits alimentaires destinés à être consommés à la maison durant le confinement. À partir du milieu de l'année, l'inflation totale a continué de baisser, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) ayant également contribué de plus en plus aux tendances désinflationnistes, principalement en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des services et, dans une moindre mesure, de celle des biens industriels non énergétiques.

### Graphique 1

#### Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCH

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les barres représentent les contributions des composantes à la variation de l'IPCH annuel depuis décembre 2019.

#### Jusqu'au troisième trimestre 2020, la réponse de l'IPCHX a été globalement conforme aux régularités historiques, indiquant clairement le rôle d'effets baissiers du côté de la demande.

La réponse de l'IPCHX durant la pandémie a été modeste au regard de la réduction de l'activité. Cette persistance à court terme peut refléter un ensemble de facteurs, notamment les coûts d'étiquetage, les contrats de fourniture préexistants ou une priorité plus élevée accordée au maintien de bonnes

<sup>57</sup> Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

relations avec la clientèle d'entreprises <sup>58</sup>. À cet égard, l'IPCHX a globalement évolué conformément à une prévision fondée sur la courbe de Phillips, qui repose sur les évolutions de l'activité normale et des indicateurs de sous-utilisation des capacités <sup>59</sup>. Dans l'hypothèse où l'incidence récessionniste de la pandémie s'est pleinement propagée au deuxième trimestre, la réponse de l'IPCHX a été globalement conforme aux anticipations (cf. graphique 2). Cette réponse, conforme aux indicateurs de sous-utilisation des capacités, suggère que l'affaiblissement de la demande (nette) est susceptible d'avoir joué un rôle important, mais n'exclut pas la possibilité que le choc multidimensionnel de la COVID-19 ait également été caractérisé par des effets d'offre plus importants que de coutume. En effet, une analyse plus structurelle des déterminants de l'inflation totale agrégée indique le rôle joué par les effets liés aux variations de l'offre domestique dans la dynamique récente de l'inflation totale (cf. encadré 1).

Le reste du présent article examine l'ajustement de l'IPCHX durant la pandémie s'agissant de sa persistance à court terme et de ses principaux déterminants. On utilise une approche composante par composante reposant sur un niveau plus élevé de désagrégation pour la hausse de l'IPCHX, qui peut également être plus facilement liée à d'autres effets sectoriels spécifiques, y compris des problèmes de mesure relatifs aux imputations des prix.

---

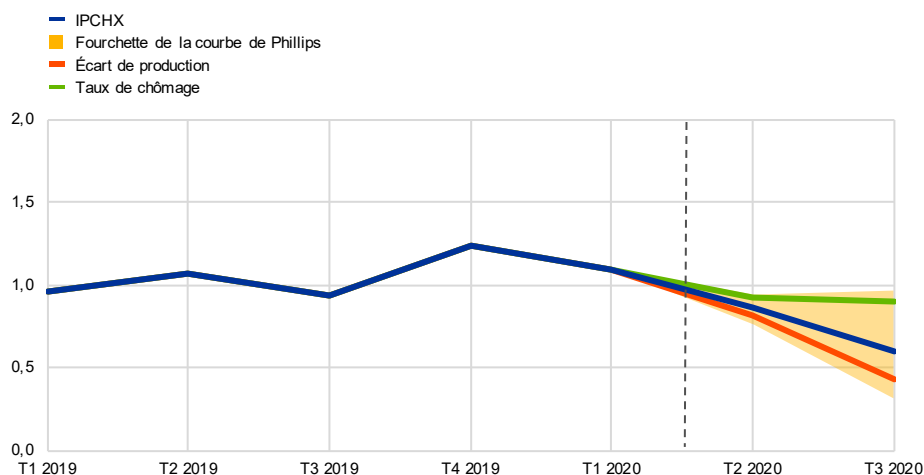
<sup>58</sup> La notion d'ajustement modéré des prix par rapport à l'activité est confirmée par les données de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier et les services. L'avantage des données PMI réside dans le fait que les données de prix et d'activité proviennent de la même source. En outre, les données d'enquête de la Commission européenne sur les anticipations de prix de vente attendus dans 3 mois suggèrent que les données de l'enquête PMI ne reflètent pas des évolutions inattendues, mais qu'elles sont plutôt largement anticipées à chacune des échéances prospectives, c'est-à-dire qu'elles font partie des stratégies des entreprises en matière de fixation des prix.

<sup>59</sup> Dans la mesure où les spécifications de la courbe de Phillips intègrent également l'inflation retardée, les prévisions dépendent dans une certaine mesure du point de départ. Cf. l'article intitulé « [Les facteurs de l'inflation sous-jacente dans l'économie de la zone euro : une perspective basée sur la courbe de Phillips](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2019.

## Graphique 2

Réponse de l'inflation mesurée par l'IPCHX à la pandémie par rapport aux prévisions de la courbe de Phillips

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La période d'estimation s'achève au premier trimestre 2020. La fourchette de la courbe de Phillips se rapporte aux prévisions basées sur cette courbe, qui sont conditionnées par la croissance du PIB, l'écart de production, le taux de chômage et l'écart de chômage.

## Encadré 1

Décomposition de la dynamique de l'inflation durant la pandémie : une perspective agrégée

Michael Kühl

L'interprétation de la dynamique des prix en termes de déterminants structurels est un exercice régulier d'évaluation et de prévision de l'inflation. Le présent encadré le fait par le prisme d'un modèle macroéconomique structurel, le *New Area-Wide Model II* (NAWM II, Nouveau modèle à l'échelle de la zone euro), qui est le principal modèle d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE) de la BCE <sup>60</sup>. Ce modèle peut distinguer les facteurs à l'origine de la croissance du PIB en volume et de l'inflation dans un cadre cohérent et éclairer ainsi l'analyse de l'ajustement des prix <sup>61</sup>.

Sur la base de la décomposition historique des chocs issue du NAWM II, le graphique A représente les facteurs à l'origine de la croissance trimestrielle du PIB (partie a) et de la hausse de l'IPCH

<sup>60</sup> Cf. Coenen (G.), Karadi (P.), Schmidt (S.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, BCE, novembre 2018. Le modèle DSGE est fondé sur les problèmes d'optimisation d'agents confrontés à des contraintes. Le NAWM II présente un secteur financier développé dans lequel les banques faisant face à des contraintes d'emprunt agissent en tant qu'intermédiaires de financement entre le secteur des ménages et le secteur non financier producteur de biens. En outre, l'effet sur l'économie domestique des évolutions de l'économie mondiale est modélisé à l'aide d'un secteur extérieur stylisé. Le modèle est estimé à l'aide de données relatives à la zone euro. Les chocs exogènes orientent le cycle conjoncturel à travers la structure imposée de l'économie, et les facteurs à l'origine des évolutions du cycle conjoncturel et de l'inflation de la zone euro peuvent être visualisés en examinant la décomposition des chocs sur longue période.

<sup>61</sup> Puisque l'estimation du modèle couvre une période longue, intégrant la crise financière, elle peut également être bien adaptée pour analyser la crise récente.

(partie b) <sup>62</sup>. Le modèle interprète l'affaiblissement de l'activité économique réelle comme résultant d'effets négatifs du côté de l'offre et de la demande domestiques ainsi que d'effets liés à l'extérieur/aux échanges commerciaux, reflétant la nature mondiale du choc pandémique. Les chocs du côté de la demande domestique reflètent principalement une baisse de la consommation intérieure après l'introduction de mesures de confinement dans la quasi-totalité des pays de la zone euro afin de stopper la propagation du virus. En outre, la forte baisse de la demande extérieure, en raison de la dimension mondiale de la crise, a contribué à la contraction du PIB de la zone euro. Le PIB s'est redressé au troisième trimestre 2020, essentiellement sous l'effet de facteurs liés à la demande intérieure, la consommation ayant augmenté et, dans une moindre mesure, d'une incidence positive du secteur extérieur. Sur la base des projections relatives à la croissance du PIB en 2021, 2022 et 2023, les facteurs liés à l'offre demeurent légèrement restrictifs.

Les effets liés à la demande intérieure et à la demande étrangère et les tensions résultant des chocs affectant les taux d'intérêt, qui ont entraîné une baisse de la croissance du PIB en 2020, ont été les principaux facteurs à l'origine du recul de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro au premier semestre 2020. Cela reflète le fait que les entreprises ont tendance à baisser leurs prix en réponse à une diminution de la demande. Toutefois, les effets d'offre ont empêché une baisse encore plus forte de l'inflation. Du côté de l'offre, les facteurs à l'origine de la baisse de la croissance du PIB ont résulté de la combinaison d'effets négatifs sur la productivité des facteurs et des décisions directes des entreprises en matière de fixation des prix. Les chocs liés aux premiers n'ont toutefois que des conséquences mineures sur la dynamique de l'inflation. À travers le prisme du modèle, les entreprises ont tenté de stabiliser leurs bénéfices en laissant les prix largement inchangés, tandis que la plus faible demande aurait indiqué une baisse encore plus forte de l'inflation <sup>63</sup>. Globalement, ces facteurs domestiques liés à l'offre compensent largement la pression à la baisse exercée par l'affaiblissement de la demande intérieure et atténuent la transmission de la sphère réelle à la sphère nominale de l'économie. Les pressions à la baisse exercées sur l'inflation par les facteurs liés à la demande sont plus persistantes, ce qui reflète la rigidité des prix. L'inflation devrait retrouver son niveau d'avant la crise courant 2021, au moment où selon le modèle les facteurs liés à l'offre et à la demande s'estomperont.

---

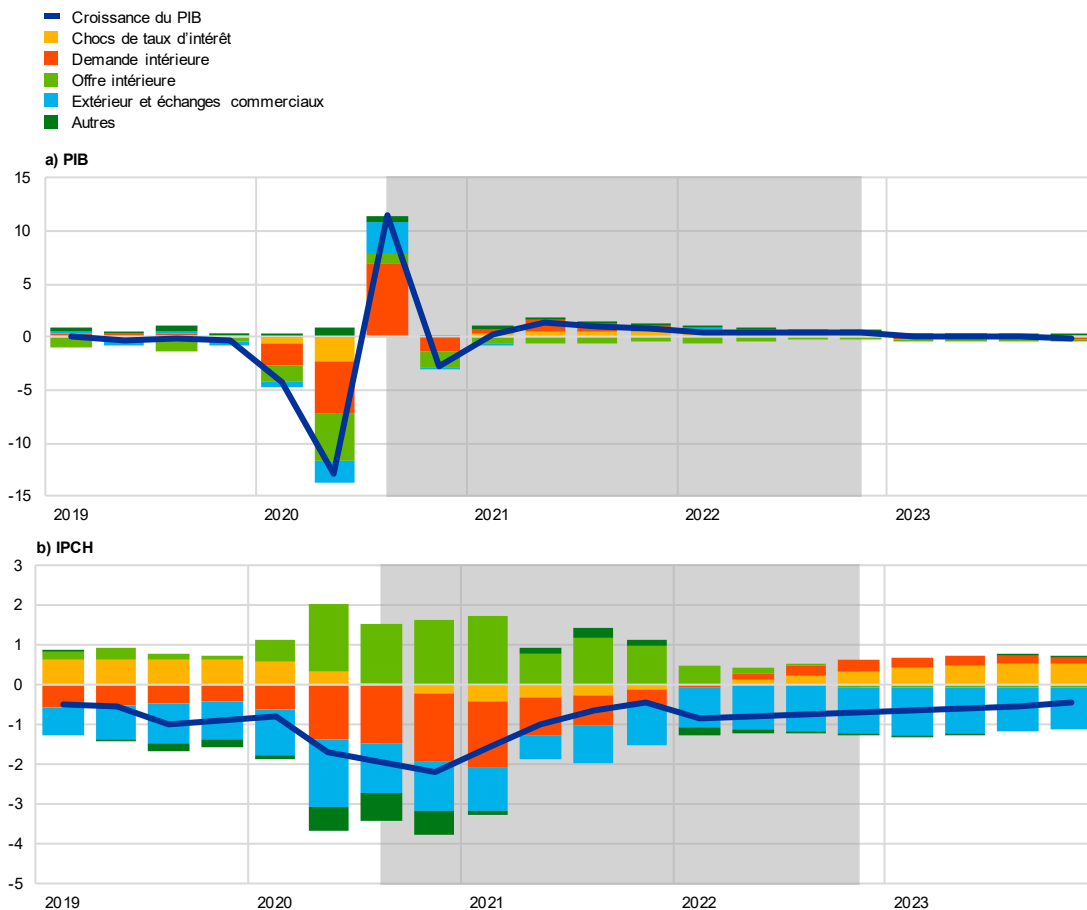
<sup>62</sup> Le modèle inclut 24 chocs structurels. Par souci de simplicité et pour faciliter l'interprétation des facteurs, les contributions des chocs sont classées en groupes. Le groupe « chocs sur les taux d'intérêt » comprend les chocs qui affectent principalement les taux d'intérêt domestiques à court et à long terme ainsi que les taux débiteurs domestiques. Les chocs affectant le secteur extérieur ou des variables directement liées au secteur extérieur sont classés dans « extérieur et échanges commerciaux ». Les chocs domestiques entraînant une corrélation négative entre le PIB et l'inflation sont regroupés dans « offre intérieure », tandis que les chocs restants présentant une corrélation positive sont inclus dans « demande intérieure ». Le groupe « divers » rassemble les erreurs d'observation et les erreurs dans les équations *bridge*.

<sup>63</sup> Techniquement, les tensions à la hausse sur l'inflation résultent principalement de chocs d'appréciation des prix intérieurs qui reflètent la notion de modifications du comportement des entreprises en matière de fixation des prix.

## Graphique A

### Décomposition historique des chocs reposant sur le NAWM II

(partie a : variations trimestrielles en pourcentage, écarts par rapport à l'état d'équilibre de 1,5 % ; partie b : variations annuelles en pourcentage, écarts par rapport à l'état d'équilibre de 1,9 %)



Source : Calculs de la BCE à l'aide du NAWM II.

Notes : Partie a : décomposition historique des chocs – données historiques associées aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème (zone grise) pour la croissance du PIB ; partie b : décomposition historique des chocs – données historiques associées aux projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème (zone grise) pour la hausse de l'IPCH. La décomposition des chocs est effectuée à l'aide du NAWM II. Cf. Coenen (G.), Karadi (P.), Schmidt (S.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, BCE, novembre 2018. La catégorie « Chocs de taux d'intérêt » comprend les chocs qui expliquent principalement le taux d'intérêt à court terme (chocs de politique monétaire), le taux d'intérêt à long terme (chocs sur le taux de survie des banques) et le taux d'intérêt débiteur (chocs sur la marge des banques de détail). La catégorie « Extérieur et échanges commerciaux » recense les chocs sur la demande étrangère, les prix à l'étranger, les taux d'intérêt américains à 3 mois et à 10 ans, les prix à l'exportation des concurrents, les prix du pétrole, la demande d'importations et les préférences à l'exportation, les chocs de majoration sur les prix à l'exportation et les prix à l'importation, ainsi que les chocs extérieurs de prime de risque. La catégorie « Demande intérieure » inclut les chocs domestiques de prime de risque et les chocs sur les dépenses publiques, tandis que « Offre intérieure » inclut les chocs technologiques temporaires et permanents ainsi que les hausses de salaires et de prix. La catégorie « Autres » comprend les erreurs de mesure et les résidus d'équations bridge.

## 3 Comment expliquer l'ajustement de l'inflation mesurée par l'IPCH à ce jour ?

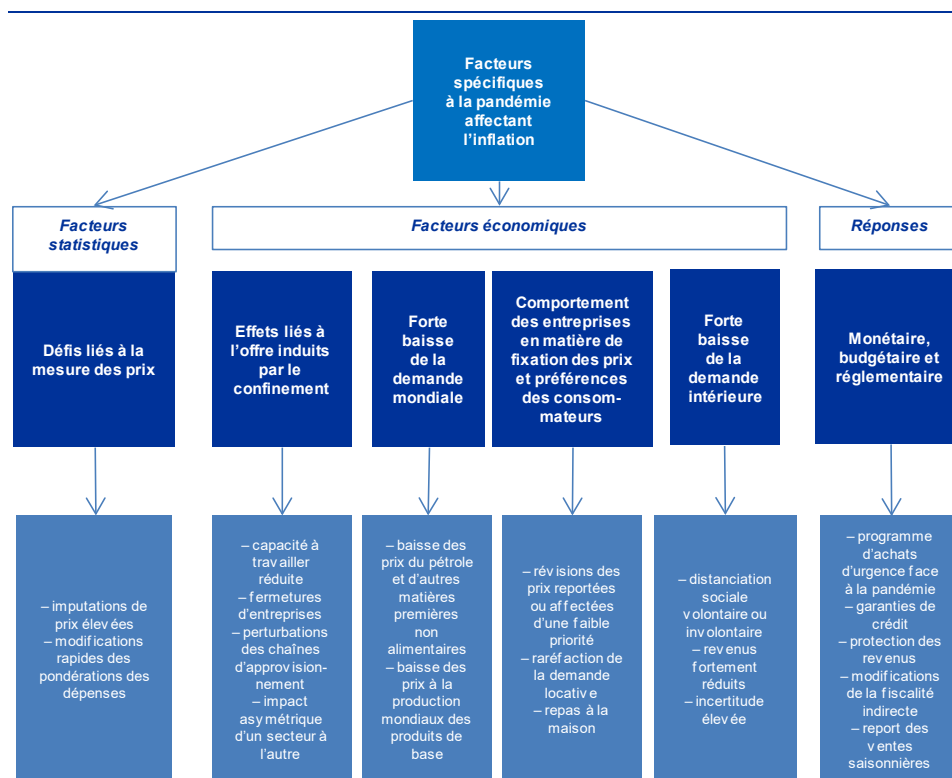
### 3.1 Vue d'ensemble des facteurs propres à la pandémie

**Une combinaison de plusieurs facteurs domestiques et mondiaux liés à la pandémie a influencé la dynamique récente de l'inflation (figure 1).** Ces facteurs

sont directement ou indirectement pertinents pour l'inflation, mais ils ont en commun le fait de présenter une échelle inégale. Cela vaut pour la forte baisse de la demande intérieure, en particulier dans les secteurs de consommation les plus exposés aux effets de la distanciation sociale. Cela vaut également pour les réponses de grande ampleur des autorités monétaires et budgétaires aux conséquences de la pandémie. Compte tenu de la nature mondiale de l'épidémie, la confluence de facteurs domestiques et de facteurs externes a également été exceptionnellement forte, notamment, du côté externe, l'incidence d'une demande mondiale beaucoup plus faible, la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières non alimentaires et, à compter du troisième trimestre 2020, l'appréciation du taux de change effectif de l'euro.

**Figure 1**

Facteurs ayant affecté la réponse de l'inflation au choc de la pandémie



Source : BCE.

Note : Pour une présentation plus détaillée des canaux de chocs de demande et d'offre, cf., par exemple, Bobeica (E.) et Hartwig (B.), « The COVID-19 shock and challenges for time series models », *Working Paper Series*, BCE, à paraître, 2021.

### Les facteurs budgétaires et réglementaires ont directement influencé la dynamique de l'inflation.

La pandémie a déclenché des réponses budgétaires et réglementaires ayant une incidence directe, bien que temporaire, sur l'inflation. En réponse à la pandémie, plusieurs pays de la zone euro ont réduit les taux d'imposition indirecte dans des proportions inédites <sup>64</sup>. Compte tenu de leur effet mécanique net, l'incidence sur la hausse de l'IPCHX est estimée à – 0,7 point de

<sup>64</sup> Cf. l'encadré intitulé « Le rôle joué par la fiscalité indirecte dans l'inflation en zone euro et ses perspectives », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

pourcentage environ au second semestre 2020 <sup>65</sup>. Par comparaison, la contribution moyenne depuis 2004 s'établit à 0,2 point de pourcentage. Les évolutions réglementaires ont également influencé la dynamique récente de l'inflation. Par exemple, la saison des soldes de vêtements et de chaussures dans certains pays de la zone euro, dont l'Italie et la France, a été reportée de juillet à août et prolongée jusqu'en septembre. Cela a accru la volatilité des taux d'inflation annuels, rendant plus difficile l'évaluation des tendances sous-jacentes des prix. Pour estimer l'incidence de ces évolutions et, plus généralement, le comportement en matière de fixation des prix, la disponibilité rapide de données microéconomiques sur les prix s'est révélée utile (cf. encadré 2).

**Des facteurs liés à la pandémie, ayant une incidence sur les prix au-delà du court terme, sont également apparus.** La pandémie a eu une incidence profonde sur le comportement des consommateurs. La demande de voyages et de tourisme est déprimée et semble devoir le rester jusqu'à ce que des vaccins efficaces soient largement déployés. Cela a non seulement freiné l'inflation au niveau agrégé de la zone euro, mais a également entraîné une hétérogénéité accrue des évolutions de l'inflation dans les différents pays de la zone, compte tenu du rôle important du tourisme dans certains d'entre eux. En outre, certains prix faisant généralement preuve de résilience en cas de crise ont également diminué. Les loyers, dont le taux de croissance annuel est revenu de 1,4 % en février 2020 à 1,2 % en octobre 2020, en sont un exemple. Les tensions à la baisse sur les loyers pourraient provenir de l'indexation des loyers sur l'inflation passée. Toutefois, cela pourrait aussi refléter l'introduction de gels des loyers dans certaines villes en réponse à la pandémie <sup>66</sup>. La pandémie a peut-être aussi apporté un certain soutien à l'évolution des prix dans d'autres domaines. Par exemple, la prévalence des dispositifs de travail à distance a donné lieu à une augmentation de la part des dépenses consacrées aux équipements informatiques personnels <sup>67</sup>. Parmi les autres biens dont la demande a été stimulée figurent le matériel de jardinage et les bicyclettes.

**Les confinements sont spécifiques à la pandémie, en particulier s'agissant de l'ampleur des effets d'offre qu'ils ont produits.** Les confinements déclenchés par la pandémie ont entraîné de graves perturbations de l'offre de main-d'œuvre et des chaînes d'approvisionnement de la production, en particulier en avril et en mai et, dans une moindre mesure, en novembre et en décembre. Comme indiqué plus haut, des données récentes relatives à l'incidence des confinements initiaux suggèrent que les effets d'offre associés ont exercé dans une certaine mesure des tensions à la hausse sur l'inflation. Les confinements ont également posé des problèmes de collecte des prix aux statisticiens. Le reste de cet article contient une analyse empirique de l'effet des confinements.

<sup>65</sup> Cette estimation mécanique suppose une répercussion totale et immédiate.

<sup>66</sup> Cf. Kholodilin (K.), « *Housing Policies Worldwide during Coronavirus Crisis: Challenges and Solutions* », *DIW focus*, n° 2, DIW Berlin, avril 2020.

<sup>67</sup> Toutefois, une part plus élevée des dépenses d'équipement informatique peut exercer des pressions à la baisse sur l'inflation globale, étant donné que l'inflation pour ces articles tend par nature à être relativement faible.

## Encadré 2

### Le rôle des microdonnées dans l'analyse de l'inflation

Lukas Henkel, Alberto Lentini et Federico Rodari

**Les microdonnées relatives aux prix complètent l'analyse de l'inflation fondée sur les indices de prix officiels en fournissant des informations supplémentaires sur le comportement des prix individuels.** Si les indices de prix officiels permettent de suivre les niveaux de prix et les taux d'inflation de groupes de produits précisément définis, ils ne permettent pas un suivi des prix individuels. Les microdonnées relatives aux prix permettent d'analyser d'autres aspects des variations de prix, notamment si les modifications des prix deviennent plus ou moins courantes dans la durée. Les microdonnées relatives aux prix sont accessibles via trois sources différentes : des informations collectées via la technique du *web-scraping* auprès de boutiques en ligne, des données scannées du commerce et des données scannées des ménages. Ces deux derniers types de données sont collectés, par exemple, par des sociétés d'études de marché <sup>68,69</sup>. Le présent encadré fournit un exemple de l'utilisation d'informations tirées du *web-scraping*.

**Les données tirées du *web-scraping* fournissent rapidement des informations relatives aux prix à un niveau de granularité très fin.** Les données sont collectées directement auprès des sites internet des commerçants en ligne, ce qui permet de suivre les variations de prix en temps quasi réel. Outre le suivi des prix individuels dans la durée, ces données fournissent des informations supplémentaires sur les prix et les produits proposés. Par exemple, les commerçants en ligne intègrent souvent des informations indiquant si le prix d'un produit fait actuellement l'objet d'une réduction, ce qui permet, par exemple, une analyse du comportement des réductions de prix pendant la pandémie de COVID-19.

Une analyse des données tirées du *web-scraping* auprès des supermarchés fournies par PriceStats montre que, durant la première vague du virus, le nombre de produits distincts accessibles en ligne et la part des produits à prix réduit ont diminué. La partie a) du graphique A montre que le nombre de produits accessibles en ligne a commencé à diminuer début mars 2020 et, pour la plupart des supermarchés en ligne figurant dans l'échantillon, ne s'était pas redressé fin avril. Si le nombre de produits accessibles en ligne a diminué dans l'ensemble des supermarchés de l'échantillon, la diminution s'est opérée dans des proportions différentes, la plus forte baisse étant observée en Allemagne, où le nombre de produits accessibles début avril était inférieur de 60 % au nombre de produits accessibles en janvier 2020. La partie b) du graphique A montre que les réductions temporaires de prix étaient également devenues moins courantes durant la première vague du virus, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Par exemple, dans le supermarché italien de notre échantillon, la part des produits proposés à des prix temporairement réduits était inférieure de près de 40 % mi-avril 2020 par rapport à un an plus tôt. Cette diminution des réductions pourrait être un facteur ayant contribué à la hausse temporaire des prix des produits alimentaires observée au printemps 2020.

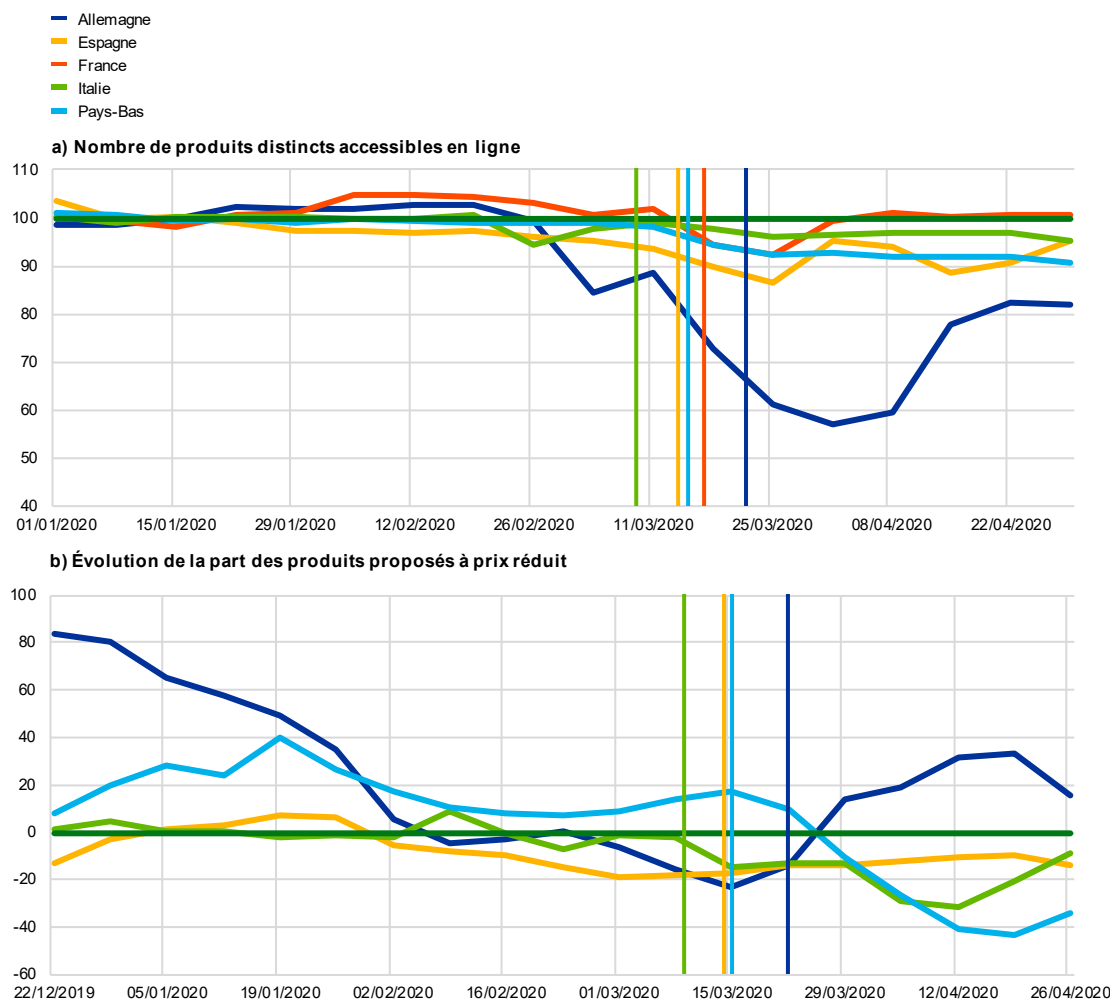
<sup>68</sup> Les données scannées du commerce sont des données relatives aux transactions collectées dans les commerces directement au point de vente (par exemple, aux caisses des supermarchés). Les données scannées des ménages sont des données collectées directement auprès des ménages qui enregistrent les prix et les quantités de biens qu'ils achètent.

<sup>69</sup> Outre ces sources de données, les microdonnées collectées par les instituts nationaux de statistique pour le calcul de l'IPCH sont également accessibles aux chercheurs dans plusieurs pays, mais ne sont pas publiées dans la majorité des pays.

## Graphique A

Nombre de produits distincts accessibles en ligne par pays et variation annuelle en pourcentage de la part des produits proposés à prix réduit

(partie a : indice, janvier 2020 = 100 ; partie b : variations annuelles en pourcentage)



Source : PriceStats, données de prix extraites via le *web-scraping*.

Notes : Microdonnées relatives aux prix en ligne fournies par PriceStats pour un supermarché en ligne par pays. La partie a) présente un indice hebdomadaire du nombre de produits accessibles en ligne par pays, calculé comme le rapport entre la médiane hebdomadaire du nombre de produits distincts et le nombre médian de produits en janvier 2020. La partie b) représente la moyenne mobile sur cinq semaines de la variation annuelle en pourcentage de la médiane hebdomadaire de la part des produits proposés à prix réduit. La France est exclue de l'analyse des réductions temporaires de prix, aucune information sur ces réductions temporaires n'étant disponible auprès du supermarché français en ligne. Les lignes verticales indiquent le début des confinements spécifiques à chaque pays. Dernières observations : 30 avril 2020.

**Les microdonnées relatives aux prix seront analysées plus précisément dans le cadre du réseau PRISMA (*Price-setting Microdata Analysis Network*), créé par le Système européen de banques centrales pour approfondir la compréhension des comportements en matière de fixation des prix et de la dynamique de l'inflation dans l'UE.**

### 3.2 Persistance de l'inflation induite par le confinement

**Même si certains signes montrent que les révisions des prix ont été reportées, il est probable que leur incidence sur la persistance de l'inflation a été, au plus, modérée et temporaire.** Au cours de la phase initiale de confinement, de nombreuses entreprises étaient fermées. Par la suite, au cours des phases d'endiguement, la distance sociale s'est traduite, pour certaines entreprises (par exemple dans les secteurs du tourisme et des voyages), par la persistance de difficultés à attirer les clients. En effet, la réduction des prix semble avoir généré un très faible rebond de la demande, voire pas de rebond du tout. Ces conditions exceptionnelles auraient pu entraîner une modification non prévue du comportement en matière de fixation des prix. En effet, la réaction des marges bénéficiaires des entreprises a été fondamentalement différente de ce qu'elle était précédemment. En partie pour éviter de supporter des coûts d'étiquetage supplémentaires, les entreprises pourraient avoir privilégié un report de la modification de leurs prix jusqu'à ce que le degré d'incertitude entourant leurs perspectives d'activité ait diminué. L'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises indique, par exemple, que les révisions de prix ont été rétrogradées dans la liste des priorités, de nombreuses entreprises ayant décidé de les reporter à plus tard (cf. également l'encadré 3). Toutefois, d'autres études fondées sur des sources de données différentes indiquent une réaction plus rapide du comportement des entreprises en matière de fixation des prix, ce qui laisse penser que l'incidence globale sur la fréquence des modifications de prix n'est pas sans ambiguïté <sup>70</sup>.

**Les imputations de prix ont probablement aussi induit une certaine accentuation de courte durée de la persistance de l'inflation.** La collecte des prix par les statisticiens a rencontré de graves difficultés pendant le confinement <sup>71</sup>. Par exemple, la collecte des prix ne pouvait pas s'effectuer dans des magasins fermés. En outre, l'échantillonnage dans les grandes surfaces et les pharmacies-parapharmacies s'est en grande partie interrompu afin de protéger la santé des personnes qui collectent les prix. Le secteur des loisirs a été largement concerné par les imputations de prix, en raison de l'indisponibilité des voyages organisés et de l'annulation des événements culturels. Ainsi, un certain nombre de prix ont dû être imputés, parfois sur la base des profils des années précédentes. Cela a été particulièrement le cas pour les rubriques qui affichent généralement une persistance relativement faible (cf. graphique 3). Par exemple, la part de l'imputation en matière de tarifs aériens a augmenté en avril et elle est restée élevée pour certains pays de la zone euro jusqu'à l'automne. Le niveau élevé des imputations signifie probablement que les indices de prix publiés n'ont pas totalement rendu compte de l'effet de la récession sévère, mais au contraire qu'ils ont reflété généralement les évolutions des données passées en période plus normale. Par conséquent, la persistance globale de l'inflation durant la pandémie est peut-être

<sup>70</sup> Cf. Balleer *et al.*, *op. cit.*

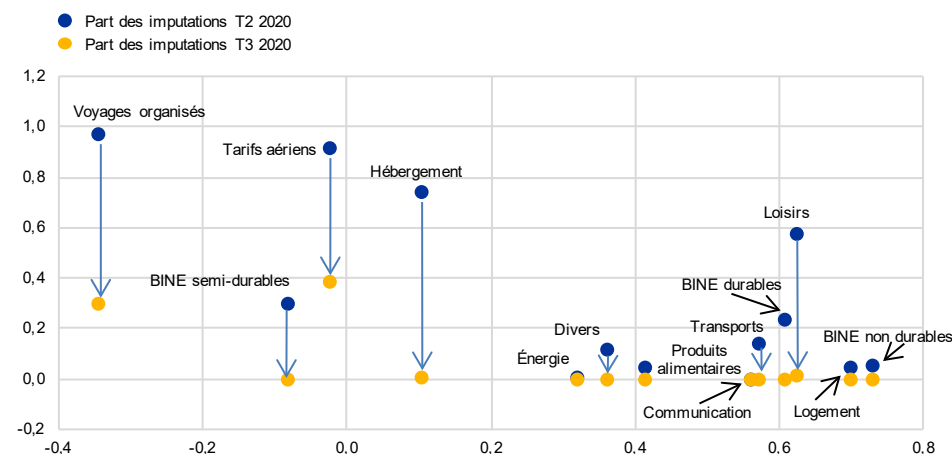
<sup>71</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

apparue plus importante qu'elle ne l'était réellement pour certaines composantes de l'inflation sous-jacente, en particulier au deuxième trimestre 2020 <sup>72</sup>.

### Graphique 3

#### Persistance de l'inflation et imputations de prix

(axe des abscisses : persistance de l'inflation, somme des coefficients autorégressifs ; axe des ordonnées : part de l'imputation, pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les « Transports » excluent les tarifs aériens et les « Loisirs » excluent les services d'hébergement et les voyages organisés. La variable dépendante est une inflation trimestrielle annualisée corrigée des variations saisonnières, et le nombre de retards autorégressifs est choisi selon le critère d'information Schwarz. La période de l'échantillon retenu pour l'estimation va du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019. Les estimations négatives de la persistance de l'inflation pour les voyages organisés et les tarifs aériens peuvent être en partie dues à l'incidence des effets de calendrier. Les parts des imputations de prix étaient proches de zéro pour l'ensemble des composantes avant le deuxième trimestre 2020.

### Encadré 3

#### Enseignements tirés des données des indices des directeurs d'achat sur la fixation des prix par les entreprises durant la pandémie <sup>73</sup>

Eduardo Gonçalves et Derry O'Brien

#### La rapidité avec laquelle les prix s'ajustent face aux nets ralentissements de l'activité économique est naturellement liée à la fréquence des modifications de prix.

Par exemple, le fait d'éviter des coûts d'étiquetage se traduit par des actualisations peu fréquentes des prix et donc, au minimum, par un retard dans l'ajustement des prix et de l'inflation à l'évolution de l'activité <sup>74</sup>. En cas d'évolution de courte durée de l'activité, les prix peuvent même rester inchangés durant toute la période. Le présent encadré utilise des données mensuelles issues des indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et les services afin d'évaluer la fréquence des modifications de prix durant la pandémie de COVID-19. Pour ce faire, la fréquence des

<sup>72</sup> Il convient de noter que la pandémie a également affecté de manière disproportionnée les secteurs de l'économie qui tendent à afficher une persistance plus forte (les services plutôt que les biens). Cette évolution a été plus marquée que, par exemple, durant la crise financière mondiale.

<sup>73</sup> Les données relatives à la ventilation des réponses ont été fournies par les indices Markit des directeurs d'achat. D'autres sources de données indiquent une réaction plus rapide du comportement des entreprises en matière de fixation des prix.

<sup>74</sup> Outre les coûts d'étiquetage, d'autres facteurs, notamment les contrats de fourniture préexistants ou une priorité plus élevée accordée au maintien de bonnes relations avec la clientèle d'entreprises, peuvent également jouer un rôle important.

modifications de prix est définie comme la somme des pourcentages des participants à l'enquête PMI indiquant que les prix ont « augmenté » ou « diminué » par rapport au mois précédent <sup>75</sup>.

**La fréquence de modification des prix à la production est généralement restée inchangée durant la pandémie, à l'exception d'une augmentation temporaire dans le secteur des services durant les mois de confinement strict d'avril et mai 2020.** Dans le secteur manufacturier, la fréquence de modification des prix à la production a fortement diminué en 2012 pour ensuite rester faible jusqu'en 2016. Cette évolution peut s'expliquer en partie par une fréquence plus faible de modification des prix des consommations intermédiaires, reflétant probablement une moindre volatilité des prix des matières premières, comme les prix du pétrole. Cela correspond également dans l'ensemble à une période prolongée de faible hausse des salaires <sup>76</sup>. Par la suite, la fréquence des modifications de prix s'est progressivement redressée, avant de se stabiliser en 2018. Plus récemment, abstraction faite des variations saisonnières, la fréquence des modifications de prix au premier semestre 2020 a été globalement comparable aux niveaux d'avant la COVID-19 (graphique A, partie supérieure). Dans le secteur des services, la fréquence des modifications de prix a suivi une tendance légèrement baissière sur la période 2012-2016 avant de se redresser. Là encore, cela reflète en grande partie les tendances affichées par la fréquence de modification des prix des consommations intermédiaires, pour lesquelles les faibles évolutions des coûts salariaux sont directement prises en compte. La fréquence des modifications de prix a été légèrement plus élevée en avril et mai 2020 par rapport aux niveaux atteints avant la pandémie en 2019, et également plus élevée que dans le secteur manufacturier (cf. graphique A, partie inférieure) <sup>77</sup>.

**Globalement, le net ralentissement de l'activité économique ne semble pas s'être traduit par une plus grande fréquence d'ajustement des prix.** Les entreprises n'ont généralement pas réagi plus promptement que d'habitude pour modifier leurs prix à la production. Cela peut refléter en partie le fait que les entreprises actualisent leurs prix à la production si cela est justifié par des variations de prix des consommations intermédiaires. Il convient également de noter qu'il n'existe aucune garantie que la fréquence de modification des prix à la production (prix de départ de l'usine) puisse être rapprochée de la fréquence correspondante au niveau des prix de détail.

<sup>75</sup> Les participants à l'enquête PMI répondent à la question suivante : Le niveau de production dans votre unité (en volume) est-il supérieur, identique ou inférieur à celui d'il y a un mois ? Dans le présent encadré, l'analyse porte exclusivement sur la question de savoir si un pourcentage d'entreprises plus important que d'habitude ont ajusté leurs prix. La fréquence des modifications de prix ne présente généralement pas d'intérêt pour expliquer l'inflation parce que la variation de la part des entreprises indiquant une hausse des prix est normalement partiellement contrebalancée par la variation de la part des entreprises indiquant une baisse. Pour déterminer l'inflation dans un environnement de faible inflation, on utilise les parts relatives des ajustements de prix à la hausse et à la baisse (cf. Cornille (D.) et Dossche (M.), « *Some Evidence on the Adjustment of Producer Prices* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 110, n° 3, septembre 2008, p. 489-518) ou des informations relatives à l'ampleur moyenne des modifications de prix (cf. Gagnon (E.), « *Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n° 3, août 2009, p. 1221-1263).

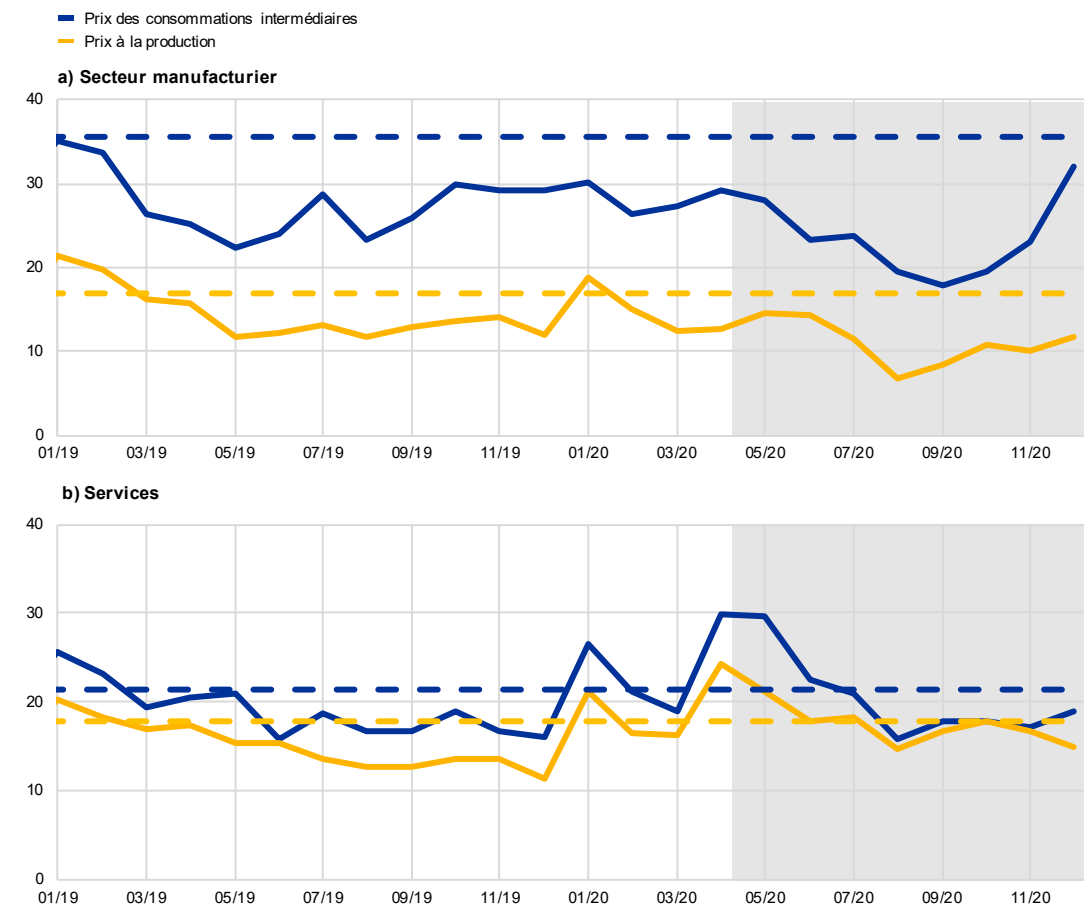
<sup>76</sup> Les coûts salariaux ne sont pas pris en compte dans les prix des consommations intermédiaires du secteur manufacturier ressortant de l'enquête PMI.

<sup>77</sup> Les résultats sont globalement comparables dans les quatre principales économies de la zone euro. Cf. également Vermeulen (P.), Dias (D.A.), Dossche (M.), Gautier (E.), Hernando (I.), Sabbatini (R.) et Stahl (H.), « *Price Setting in the Euro Area: Some Stylized Facts from Individual Producer Price Data* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44(8), décembre 2012, p. 1631-1650.

## Graphique A

### Fréquence des modifications de prix pour l'industrie manufacturière et les services

(pourcentages)



Sources : Indice Markit des directeurs d'achat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à décembre 2020. Les lignes en pointillés correspondent aux moyennes historiques. Les zones ombrées correspondent à la pandémie. La fréquence des modifications de prix est définie comme la somme des pourcentages des participants à l'enquête PMI indiquant que les prix ont « augmenté » ou « diminué » par rapport au mois précédent.

### 3.3 Effets d'offre induits par le confinement

**Différentes approches peuvent être utilisées pour évaluer si les effets défavorables sur l'offre peuvent avoir joué un rôle dans la réaction de certaines composantes de l'inflation à la pandémie.** Toutes ces approches appellent des réserves et, dans le contexte compliqué qu'est celui de la crise de la COVID-19, doivent être considérées comme contribuant à une approximation de ce qui se passe plutôt que comme des éléments probants. Une approche utilisée pour apporter un éclairage sur le rôle des effets de demande et d'offre est fondée sur des exercices de prévision non conditionnelle hors échantillon <sup>78</sup>. Les erreurs de prévision relatives aux prix et aux quantités des composantes pour les deuxième et troisième trimestres 2020 sont comparées à leurs erreurs moyennes de prévision

<sup>78</sup> Un modèle vectoriel autorégressif (VAR) est utilisé pour élaborer des prévisions pour les premier, deuxième et troisième trimestres 2020, en tenant compte de la dynamique conjointe des prix et des quantités des composantes avant la pandémie.

historiques respectives <sup>79</sup>. Une erreur de prévision positive plus importante que d'habitude pour les prix s'accompagnant d'une erreur de prévision négative plus importante que d'habitude pour les quantités, ou vice versa, pourrait évoquer un rôle plus significatif que d'ordinaire des chocs d'offre. Cette observation part de l'hypothèse selon laquelle un choc d'offre se définit généralement dans la littérature économique par des mouvements de sens contraire des prix et des quantités <sup>80</sup>. Sur ce fondement, certains signes d'effets d'offre sont perceptibles au deuxième trimestre 2020, principalement pour les produits alimentaires et les biens non durables (cf. graphique 4). Dans le même temps, pour certaines autres composantes dont la demande a diminué plus que prévu (biens semi-durables, par exemple), les effets d'offre ne peuvent être exclus, des pourcentages élevés d'imputation pouvant masquer des mouvements haussiers sous-jacents de l'inflation. Au troisième trimestre 2020, les effets d'offre ayant existé ont eu tendance à se dissiper.

---

<sup>79</sup> Pour de plus amples détails sur les séries relatives aux quantités, cf. le tableau A de l'encadré intitulé « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

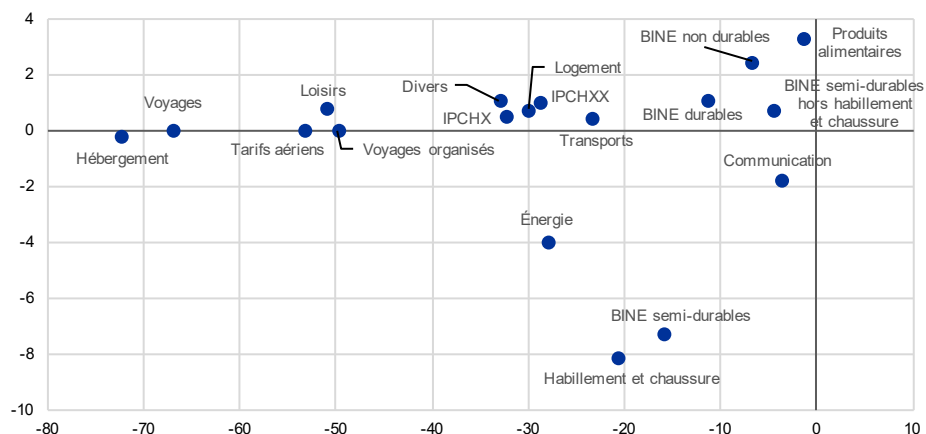
<sup>80</sup> Cf. également Shapiro (A.), « [A Simple Framework to Monitor Inflation](#) », *Working Papers*, n° 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, août 2020.

## Graphique 4

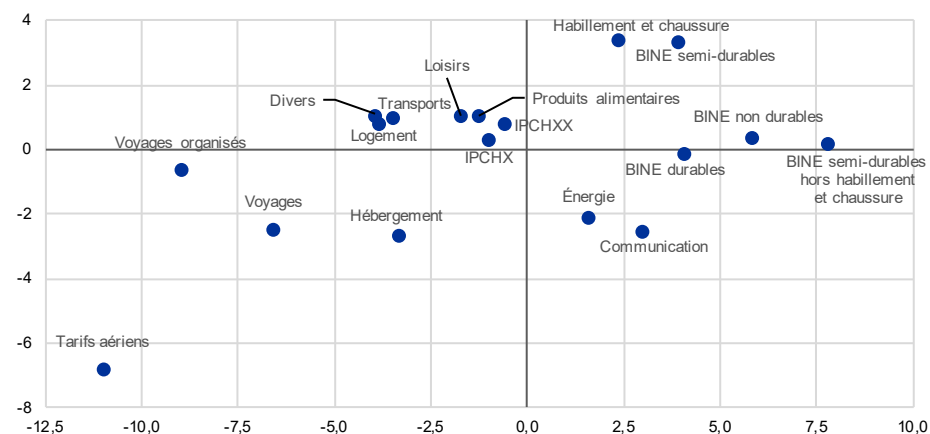
### Erreurs de prévision relatives pour les composantes de l'inflation

(axe des abscisses : quantités, axe des ordonnées : prix ; erreur de prévision divisée par la moyenne des erreurs absolues de prévision historiques)

a) Deuxième trimestre 2020



b) Troisième trimestre 2020



Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Une valeur supérieure à 1 ou inférieure à -1 pour les prix ou bien les quantités implique une erreur de prévision plus importante que d'habitude. Le modèle de prévision est un modèle VAR comportant une série de prix et une série de quantités (dépenses nominales estimées des ménages) en niveaux logarithmiques à une fréquence trimestrielle avec quatre retards et il est estimé à l'aide de techniques bayésiennes (la distribution *a priori* est une distribution normale-Wishart avec grille de recherches pour l'optimisation des hyperparamètres,  $\lambda_1=0,05$ ,  $\lambda_2=1$ ,  $\lambda_3=1$ ,  $\lambda_4=100$ ,  $\lambda_5=0,001$ ,  $\lambda_6$  et  $\lambda_7=0,01$  ; 2 000 itérations et période de chauffe de 1 000). L'IPCHXX correspond à l'IPCH hors postes liés à l'habillement, à la chaussure et au voyage. La boîte à outils BEAR (Bayesian Estimation, Analysis and Regression, BEAR) de la BCE version 4.2 est utilisée (cf. Dieppe (A.), Legrand (R.) et van Roye (B.), « *The BEAR Toolbox* », *Working Paper Series*, n° 1934, BCE, juillet 2016).

### Une distinction plus évidente entre les effets de demande et les effets d'offre repose théoriquement sur une identification structurelle.

Par conséquent, une autre approche pour dissocier effets de demande et effets d'offre utilise des modèles VAR classiques, intégrant chacun sept variables : volumes et prix par composante de l'IPCHX, PIB en volume, PIB en volume rapporté au PIB mondial en volume, prix du pétrole, IPCH et taux d'intérêt à court terme. Cinq facteurs structurels sont identifiés : demande mondiale, demande intérieure, offre intérieure, offre de pétrole et politique monétaire. L'identification repose sur une combinaison d'absences de

restrictions et de restrictions de signe comme l'indique la théorie <sup>81</sup>. Le modèle est estimé à l'aide de techniques bayésiennes <sup>82</sup>. Les décompositions historiques des trois premiers trimestres de 2020 font apparaître une incidence baissière généralisée et prépondérante sur la demande intérieure et sur la demande mondiale (cf. graphique 5). En outre, les décompositions indiquent un rôle plus limité des chocs défavorables sur l'offre ayant une incidence haussière sur l'inflation, même s'ils ont été exceptionnellement importants par rapport à l'ampleur habituelle des précédents chocs d'offre. Ces effets haussiers sur l'offre étaient principalement associés à certains biens industriels non énergétiques et à des services divers au deuxième trimestre 2020 <sup>83</sup>. Globalement, même si les deux approches, prises individuellement, s'accompagnent d'importantes réserves et sont destinées à fournir une première évaluation, toutes deux montrent que les effets d'offre ont joué un rôle dans l'explication du comportement de l'inflation durant la pandémie, mais indiquent que les effets sur la demande ont constitué le facteur prépondérant.

<sup>81</sup> Le dispositif d'identification utilisé est fondé sur des éléments issus de Corsetti (G.), Dedola (L.) et Leduc (S.), « *The international dimension of productivity and demand shocks in the US economy* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 12(1), février 2014, p. 153-176 ; et Bobeica (E.) et Jarociński (M.), « *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't* », *Working Paper Series*, n° 2000, BCE, janvier 2017.

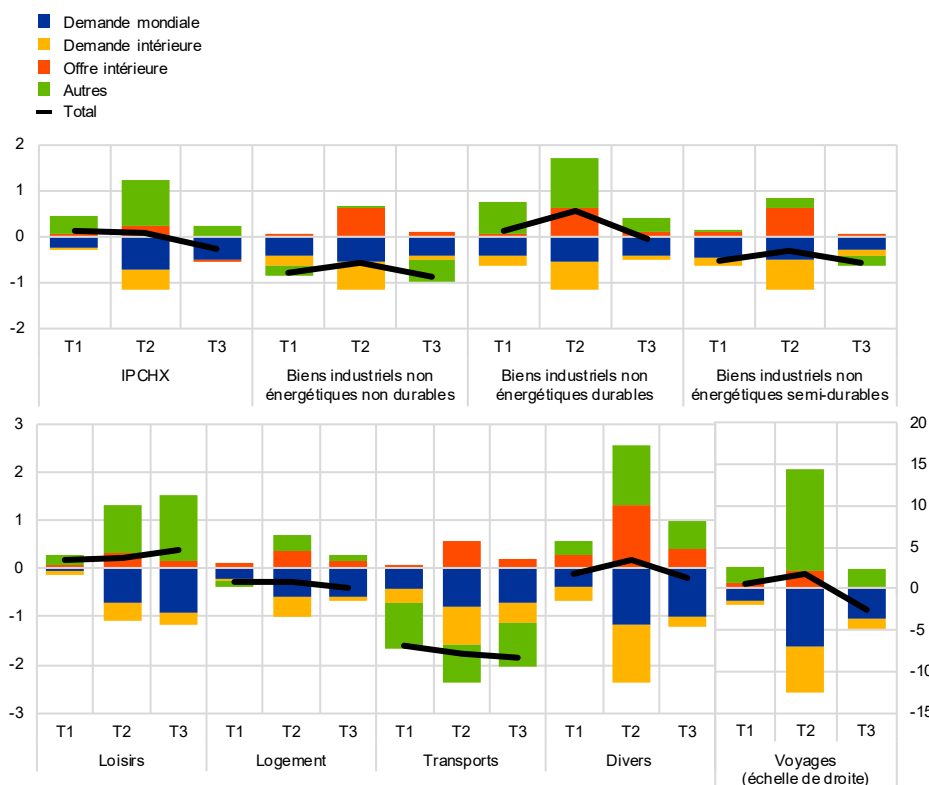
<sup>82</sup> Cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *How to estimate a VAR after March 2020* », *Working Paper Series*, n° 2461, BCE, août 2020. Afin d'apaiser les craintes relatives à la variation sans précédent des estimations des paramètres, un échantillon antérieur à la pandémie du deuxième trimestre 2002 au quatrième trimestre 2019 est utilisé pour fournir des décompositions historiques du premier au troisième trimestre 2020.

<sup>83</sup> Il convient de noter que les contributions positives de la rubrique « Autres » au deuxième trimestre pour plusieurs composantes, y compris les services liés aux voyages et les services de loisirs, peuvent en partie refléter l'effet de distorsion de l'utilisation accrue des imputations de prix.

## Graphique 5

### Décompositions historiques reposant sur une VAR structurelle pour les composantes de l'inflation du premier au troisième trimestre 2020

(contributions en points de pourcentage des déterminants structurels au taux de croissance de l'inflation non tendancielle, variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « Biens industriels non énergétiques semi-durables » exclut l'habillement et la chaussure, « Transports » exclut les tarifs aériens et « Loisirs » exclut les services d'hébergement et les voyages organisés. Le modèle VAR intègre une série de composantes de prix et de quantités en niveaux logarithmiques ainsi que PIB, IPCH et prix du pétrole en niveaux logarithmiques, PIB de la zone euro rapporté au PIB du reste du monde et taux d'intérêt à court terme (Eonia, taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro). Le modèle est estimé à l'aide de techniques bayésiennes (pour plus de détails, cf. les notes du graphique 4). L'absence de restrictions et des restrictions de signes sont utilisées pour identifier cinq chocs structurels (demande intérieure, offre intérieure, demande mondiale, offre de pétrole et politique monétaire) en se fondant sur la théorie. La boîte à outils BEAR version 4.2 de la BCE est utilisée (cf. Dieppe, Legrand et van Roye, *op. cit.*).

## 4 Conclusions

**En résumé, une perspective désagrégée peut aider à mieux comprendre la réaction de l'inflation au choc multidimensionnel de la COVID-19.** Une approche désagrégée, qui va au-delà de la simple analyse des principales composantes de l'inflation, convient particulièrement aux circonstances actuelles dans lesquelles les régularités empiriques passées pourraient ne pas s'appliquer dans l'interprétation de l'inflation agrégée et sous-jacente récente. En suivant une approche désagrégée, l'analyse du présent article souligne le rôle primordial des effets baissiers sur la demande intérieure et sur la demande mondiale. Cette évolution n'a été que partiellement contrebalancée par les effets baissiers sur l'offre, qui ont été les plus forts au deuxième trimestre 2020 et ont été plus fréquents pour les biens que pour les services. Le recours accru aux imputations de prix, par exemple pour les services liés aux voyages, peut également contribuer à expliquer la réaction de

l'inflation, même si ces effets semblent s'être atténués, ce qui peut en partie expliquer pourquoi la baisse de l'inflation s'est encore accélérée au second semestre 2020.

**Il est probable qu'une perspective plus granulaire que de coutume continuera d'être nécessaire pour évaluer l'évolution de la pandémie et ses répercussions sur les déterminants de l'inflation.** S'agissant de la politique monétaire, il est important d'identifier et de faire abstraction des effets du côté de l'offre afin de mieux cerner les effets désinflationnistes sur la demande qui accompagnent inévitablement les pertes de revenus et l'incertitude. En outre, des recherches récentes ont également émis l'hypothèse que les effets d'offre pourraient se transformer en effets négatifs plus importants sur la demande <sup>84</sup>. Étant donné la réelle pertinence d'un tel scénario pour le choix des politiques à adopter, il serait utile d'examiner plus attentivement ce mécanisme dans le cadre de la zone euro qui dépend en partie du degré de ses liens intersectoriels. Enfin, bien que généralement plus faibles, les effets d'offre antérieurs à la pandémie, non liés aux matières premières (chocs technologiques, par exemple), sont un facteur permanent de la dynamique des prix. À cet égard, l'analyse plus granulaire des déterminants de l'inflation présentée ici peut également continuer de s'avérer utile après la pandémie.

---

<sup>84</sup> Par exemple, pour les États-Unis, cf. Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.), Straub (L.) et Werning (I.), « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », *NBER Working Papers*, n° 26918, avril 2020; et Cesa-Bianchi (A.) et Ferrero (A.), « *The Transmission of Keynesian Supply Shocks* », 20 octobre 2020.

## Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19

Stephan Haroutunian, Steffen Osterloh et Kamila Sławińska

**Le présent article a été mis à jour le 10 février afin de modifier la note de bas de page n°88 et le titre du graphique 2 relatif à l'évaluation par la Commission européenne des projets de plans budgétaires des États membres pour 2021.**

Les pays de la zone euro ont eu largement recours à la politique budgétaire pour contrer les effets néfastes de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur leurs économies. Ils ont mis en œuvre un large éventail de mesures, certaines avec un impact budgétaire immédiat et d'autres, telles que des mesures de soutien de la liquidité, qui, en principe, ne devraient pas entraîner de détérioration immédiate des perspectives budgétaires. Le choc économique ayant frappé tous les pays de la zone euro en grande partie par le biais des mêmes canaux, les réponses budgétaires apportées au cours des premiers stades de la crise ont été similaires du point de vue des instruments utilisés. Les programmes budgétaires d'urgence visaient principalement à limiter les retombées économiques des mesures d'endiguement par l'adoption de mesures directes destinées à protéger les entreprises et les salariés des secteurs touchés. Simultanément, de vastes mesures de soutien de la liquidité, sous la forme de reports d'impôts et de garanties de l'État, ont été annoncées pour aider les entreprises particulièrement impactées par les mesures d'endiguement à éviter des pénuries de liquidité. Afin de soutenir la reprise, la politique budgétaire doit mettre en place des mesures de relance ciblées et pour l'essentiel temporaires, adaptées aux caractéristiques spécifiques de la crise et aux situations budgétaires des pays. Les investissements publics, complétés par le programme *Next Generation EU* et accompagnés de politiques structurelles appropriées, devraient jouer un rôle essentiel à cet égard.

### 1 Introduction

**Cet article analyse les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19 et leurs implications pour l'adoption de nouvelles mesures.** Il examine les mesures de politique budgétaire spécifiques qui ont été prises courant 2020 et décrit plus précisément l'expérience des pays de la zone euro durant la pandémie. L'article démontre que les stratégies de reprise qui ont porté leurs fruits au cours des précédents épisodes de crise ne peuvent être reproduites sans être adaptées aux circonstances de la crise actuelle. Pour l'avenir, il analyse les conséquences pour l'orientation budgétaire et aborde les principales questions telles que les caractéristiques et le calendrier des mesures budgétaires.

**La politique budgétaire est l'instrument le mieux adapté pour limiter les effets néfastes de la pandémie sur l'économie, car elle dispose d'outils permettant de moduler et de canaliser le soutien économique vers les pans de l'économie**

**qui en ont le plus besoin.** C'est avant tout par l'adoption d'une politique de santé publique adéquate que les politiques budgétaires peuvent aider à faire face aux conséquences sanitaires immédiates de la pandémie, ce qui est une condition préalable pour contrer les effets économiques de la crise sanitaire. De plus, la politique budgétaire peut atténuer l'impact négatif de la crise en soutenant la demande agrégée et en apportant un soutien bien ciblé aux ménages et aux entreprises vulnérables. Dans l'ensemble, les politiques budgétaires ont soutenu l'économie de la zone euro de deux manières : par le fonctionnement des stabilisateurs automatiques et par des mesures discrétionnaires. En général, les stabilisateurs automatiques sont significatifs dans les pays de la zone euro et amortissent de façon efficace les chocs économiques. Toutefois, la sévérité et les particularités de la crise de la COVID-19, qui a fortement impacté la demande comme l'offre, en particulier durant les phases de confinement, ont nécessité le recours à d'importantes mesures discrétionnaires de soutien budgétaire.

**Un large éventail d'instruments budgétaires discrétionnaires ont été mis en œuvre ou annoncés en 2020.** Face aux défis spécifiques posés par la pandémie de COVID-19 et ses conséquences économiques, l'ampleur et la portée des réponses de politique budgétaire ont été sans précédent, entraînant la mise en œuvre de multiples mesures. Les mesures prises par les pays se répartissent en deux grandes catégories : a) des mesures budgétaires, qui ont généralement un effet immédiat sur le solde budgétaire, et b) des mesures de soutien de la liquidité, qui n'ont généralement pas d'incidence immédiate sur le solde budgétaire de l'année au cours de laquelle elles sont mises en œuvre, mais impliquent des engagements conditionnels susceptibles d'impacter les situations budgétaires. Ces deux types de mesures budgétaires concernent aussi bien le volet dépenses que le volet recettes des budgets des administrations publiques (cf. tableau 1).

**Tableau 1**  
Catégories d'instruments budgétaires

	Mesures de soutien de la liquidité	Mesures budgétaires
<b>Volet dépenses</b>	Garanties Prêts	Dispositifs de chômage partiel Soutien aux entreprises Soutien aux ménages Investissement public
<b>Volet recettes</b>	Reports d'impôts Autres mesures fiscales	Réduction de la fiscalité indirecte Réduction de la fiscalité directe/des cotisations sociales

Note : Représentation des auteurs.

**Les interventions budgétaires ont tenu compte des défis particuliers posés par la pandémie.** Premièrement, au cours de la phase initiale de la crise, des programmes d'urgence composés à la fois de mesures de soutien de la liquidité et de mesures budgétaires ont été annoncés pour faire face à la première phase de confinements généralisés en mars 2020, lorsque l'ensemble des pays de la zone euro ont mis en place des restrictions strictes à l'égard des entreprises et des déplacements de personnes. Ces mesures visaient à soutenir les entreprises et les ménages particulièrement impactés par la crise sanitaire. Les programmes d'urgence ont été renouvelés, à une moindre échelle cependant, vers la fin 2020,

lorsque les États membres ont dû introduire des confinements partiels ou « allégés » pour faire face à la deuxième vague de la pandémie. Deuxièmement, afin de soutenir la reprise, des mesures supplémentaires ont été progressivement introduites durant la phase intermédiaire qui a fait suite à la levée progressive, mi-2020, de la plupart des mesures de confinement. Durant cette phase, la plupart des entreprises ont rouvert, mais certains secteurs ont continué de pâtir des mesures sanitaires en place et des fermetures locales et ciblées, ainsi que du changement de comportement et de préférences des consommateurs. Troisièmement, de nouvelles mesures de relance sont envisagées pour faire face aux défis à moyen et long termes susceptibles d'apparaître une fois les restrictions sanitaires levées.

**Le présent article contient sept sections.** La section 2 présente la réponse globale de politique budgétaire durant les phases initiales de la crise. Les sections suivantes examinent en détail les diverses mesures introduites. Les mesures budgétaires et les mesures de soutien de la liquidité axées sur le volet dépenses sont analysées dans les sections 3 et 4, respectivement. Les sections 5 et 6 offrent une vue d'ensemble des mesures budgétaires et des mesures de soutien de la liquidité concernant le volet recettes. La section 7 décrit plus précisément les défis associés à l'évaluation de l'orientation budgétaire à l'aide de mesures classiques, et la section 8 apporte des éléments de conclusion.

## 2 Impact budgétaire des mesures mises en œuvre

**La crise de la COVID-19 a entraîné une augmentation substantielle des déficits budgétaires dans la zone euro.** D'après les Prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne, le déficit budgétaire de la zone euro devrait passer de 0,6 % du PIB en 2019 à 8,8 % en 2020 (cf. graphique 1). Les déficits budgétaires et la contraction du PIB ont entraîné une augmentation du ratio de dette de la zone euro, de 85,9 % du PIB en 2019 à une prévision de 101,7 % du PIB en 2020. La détérioration des soldes budgétaires reflète en partie le jeu des stabilisateurs automatiques, qui sont conçus pour atténuer les effets du cycle économique. D'après les estimations de la Banque centrale européenne (BCE), ils représentent un tiers environ de l'important déficit budgétaire enregistré en 2020 <sup>85</sup>. Mais la détérioration des perspectives budgétaires résulte principalement des mesures budgétaires discrétionnaires adoptées depuis le début de la crise. Selon la prévision de la Commission, l'amélioration attendue de la situation économique et le retrait en 2021 d'une partie des mesures budgétaires discrétionnaires prises l'année précédente devraient ramener le déficit agrégé de la zone euro à 6,4 % du PIB en 2021. Ces projections sont toutefois entourées d'une incertitude exceptionnellement élevée, dans la mesure où elles dépendent, entre autres, de l'évolution de la pandémie. En particulier, au moment de la publication, début novembre 2020, des Prévisions de l'automne 2020 de la Commission européenne, les conséquences du

---

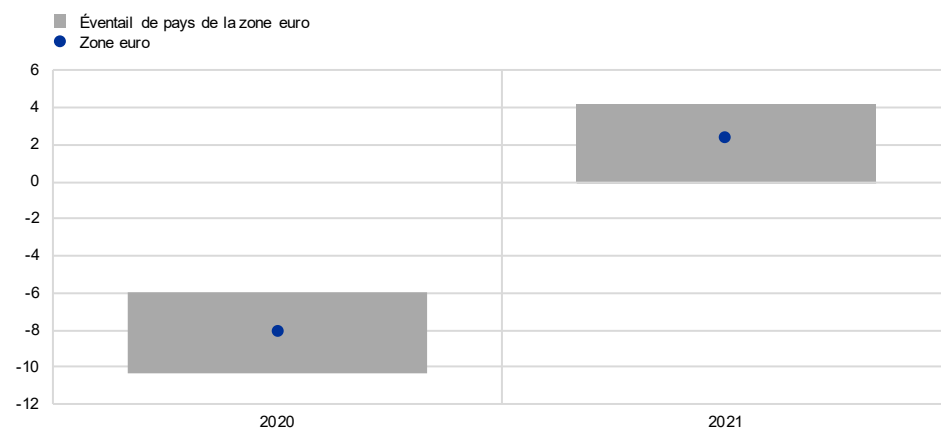
<sup>85</sup> Cf. « [Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

nombre croissant d'infections et des nouvelles mesures d'endiguement imposées par la suite à partir de l'automne ne se faisaient pas pleinement sentir.

### Graphique 1

Variation projetée des soldes budgétaires de la zone euro et des pays qui la composent par rapport à l'année précédente

(en pourcentage du PIB)

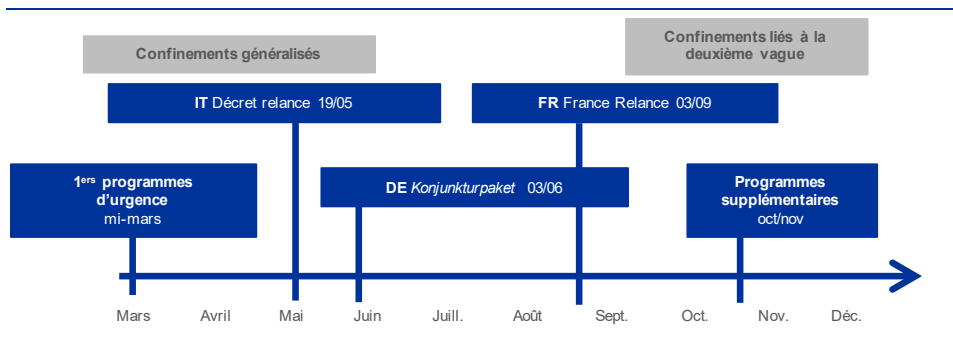


Source : Prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.

**Les mesures budgétaires ont été mises en œuvre par séquences de programmes budgétaires reflétant le changement de priorités au cours de l'année 2020.** Les quatre principaux États membres, à savoir l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, ont mis en œuvre leurs premiers programmes d'urgence à compter de la mi-mars, quelques jours après l'introduction des premières mesures de confinement généralisé en Italie (cf. figure 1). Ces programmes visaient à lutter contre la crise sanitaire et à soutenir les secteurs les plus touchés par les mesures de confinement. Ils ont été relativement similaires d'un pays à l'autre. Par la suite, certains des pays ont annoncé de nouveaux programmes budgétaires afin de prolonger les mesures de soutien de la liquidité et les mesures d'urgence contenues dans le premier programme. Avec la fin des confinements généralisés au cours de l'été, les États membres ont progressivement annoncé de nouveaux programmes, en général plus spécifiquement axés sur le soutien à la reprise et s'inscrivant sur un horizon plus long, notamment des mesures qui entreraient en vigueur en 2021 et au-delà. Plus particulièrement, l'Allemagne a annoncé en juin son « *Konjunktur- und Zukunftspaket* » comportant des mesures à hauteur de 130 milliards d'euros (3,9 % du PIB) et, en septembre, la France a lancé son programme « *France Relance* » comprenant des mesures pour un montant de 100 milliards d'euros (4,4 % du PIB). Plus tard, vers la mi-octobre, plusieurs autres États membres ont annoncé, dans leurs projets de plan budgétaire (PPB) pour 2021, des mesures additionnelles pour 2021 et les années suivantes. Dans l'ensemble, le calendrier des programmes de relance est beaucoup plus hétérogène que celui des mesures d'urgence prises au printemps. Enfin, fin octobre 2020, plusieurs États membres ont réagi rapidement à la deuxième vague de la pandémie et annoncé des mesures d'urgence supplémentaires spécifiquement destinées aux entreprises impactées par les nouveaux confinements partiels.

**Figure 1**

Principaux programmes budgétaires annoncés dans la zone euro



Source : Illustration des auteurs.

**La quantification des mesures budgétaires discrétionnaires prises face à la crise de la COVID-19 et leur comparaison entre pays posent des difficultés majeures.** Premièrement, il n'existe pas d'historique cohérent des mesures mises en œuvre par les pays. Si les États membres ont généralement formulé des estimations *ex ante* des coûts budgétaires au moment de l'annonce des programmes budgétaires, ces chiffres ont cependant souvent fait l'objet d'importantes révisions au fil du temps, en particulier en raison de taux d'utilisation plus faibles qu'anticipé<sup>86</sup>. Les programmes de stabilité publiés au printemps 2020 ne fournissaient pas les détails complets des mesures budgétaires, en particulier sur le plus long terme, les pays considérant que l'incertitude était trop élevée. Dans leurs PPB pour 2021, de nombreux pays n'ont pas fourni de vue d'ensemble quantitative détaillée des coûts effectifs des mesures prises en 2020. Deuxièmement, l'enregistrement statistique des mesures souvent sans précédent pose des difficultés, même avec les orientations fournies par Eurostat. Par exemple, les reports d'impôts ont souvent été déclarés par les États membres comme faisant partie du coût total des programmes budgétaires, alors qu'ils n'ont généralement pas d'incidence sur le solde budgétaire (cf. la discussion plus loin). Troisièmement, les frontières entre mesures discrétionnaires et stabilisateurs automatiques sont dans certains cas difficiles à discerner. Ainsi, le traitement des dispositifs de chômage partiel diffère d'un pays à l'autre : en effet, dans certains pays les éléments existants sont traités comme des stabilisateurs automatiques.

**Dans ce contexte, la vue d'ensemble suivante vise en premier lieu à évaluer la taille globale des programmes budgétaires mis en œuvre par les pays courant 2020 pour faire face à la pandémie, avant d'en analyser la composition.** En l'absence de vue d'ensemble cohérente des mesures discrétionnaires, l'analyse suivante examine plus en détail les informations fournies par la Commission européenne concernant l'ampleur globale des mesures liées au coronavirus, telles qu'incorporées dans les PPB des États membres. Le graphique 2 présente l'effet global attendu des mesures budgétaires discrétionnaires liées à la COVID-19 sur les soldes budgétaires des États membres en 2020, effet qui a été

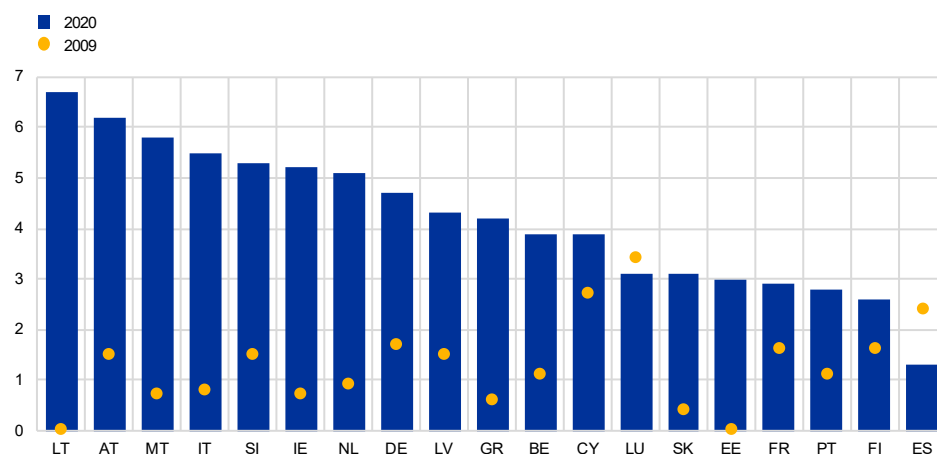
<sup>86</sup> Par exemple, sur les 75 milliards d'euros injectés par le gouvernement fédéral allemand pour le soutien d'urgence aux petites entreprises, seuls 15 milliards avaient été utilisés fin octobre 2020. Cf. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, « Jahresgutachten 2020/21 - Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken », Wiesbaden, 2020.

inclus dans les Prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne <sup>87</sup>. En 2020, tous les pays déclarants avaient décrété des programmes budgétaires substantiels, représentant un peu plus de 4 % du PIB en moyenne pondérée. Cependant, comme évoqué précédemment, la comparaison entre pays est difficile en raison de l'hétérogénéité dans la déclaration des mesures. Ainsi, pour quelques pays, les quantifications de la Commission diffèrent de celles des autorités nationales, notamment en ce qui concerne les dépenses liées aux dispositifs de chômage partiel. Alors que la Commission tend à traiter cette dépense au titre du fonctionnement des stabilisateurs automatiques, probablement mais pas nécessairement en vertu de l'hypothèse selon laquelle cette dépense serait déclenchée automatiquement par des critères tels qu'une diminution des ventes ou une baisse de la production, certains pays la déclarent en tant que mesure discrétionnaire dans leurs PPB <sup>88</sup>. D'autres différences concernent le traitement des reports d'échéances sociales et fiscales. En outre, dans plusieurs pays, les chiffres effectifs des mesures budgétaires prises en 2020 pourraient même être plus élevés qu'évalué par la Commission, les PPB ayant été préparés avant la deuxième vague de la pandémie à l'automne, qui a entraîné des coûts supplémentaires au titre des mesures existantes et de l'adoption de nouvelles mesures.

## Graphique 2

Mesures budgétaires discrétionnaires liées à la COVID-19 ayant eu un impact budgétaire en 2020 comparée au stimulus discrétionnaire brut en 2009

(en pourcentage du PIB)



Sources : Présentation des auteurs sur la base des documents de travail des services de la Commission qui accompagnent les avis de la Commission sur les projets de plan budgétaire pour 2021 ; « *Public finances in EMU – 2010* », *European Economy*, n° 4, Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières), 2010.

**L'impact budgétaire des mesures discrétionnaires est sans précédent par rapport aux épisodes de crise passés.** Par comparaison, au plus fort de la crise financière mondiale en 2009, le montant global des mesures discrétionnaires de

<sup>87</sup> L'information est disponible dans les [documents de travail de la Commission accompagnant les projets de plan budgétaire pour 2021](#).

<sup>88</sup> Par exemple, cette hypothèse explique en partie pourquoi les chiffres pour l'Espagne et le Luxembourg sont nettement inférieurs à ceux déclarés dans les PPB de ces deux pays (5,5 % et 5,1 % du PIB respectivement). De plus, dans le cas de l'Espagne, certaines mesures déclarées dans le PPB, telles que le fonds COVID-19 pour les régions, la hausse des salaires dans le secteur public et l'indexation des retraites sur l'indice des prix à la consommation, sont implicitement intégrées dans les projections de référence de la Commission et ne sont donc pas incluses dans le graphique 2.

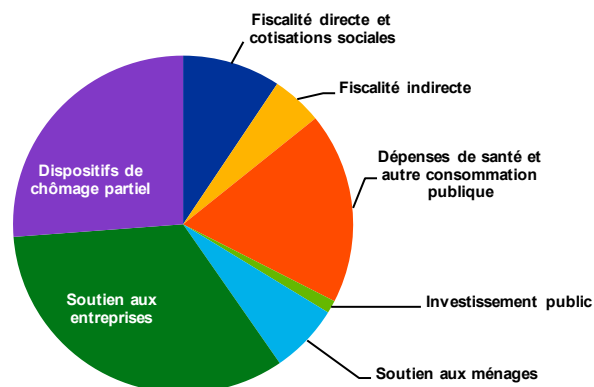
relance dans les pays de l'UE s'élevait à 1,5 % du PIB <sup>89</sup>. En outre, l'hétérogénéité des mesures a été plus importante durant la crise financière mondiale que lors de la crise de la COVID-19. En 2009, si les mesures de relance représentaient plus de 3 % du PIB au Luxembourg, certains pays n'en avaient pris aucune, mettant même en œuvre d'importantes mesures d'assainissement.

**Un examen plus détaillé des réponses budgétaires agrégées dans la zone euro en 2020 montre que les mesures d'urgence ont été principalement axées sur le soutien aux entreprises et à l'emploi.**

Dans le graphique 3, la composition des mesures budgétaires discrétionnaires agrégées est estimée à partir des informations fournies dans les PPB pour 2021 <sup>90</sup>. Comme on peut le constater, ce sont les mesures d'urgence destinées à remédier aux conséquences immédiates de la pandémie de COVID-19 qui ont apporté la plus forte contribution à la relance budgétaire en 2020. Premièrement, les États membres ont pris d'importantes mesures afin de protéger l'emploi, notamment sous la forme de dispositifs de chômage partiel et d'autres mesures de soutien aux entreprises les plus touchées comme des subventions. Deuxièmement, pour faire face à la crise sanitaire, les États membres ont accru leurs dépenses de santé afin de couvrir les coûts supplémentaires liés aux effectifs, aux produits pharmaceutiques et aux hôpitaux, et ont prévu des dépenses publiques supplémentaires afin de garantir le fonctionnement du secteur public.

**Graphique 3**

Composition estimée des mesures liées à la COVID-19 en 2020



Source : Calculs des auteurs à partir des PPB pour 2021.

**S'agissant des plans des autorités pour 2021, les mesures budgétaires tendent à évoluer vers un soutien à la reprise, leur montant et leur composition étant toutefois incertains.** Pour 2021, le montant global des mesures discrétionnaires prévues, tel qu'il apparaît dans les PPB, est nettement moins élevé et plus hétérogène entre les États membres qu'en 2020. Les mesures discrétionnaires concrètes figurant dans les PPB représentent en moyenne un peu plus de 1 %

<sup>89</sup> « *Public finances in EMU – 2010* », *European Economy*, n° 4, Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières), 2010.

<sup>90</sup> Les estimations sont établies à partir d'un sous-ensemble d'États membres, tous les pays n'ayant pas fourni d'informations détaillées sur la composition des mesures discrétionnaires en 2020.

du PIB. Parmi les principaux États membres, l'Allemagne se distingue avec des mesures représentant 2,1 % du PIB en 2021. Pour l'ensemble de la zone euro, la baisse par rapport à 2020 reflète pour l'essentiel la suppression progressive prévue de la majorité des mesures d'urgence. La composition des mesures de relance change également par rapport à 2020, les nouvelles mesures discrétionnaires figurant dans les budgets pour 2021 ayant tendance à être principalement axées sur la relance économique, avec une part plus importante consacrée à l'investissement public et aux mesures fiscales. De plus, la relance en 2021 dépendra de la mesure dans laquelle les États membres seront capables d'absorber les fonds consacrés au programme *Next Generation EU* (NGEU) (cf. encadré 1). Certains États membres ont inclus des estimations dans leurs PPB pour 2021, mais on disposera de davantage d'informations au printemps 2021, lorsque les États membres soumettront leurs plans pour la reprise et la résilience, qui devraient préciser les projets qu'ils ont l'intention de financer à l'aide du NGEU.

**Toutefois, la persistance de la crise sanitaire et économique entraînera inévitablement une augmentation des coûts liés aux mesures de politique budgétaire existantes, notamment une hausse des dépenses de santé ou des coûts liés à la prolongation des dispositifs de chômage partiel.** En outre, plusieurs États membres ont annoncé dans leurs PPB qu'ils renforceraient leur soutien en cas d'aggravation de la pandémie. En particulier, des mesures additionnelles de soutien aux entreprises semblent probables en cas de nouveaux confinements, comme cela a déjà été observé à l'automne 2020.

**Les sections suivantes décrivent comment le train de mesures introduites durant les premières phases de la crise, du côté aussi bien des dépenses que des recettes, était destiné à remédier aux conséquences immédiates de la pandémie.** Le fort ralentissement économique observé après l'apparition du virus différait des épisodes de crise précédents, tels que la crise financière mondiale, car il ne résultait pas de déséquilibres économiques. Il s'agissait d'un choc purement exogène, qui a frappé des structures économiques par ailleurs solides dans la zone euro. En conséquence, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les politiques budgétaires devaient avoir comme principal objectif de préserver la structure de l'économie antérieure à la crise, lorsque celle-ci était viable, et de réduire au maximum les insolvabilités liées à la crise ainsi que les sorties d'entreprises du marché. La sortie d'entreprises en bonne santé frappées par le confinement temporaire serait néfaste pour la reprise ultérieure, car elle entraînerait une perte inefficace de capital de production, en particulier d'actifs incorporels et de capital humain propres à chaque entreprise.

**Outre les mesures discrétionnaires avec effet immédiat sur le solde budgétaire, les États membres ont également mis en œuvre des mesures de soutien de la liquidité, principalement sous la forme de garanties d'État et de reports d'impôts.** Ces mesures ont été introduites par la plupart des pays de la zone euro au début des confinements généralisés afin de soutenir les entreprises impactées par les restrictions. Elles ont facilité l'accès des entreprises au financement externe et leur ont permis de reporter leurs obligations fiscales à des périodes de reprise d'une activité normale.

### 3 Le volet dépenses des mesures budgétaires

#### **Les dispositifs de chômage partiel ont joué un rôle particulièrement important dans la stabilisation de l'emploi durant la crise de la COVID-19, notamment durant la période des confinements généralisés.**

Ces dispositifs ont représenté plus du quart des programmes budgétaires en 2020 (cf. graphique 3). Ils visent à prévenir la perte de capital humain et à stabiliser la consommation des personnes qui, sinon, auraient été au chômage. En outre, ces dispositifs peuvent favoriser une reprise plus rapide du marché du travail, car ils 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 <sup>91</sup>. Le recours aux dispositifs de chômage partiel durant le confinement a été sans précédent : en Allemagne, mi-mai 2020, presque 10 millions de personnes en bénéficiaient, contre un maximum de 1,4 million environ durant la crise financière mondiale. D'après une analyse empirique des dispositifs de chômage partiel mis en place dans 23 pays développés durant la crise financière mondiale, ces dispositifs ont eu un impact significatif sur la préservation de l'emploi pendant la crise, l'emploi affichant une moindre élasticité par rapport à la production <sup>92</sup>. D'autres études sur les dispositifs propres à chaque pays confirment un effet positif sur l'emploi pendant la crise, par exemple en Allemagne <sup>93</sup> et en France <sup>94</sup>. Une autre étude sur l'Italie confirme un effet positif pour les chocs temporaires, mais souligne que, lorsque les chocs deviennent persistants, il faut mettre en balance les avantages à court terme en termes d'emploi et les effets potentiels de réallocation du dispositif <sup>95</sup>. Durant la crise de la COVID-19, la prolongation de ces dispositifs est particulièrement utile dans les cas où la demande dans des secteurs spécifiques reste faible en raison de restrictions sanitaires ou de confinements locaux temporaires. En outre, la prolongation de ces dispositifs soutient la demande privée et la confiance des entreprises pendant la phase de reprise. En revanche, l'expérience passée montre que le recours généralisé aux dispositifs de chômage partiel pendant la reprise peut entraver la réaffectation des travailleurs en cas de changements structurels et donc influencer défavorablement sur la création d'emplois pendant la reprise <sup>96</sup>. En conséquence, il a été recommandé que l'imposition de délais réduise le risque de soutenir des emplois qui ne sont plus viables à plus long terme, et que la formation et le soutien à la recherche d'emploi pour les travailleurs subventionnés puisse faciliter la mobilité de l'emploi <sup>97</sup>.

#### **Les pertes de revenus élevées subies par les entreprises, en particulier les petites et moyennes entreprises (PME), durant les confinements ont abouti à la**

<sup>91</sup> « Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

<sup>92</sup> Hijzen (A.) et Martin (S.), « *The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis* », *IZA J Labor Policy*, vol. 2, n° 5, 2013.

<sup>93</sup> Balleer (A.), Gehrke (B.), Lechthaler (W.) et Merkl (C.), « *Does short-time work save jobs? A business cycle analysis* », *European Economic Review*, vol. 84, 2016, p. 99 à 122.

<sup>94</sup> Cahuc (P.), Kramarz (F.) et Nevoux (S.), « Quand l'activité partielle fonctionne », *Document de travail de la Banque de France*, n° 692, 2018.

<sup>95</sup> Giupponi (G.) et Landais (C.), « *Subsidising Labor Hoarding in Recessions: The Employment and Welfare Effects of Short Time Work* », *CEPR Discussion Paper*, n° 13310, 2020.

<sup>96</sup> Cf. la note de bas de page n° 92.

<sup>97</sup> « *Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond* », OCDE, 2020.

**mise en place d'un soutien substantiel aux entreprises dans de nombreux États membres.**

Alors que presque tous les pays ont apporté, à un stade précoce, un soutien aux entreprises les plus impactées par les confinements, sous la forme de garanties de prêts et d'un partage partiel des coûts salariaux dans le cadre de dispositifs de chômage partiel, les coûts fixes peuvent encore entraîner des déficits de liquidités qui, s'ils ne sont pas corrigés, pourraient finalement conduire à l'insolvabilité des entreprises et à leur sortie du marché. Du fait de l'incertitude et des évolutions rapides durant le confinement, il était difficile d'adapter le soutien à la solvabilité des entreprises à leurs besoins, la véritable charge pesant sur les entreprises étant difficile à évaluer. En outre, le soutien ne pouvait être lié qu'à des critères très larges, tels que la mesure dans laquelle l'ensemble du secteur était impacté. Par conséquent, les gouvernements se sont trouvés confrontés à un arbitrage entre, d'une part, fournir une aide d'urgence rapidement et sans bureaucratie et, d'autre part, éviter la fraude et des gains exceptionnels pour les entreprises. Quelques pays ont choisi de mettre en place des programmes de soutien direct aux entreprises à un stade précoce, en particulier l'Allemagne, qui a mis en place plusieurs programmes d'aide d'urgence aux petites entreprises et aux travailleurs indépendants dans tous les secteurs dont l'existence était menacée. D'autres pays ont par la suite introduit des programmes de compensation partielle des pertes subies pendant la période de confinement, souvent en lien avec des coûts fixes spécifiques des entreprises ou des secteurs connexes, ou avec des pertes de chiffre d'affaires. Dans plusieurs pays, ces mesures ont été renouvelées à l'automne afin d'indemniser les entreprises impactées par les confinements partiels liés à la deuxième vague de la pandémie. Enfin, plusieurs pays ont accordé, à un stade précoce, des subventions aux travailleurs indépendants ou à d'autres travailleurs qui n'étaient pas suffisamment couverts par les systèmes nationaux de sécurité sociale existants. Toutefois, ces transferts ont été généralement assez limités, jouant un simple rôle d'aide sociale sous la forme d'un revenu de substitution ne couvrant pas les coûts opérationnels.

**Les États membres se sont engagés à verser des montants substantiels au titre des injections de capitaux aux entreprises, ce qui pourrait entraîner des coûts budgétaires supplémentaires à l'avenir.**

Durant les premières phases de la crise, plusieurs gouvernements ont déjà annoncé l'octroi de montants substantiels au titre des apports de capitaux aux entreprises (par exemple, 3 % du PIB en Allemagne et 0,9 % du PIB en France), et un assouplissement des règles en matière d'aides de l'État a en principe facilité la recapitalisation des grandes entreprises. Les premières opérations de recapitalisation à plus grande échelle dans la zone euro ont été limitées au secteur de l'aviation, mais les coûts budgétaires à long terme liés aux recapitalisations peuvent augmenter si d'autres secteurs sont également impactés à plus long terme. En particulier, des coûts économiques et budgétaires pourraient apparaître si des entreprises qui étaient déjà en mauvaise santé avant la crise étaient maintenues en vie artificiellement, ce qui entraverait les évolutions structurelles. En outre, ces mesures d'aide de l'État doivent tenir compte des problèmes de concurrence, car des approches différentes d'un pays à l'autre risquent de nuire au Marché unique. La Commission a donc approuvé les opérations récentes sous certaines conditions, comme celle que l'État dispose d'une stratégie de sortie crédible.

**L'efficacité des autres mesures axées sur les dépenses visant à soutenir la demande privée est entravée par la crise de la COVID-19.**

Dans les crises précédentes, telles que la crise financière mondiale, la majorité des mesures budgétaires prises pour stimuler l'économie visaient à soutenir le pouvoir d'achat des ménages, soit en augmentant les revenus, en réduisant les impôts ou en offrant des avantages pour stimuler la consommation, l'incertitude accrue quant aux revenus futurs et le risque plus élevé de chômage entraînant une augmentation de l'épargne de précaution. Les mesures d'urgence ont largement soutenu les revenus et permis aux ménages de maintenir leur niveau de vie. Toutefois, du fait des mesures d'endiguement, leur impact immédiat sur la consommation a été réduit. Ces mesures ont empêché les consommateurs de faire des achats et entraîné une forte augmentation du taux d'épargne, en particulier dans les groupes à revenu élevé <sup>98</sup>. Cela signifie que l'aide au revenu destinée aux ménages à faible revenu a un impact macroéconomique plus important, car ces agents ont une plus grande propension à consommer et sont davantage susceptibles d'augmenter leur consommation à l'issue des confinements. En effet, plusieurs pays ont déjà pris des mesures sous la forme de transferts ciblés vers certains ménages, comme les familles ou les chômeurs. On peut supposer que ces mesures ont un impact plus fort dans la mesure où elles ciblent les ménages ayant une plus forte propension à consommer. Il y a eu peu de recours aux incitations directes à la consommation, qui étaient un instrument populaire lors de la crise financière mondiale, en particulier les dispositifs de prime à la casse. En effet, le secteur automobile devrait être moins impacté que d'autres par la crise actuelle, qui frappe plus particulièrement le secteur des services. Parmi les exceptions notables, quelques pays ont mis en place pour d'autres secteurs des incitations à la consommation, comme les chèques vacances.

**Les dépenses publiques d'investissement devraient constituer une priorité pendant la phase intermédiaire de transition vers la reprise économique.**

Alors que la relance budgétaire sous forme de réductions d'impôts ou de transferts n'est probablement pas un outil très efficace pour stimuler l'économie durant la phase intermédiaire, marquée par la persistance de confinements partiels et de niveaux élevés d'incertitude, la mise en place de divers travaux publics l'est davantage <sup>99</sup>. Ce type de dépenses n'est pas affecté de manière significative par la distanciation sociale et, comme il est complémentaire à l'investissement privé, il peut le stimuler. Certains pays, notamment l'Allemagne <sup>100</sup> et la France <sup>101</sup>, ont déjà

<sup>98</sup> Si l'augmentation du taux d'épargne des ménages au deuxième trimestre de 2020 peut en principe s'expliquer à la fois par l'épargne forcée due aux mesures de confinement et par l'épargne de précaution pour parer au risque de chômage futur, une analyse empirique donne cependant à penser que l'épargne forcée semble être le principal déterminant de cette hausse ; cf. l'encadré intitulé « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

<sup>99</sup> « *Fiscal Monitor: Policies for the Recovery* », FMI, 2020.

<sup>100</sup> En juin 2020, le gouvernement allemand est parvenu à un accord sur un programme de relance budgétaire qui prévoit une enveloppe de 50 milliards d'euros pour des mesures de promotion de l'investissement, y compris un soutien en faveur des voitures électriques et de stations de recharge plus nombreuses, des investissements en faveur de la digitalisation et un soutien supplémentaire à la Deutsche Bahn.

<sup>101</sup> Le 3 septembre 2020, le gouvernement français a annoncé le plan de relance « France Relance », qui devrait mobiliser 100 milliards d'euros. Cette initiative comporte une importante composante d'investissement public. Environ 30 % des fonds seront consacrés au financement d'investissements dans le domaine de l'environnement, tandis que le plan prévoit également des investissements dans les technologies futures.

annoncé en 2020 des mesures budgétaires qui prévoient des augmentations considérables de l'investissement public en 2021 et au-delà. Dans la pratique, toutefois, il peut être difficile de concrétiser rapidement ces augmentations en raison du temps nécessaire pour évaluer correctement les besoins d'investissement et engager les dépenses. Il est donc important d'avoir des projets prêts à réaliser qui puissent être mis en place automatiquement lorsque nécessaire. À cet égard, les activités de maintenance peuvent être anticipées car elles ont tendance à être mises en œuvre plus facilement que les nouveaux projets. Ainsi, les accroissements d'investissements peuvent être mis en œuvre en temps opportun et permettre une stabilisation effective.

**L'investissement public a également un rôle important à jouer dans la reprise économique post-pandémique, notamment grâce au financement issu du programme *Next Generation EU*.**

En particulier, les investissements supplémentaires prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* joueront un rôle prépondérant dans le soutien à la reprise une fois la pandémie terminée <sup>102</sup>. On estime que cette facilité entraînerait une expansion budgétaire fondée sur la dette d'environ 1 % du PIB en moyenne dans la zone euro au cours de la période 2021-2024. La majeure partie de ces dépenses devrait être consacrée à des réformes structurelles favorisant l'investissement et la croissance (cf. encadré 1). Il est donc important de garantir l'additionnalité de ces dépenses en complément des dépenses nationales, afin que les fonds de l'UE n'évincent pas les dépenses d'investissement des gouvernements nationaux. Il est important de souligner que même si les investissements financés par le programme NGEU devaient remplacer les dépenses nationales, l'impact serait néanmoins bénéfique, étant donné que les subventions de l'UE n'augmentent pas les niveaux de la dette publique intérieure. Cette augmentation attendue des investissements au lendemain de la crise contraste fortement avec les années qui ont suivi la crise financière mondiale, lorsque les investissements publics ont été considérablement réduits dans le cadre des stratégies d'assainissement budgétaire suivies par les États membres de la zone euro <sup>103</sup>, le ratio des investissements publics dans la zone euro revenant de 3,7 % du PIB en 2009 à 2,7 % en 2018.

**Les réponses apportées à l'échelle nationale comme à l'échelle de l'UE devraient comporter un volet important consacré à la réalisation d'objectifs environnementaux.**

L'accord du Conseil européen de juillet 2020 <sup>104</sup> a fixé un objectif global d'au moins 30 % du montant total du budget de l'UE et des dépenses au titre du NGEU consacré à la réalisation d'objectifs climatiques. On peut citer à cet égard l'exemple de la France, où, selon le PPB pour 2021, 30 % du programme « France Relance » de 100 milliards d'euros sont destinés à des investissements dans tous les aspects de la « transition écologique, y compris la rénovation énergétique des bâtiments, les infrastructures et la mobilité vertes, la décarbonation des processus industriels et le soutien à l'innovation verte, le soutien à l'économie

<sup>102</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Les implications budgétaires du plan de relance de l'UE](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

<sup>103</sup> Cf. l'article intitulé « [La composition des finances publiques dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

<sup>104</sup> Conclusions adoptées le 21 juillet 2020 par le Conseil européen sur le plan de relance et le cadre financier pluriannuel pour la période 2021-2027.

circulaire, les limites à l'occupation des terres et la transition agricole ». Ce n'est pas la première fois que des mesures de relance prises dans le contexte d'une crise économique poursuivent des objectifs environnementaux : en effet, durant la crise financière mondiale, plus de 16 % de l'ensemble des mesures de relance liées à la crise étaient axées sur diverses activités vertes <sup>105</sup>. L'expérience a montré que la mise en œuvre de mesures de relance vertes suffisamment importantes, opportunes et bien conçues pouvait engendrer une croissance économique tout en ayant des effets positifs sur l'environnement. Toutefois, divers arbitrages peuvent également se présenter entre objectifs de croissance et objectifs environnementaux, ce qui souligne l'importance d'une bonne conception des politiques.

#### 4 Mesures de soutien de la liquidité axées sur le volet dépenses

**Durant la première phase de la crise de la COVID-19, les garanties sur les prêts ont été le principal instrument utilisé pour remédier aux pénuries de liquidité des entreprises.** Ces garanties visaient à éviter les pénuries de liquidité pour les entreprises particulièrement affectées par les mesures d'endiguement, notamment les PME. En outre, plusieurs États membres ont fourni des liquidités supplémentaires aux entreprises sous forme de prêts par l'intermédiaire des banques de développement publiques. Au niveau de la zone euro, les garanties annoncées ont représenté plus de 16 % du PIB (cf. graphique 4). Même si l'annonce de ces garanties importantes sur les prêts a certainement contribué à restaurer la confiance des entreprises à court terme, les montants annoncés ne sont que faiblement en rapport avec leur utilisation effective. Dans les quatre principaux États membres, le tirage total jusqu'à octobre-novembre 2020 a été compris entre 1,3 % du PIB environ en Allemagne et 9,7 % du PIB en Espagne <sup>106</sup>. L'efficacité des dispositifs dépend de certaines caractéristiques de leur conception, qui déterminent si les emprunteurs peuvent accéder aux prêts rapidement et qui diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. De plus, des garanties sur les prêts ont également été octroyées par la Banque européenne d'investissement (BEI) (cf. encadré 1).

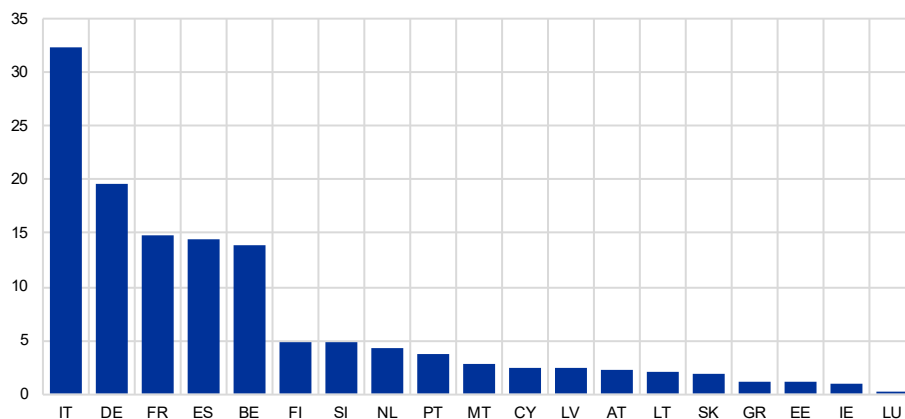
<sup>105</sup> Les politiques vertes soutenues comprenaient la production d'énergies renouvelables, l'efficacité énergétique dans les bâtiments, les dispositifs de prime à la casse pour les véhicules à faible rendement énergétique, le soutien au développement de technologies propres, les transports en commun, la conservation de la nature et la gestion des ressources en eau ; cf. Agrawala (S.), Dussaux (D.) et Monti (N.), « *What policies for greening the crisis response and economic recovery? Lessons learned from past green stimulus measures and implications for the COVID-19 crisis* », *OECD Environment Working Papers*, n° 164, 2020.

<sup>106</sup> Chiffres actualisés des informations présentées dans l'encadré intitulé « [Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

## Graphique 4

### Garanties

(en pourcentage du PIB en 2019)



Source : Calculs de l'auteur à partir des projets de plans budgétaires pour 2021 et de la base de données du Fonds monétaire international (FMI) sur les réponses budgétaires face à la COVID-19 (*Database of fiscal policy responses to COVID-19*).

Notes : Les données sont issues des projets de plans budgétaires pour 2021 publiés sur le site internet de la Commission européenne. Dans certains cas, les chiffres ont été fournis en pourcentage du PIB, tandis que dans d'autres, le montant a été indiqué en milliards d'euros. Dans le dernier cas, les montants ont été exprimés en pourcentage du PIB en utilisant les projections relatives à la croissance nominale pour 2020 incluses dans les projets de plans budgétaires. Pour AT, CY, EE, IT, LV, NL et SI, le montant des enveloppes de garanties de l'État a été obtenu à partir de la base de données du FMI sur les réponses budgétaires face à la COVID-19, avec une date d'arrêt au 11 septembre 2020. Les montants ont été convertis en euros en utilisant le taux de change EUR/USD du 11 septembre 2020 et les chiffres du PIB provenant des projets de plans budgétaires ont été utilisés pour calculer les ratios.

### Même si des garanties pour les sociétés non financières avaient également été utilisées lors des ralentissements précédents, leur ampleur constitue une caractéristique spécifique de la réponse apportée à la crise de la COVID-19.

Les garanties accordées au secteur financier durant la crise financière mondiale avaient principalement pour objectif de restaurer la confiance et de garantir un financement satisfaisant de ce secteur. Les engagements au titre de ces garanties s'élevaient à 18 % du PIB environ en 2010 <sup>107</sup>, une taille comparable à celle des garanties actuelles accordées aux sociétés non financières. De plus, les conditions de financement des PME s'étant détériorées à la suite de la crise financière mondiale en raison des difficultés dans le secteur bancaire, la plupart des pays de la zone euro ont étendu l'utilisation des dispositifs de garanties publiques et des crédits publics afin d'assurer la fourniture de liquidité aux entreprises. Même si les montants annoncés pour ces programmes étaient parfois très importants (par exemple, l'Allemagne avait affecté des garanties à hauteur de 100 milliards d'euros environ dans le cadre de son *Wirtschaftsfonds Deutschland* et la France avait accordé des prêts et des garanties aux PME pour un montant de 22 milliards d'euros), les montants effectivement utilisés ont généralement été nettement plus faibles <sup>108</sup>, en particulier par rapport aux engagements vis-à-vis du secteur financier.

<sup>107</sup> Pour une vue d'ensemble détaillée des garanties accordées au secteur financier durant la crise financière mondiale, cf. « *Measures taken by euro area governments in support of the financial sector* », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2010.

<sup>108</sup> Pour une vue d'ensemble, cf. « *Assessment of government support programmes for SMEs' and entrepreneurs' access to finance in the global crisis* », Groupe de travail de l'OCDE sur les PME et l'entrepreneuriat, Paris, 2010.

**La littérature empirique montre que les garanties ont eu un effet positif sur l'activité de prêt lors des crises précédentes, mais également de possibles effets incitatifs négatifs, même si ceux-ci apparaissent moins probables dans les circonstances actuelles.** Les analyses empiriques des dispositifs destinés aux PME en Italie <sup>109</sup> et aux Pays-Bas <sup>110</sup> ont montré qu'ils ont eu des effets positifs sur l'accès au crédit durant la crise financière mondiale, mais elles mettent également en évidence un aléa moral de la part des entreprises : en effet, les garanties ont réduit les incitations pour les banques à contrôler et à surveiller la qualité des prêts, avec pour résultat des prêts plus risqués, les entreprises se lançant dans des projets plus risqués. Durant la crise de la COVID-19, la fourniture de garanties sur les prêts s'est révélée un instrument particulièrement efficace pour maintenir la liquidité des entreprises, la crise ayant principalement touché des entreprises viables et productives dans un monde sans pandémie. En principe, on pourrait craindre une situation d'aléa moral si les banques remplacent les prêts problématiques existants datant d'avant la crise par de nouveaux prêts garantis par l'État. Toutefois, en raison des caractéristiques spécifiques de la crise actuelle, les risques que l'aléa moral entraîne des coûts élevés liés à des prêts à des entreprises non viables sont plus faibles <sup>111</sup>. Contrairement aux crises financières précédentes, cette fois, le choc économique n'a pas été causé par une prise de risque excessive, les problèmes de liquidité des entreprises devraient par conséquent être principalement de nature temporaire. De plus, le soutien budgétaire de grande ampleur apporté aux entreprises peut compenser en partie leurs pertes durant la pandémie.

## 5 Mesures budgétaires concernant le volet recettes

**Plusieurs pays de la zone euro ont mis en place des réductions temporaires de la TVA afin de stimuler la consommation après les confinements stricts.** Ainsi, l'Allemagne a temporairement réduit de 3 points de pourcentage le taux normal de TVA de 19 %, et de 2 points de pourcentage le taux réduit, qui était de 7 %, la mesure s'appliquant de juillet à décembre 2020, tandis que l'Irlande a réduit son taux normal, qui était de 23 %, de 2 points de pourcentage de septembre 2020 à février 2021. Dans l'hypothèse d'une transmission intégrale, la baisse de la TVA en Allemagne réduirait la hausse de l'ICPH de la zone euro en juillet 2020 de quelque 0,6 point de pourcentage <sup>112</sup>. Toutefois, l'impact réel de cette mesure est incertain, celle-ci étant temporaire et prise dans une situation d'atonie de l'activité économique et d'incertitude élevée. Même s'il existe peu d'expériences de telles mesures de relance dans la zone euro, les données empiriques pour le Royaume-Uni <sup>113</sup>, qui a

<sup>109</sup> D'Ignazio (A.) et Menon (C.), « *Causal Effect of Credit Guarantees for Small- and Medium-Sized Enterprises: Evidence from Italy* », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 122, 2020, p. 191-218.

<sup>110</sup> Ioannidou (V.), Liberti (J.M.), Mosk (T.) et Sturgess (J.) « *Intended and Unintended Consequences of Government Credit Guarantee Programs* » dans Mayer (C.), Onado (S. M.), Pagano (M.) et Polo (A.) (eds), « *Finance and Investment: The European Case*, 2018.

<sup>111</sup> Pour une analyse des risques de zombification de l'économie et des mesures pour l'éviter, cf. Laeven (L.), Schepens (G.) et Schnabel (I.), « *Zombification in Europe in times of pandemic* », VoxEU, 11 octobre 2020.

<sup>112</sup> Cf. « *Le rôle joué par la fiscalité indirecte dans l'inflation en zone euro et ses perspectives* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

<sup>113</sup> Crossley (C), Low (H.) et Sleeman (C.), « *Using a temporary indirect tax cut as a fiscal stimulus: evidence from the UK* » *IFS Working Papers*, n° W14/16, Institute for Fiscal Studies, 2014.

eu recours à une réduction temporaire de la TVA pour stimuler les dépenses de consommation durant la crise financière mondiale, montrent que les entreprises ont tout d'abord répercuté dans une large mesure la baisse du taux de TVA, mais ont ensuite annulé certaines réductions de prix après deux mois. Globalement, dans ce cas spécifique, une réduction temporaire de la TVA a permis une anticipation de la consommation de biens durables. Toutefois, des données préliminaires fondées sur une enquête auprès des consommateurs en Allemagne indiquent que si la moitié environ des consommateurs a perçu une baisse des prix, seulement 11 % ont prévu d'anticiper des achats initialement prévus pour 2021, ce qui montre que la réduction temporaire de la TVA a eu une certaine efficacité, bien que limitée, pour stimuler la consommation <sup>114</sup>.

**La persistance des contraintes sanitaires et les changements de comportement compromettent le rôle de relance des réductions temporaires de la TVA.** Plus particulièrement, ces réductions sont moins efficaces pour les secteurs qui ont été les plus affectés par les mesures d'endiguement et qui ont souvent continué à être confrontés à des restrictions de l'offre durant la phase intermédiaire suivant les confinements généralisés, et apportent un soutien plus important à la consommation de biens durables. Par conséquent, quelques pays (tels que la Belgique et l'Autriche) ont restreint les réductions de TVA aux secteurs les plus touchés, tels que les voyages et l'hébergement. Enfin, une fois les réductions de TVA arrivées à leur terme, début 2021 dans la plupart des cas, on peut s'attendre à une baisse temporaire de la consommation si l'économie souffre toujours d'une demande faible.

**Dans leurs budgets pour 2021, certains pays de la zone euro prévoient de réduire la fiscalité directe ou les cotisations sociales en réponse à la crise de la COVID-19.** Plus particulièrement, la France a annoncé une réduction des impôts sur la production en 2021 afin d'améliorer la compétitivité des entreprises. Même si plusieurs pays ont mis en place des incitations fiscales pour les entreprises, par exemple sous forme de primes fiscales à l'investissement, jusqu'à présent, on n'a pas observé de réduction importante des taux d'imposition des sociétés. Même si, en général, les réductions de l'impôt sur les sociétés peuvent avoir un effet positif sur la croissance potentielle, dans la mesure où elles rendent les systèmes fiscaux plus propices à la croissance <sup>115</sup>, elles sont moins susceptibles de générer des effets positifs importants sur la croissance à court terme. Premièrement, les réductions de l'impôt sur les sociétés bénéficient généralement aux entreprises qui réalisent des bénéfices et, par conséquent, ne soutiennent pas celles qui enregistrent des pertes en raison de la pandémie. Deuxièmement, en période d'incertitude élevée comme celle de la crise actuelle, les recherches empiriques ont montré que les entreprises réagissent peu aux incitations fiscales dans leurs décisions d'investissement <sup>116</sup>. S'agissant de la fiscalité du travail, des programmes de subvention exemptant temporairement les entreprises de cotisations sociales ou de taxes sur les nouvelles

<sup>114</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, « *Jahresgutachten 2020/21 - Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken* », Wiesbaden, 2020.

<sup>115</sup> « *La composition des finances publiques dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

<sup>116</sup> Guceri (I.) et Albinowski (M.), « *Investment Responses to Tax Policy Under Uncertainty* », *CESifo Working Paper*, n° 7929, 2019.

embauches ont été introduits dans quelques pays, par exemple en Grèce. De telles mesures temporaires et ciblées peuvent être des instruments efficaces pour soutenir la réallocation du travail lors de la phase de reprise. Les réductions généralisées des impôts sur le revenu ou des cotisations sociales mises en œuvre temporairement (comme en Grèce) ou de manière permanente (par exemple, dans les régions plus pauvres en Italie) sont généralement beaucoup plus coûteuses, mais devraient soutenir la croissance de l'emploi à moyen et long terme.

## 6 Mesures de soutien de la liquidité concernant le volet recettes

**Durant les confinements, la situation de liquidité des entreprises a été encore renforcée par diverses mesures fiscales, notamment des reports d'impôts, qui ne devraient pas avoir d'impact significatif sur le solde budgétaire de 2020.**

Très tôt au cours de la pandémie, tous les pays de la zone euro ont pris des mesures pour alléger les paiements d'impôts immédiats des entreprises sévèrement touchées par les confinements. Généralement, ces mesures n'ont pas réduit les obligations fiscales globales des entreprises, mais elles ont reporté à des dates ultérieures les dates de paiement qui tombaient au moment des confinements généralisés au premier semestre de l'année, apportant ainsi un supplément de liquidité aux entreprises. Ces mesures comprenaient des reports d'impôts (couvrant la TVA, les impôts sur les sociétés et sur le revenu et les cotisations sociales), des réductions des acomptes au titre de l'impôt sur les sociétés (le calcul des paiements de l'impôt sur les sociétés de l'année en cours étant principalement fondé sur le résultat de l'année précédente) et l'accélération des remboursements d'impôts et des arriérés ou la suspension des mesures d'exécution. Dans la plupart des pays, les montants des impôts différés ont représenté entre 0,5 % et 2 % du PIB et dans plusieurs cas, ils ont été très importants, atteignant près de 8 % pour le Luxembourg, d'après le projet de plan budgétaire du pays pour 2021. Toutefois, l'effet global de ces mesures sur le solde budgétaire en 2020 est relativement faible pour deux raisons. Premièrement, dans la plupart des pays, le paiement des impôts différés était prévu au second semestre 2020. Deuxièmement, même si le paiement est reporté aux années suivantes, la recette attendue est comptabilisée sur l'année où l'impôt à payer est constaté.

**Les mesures fiscales en faveur de la liquidité ont été un instrument efficace pour accroître la liquidité des entreprises.** Les obligations fiscales ne réagissant en général qu'avec un décalage aux variations des revenus, de telles mesures fiscales permettent de stabiliser les bénéfices des entreprises. Même si l'utilisation généralisée de telles mesures est une caractéristique nouvelle de la crise de la COVID-19, elles ont déjà été appliquées de façon limitée durant la crise financière mondiale (par exemple en Italie et en Espagne). Il existe relativement peu d'informations sur leur efficacité, à l'exception notable d'une analyse empirique <sup>117</sup>, qui étudie le report des taxes et redevances sur le travail en Suède en 2009. Cette

<sup>117</sup> Brown (J.R.), Martinsson (G.) et Thomann (C.), « *Government Lending in a Crisis* », *Swedish House of Finance Research Paper*, n° 20-28, octobre 2020.

étude montre que les reports d'impôts ont des effets positifs, car ils allègent les contraintes de liquidité à court terme, en particulier pour les entreprises plus jeunes et plus endettées, et semblent avoir réduit la probabilité qu'elles connaissent de graves difficultés financières dans les années suivant la crise.

## Encadré 1

### La réaction de l'UE à la crise de la COVID-19

---

Stephan Haroutunian

**La réponse de l'Union européenne (UE) à la crise du coronavirus (COVID-19) a été sans précédent et apporte un complément important aux mesures budgétaires prises au niveau national.** Même si les mesures budgétaires nationales constituent la première ligne de défense, l'ampleur de la crise et le fait que les États membres ne disposent pas tous de la même marge de manœuvre budgétaire font qu'une réponse de l'UE au-delà des réponses nationales peut soutenir la reprise et réduire le risque de fragmentation de l'UE.

**La réponse de l'UE a également été adaptée aux défis apparaissant au cours des différentes phases de la crise.** Des initiatives à court terme ont été utilisées pour répondre à la nécessité urgente de combattre la crise durant la phase initiale de confinement, tandis que des initiatives davantage orientées vers le moyen et le long terme visent à maintenir la relance budgétaire nécessaire, tout particulièrement dans les États membres plus vulnérables, d'une manière qui prépare la voie à une UE plus compétitive à long terme.

#### La première série de mesures incluait :

L'activation de la **clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC)** a été l'une des principales initiatives immédiates. La clause dérogatoire générale <sup>118</sup> permet un écart coordonné et temporaire par rapport aux exigences budgétaires habituelles du PSC pour tous les États membres, à condition que cela ne compromette pas la soutenabilité budgétaire à moyen terme. Cela leur permet ainsi de prendre toutes les mesures budgétaires nécessaires pour apporter une réponse contracyclique dans une situation de crise généralisée causée par une grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'UE. Le Conseil Ecofin a activé la clause pour la première fois depuis son inclusion dans les règles en 2011. Selon la Déclaration des ministres des Finances de l'UE sur le Pacte de stabilité et de croissance à la lumière de la crise du COVID-19 du 23 mars <sup>119</sup>, le déclenchement de la clause dérogatoire générale a pour objectif de garantir la flexibilité nécessaire pour que les États membres prennent les mesures requises pour limiter l'impact de la pandémie et apportent éventuellement, au-delà, un soutien plus général par de nouvelles mesures discrétionnaires de relance et une action coordonnée. Les mesures doivent être conçues, autant qu'il conviendra, pour être mises en place rapidement, à titre temporaire et de manière ciblée.

Les mesures visent à garantir que le cadre de l'UE s'appuyant sur des règles favorise la mise en œuvre de mesures d'urgence. Plus particulièrement, la Commission européenne a adopté un **encadrement temporaire spécifique des aides d'État** afin d'accélérer la mise à disposition de

---

<sup>118</sup> Cf. l'encadré intitulé « [La crise du COVID-19 et ses implications pour les politiques budgétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

<sup>119</sup> Cf. la [Déclaration des ministres des Finances de l'UE sur le Pacte de stabilité et de croissance à la lumière de la crise du COVID-19](#) du 23 mars 2020.

mesures de soutien public pour les entreprises, tout en soulignant également la nécessité de maintenir une égalité de traitement dans le Marché unique.

En ce qui concerne le budget de l'UE, la Commission européenne a mis en place l'**Initiative d'investissement en réaction au Coronavirus**, qui permet l'utilisation de fonds dans le cadre de la politique de cohésion de l'UE pour faire face aux conséquences de la crise de la COVID-19.

**Dans une deuxième phase, trois filets de sécurité ont été mis en place afin de soutenir les mesures prises par les États membres en faveur des travailleurs et des entreprises et de garantir l'accès des pays au financement, pour un montant total de 540 milliards d'euros.**

Ces filets de sécurité visent à fournir un soutien sous forme de liquidité aux entreprises et aident les États membres à financer les mesures qu'ils prennent en réponse à la crise.

1. **Le soutien à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency – SURE*)** : le dispositif SURE est un instrument temporaire fondé sur des prêts, apportant une assistance financière aux États souverains, qui mobilise des fonds pour le financement national des dispositifs de chômage partiel et de certains coûts liés à la santé pendant la durée de l'urgence. Des prêts jusqu'à 100 milliards d'euros au total sont octroyés par l'UE aux États membres, à des conditions favorables, en s'appuyant autant que faire se peut sur le budget de l'UE, et ils sont en outre nantis par des garanties apportées par les États membres. Les contributions des États membres seront fournies sous la forme de garanties irrévocables, inconditionnelles et sur demande.

2. **Le renforcement des activités de la Banque européenne d'investissement (BEI)** : en se fondant sur l'initiative du Groupe BEI, un fonds de garantie paneuropéen, doté de 25 milliards d'euros, a été mis en place. Ce fonds peut fournir un financement à concurrence de 200 milliards d'euros aux entreprises, une attention particulière étant accordée aux petites et moyennes entreprises dans l'ensemble de l'UE, notamment par le biais des organismes nationaux de promotion économique. L'objectif est de compléter les systèmes de garanties nationaux et d'assurer que les entreprises disposent de suffisamment de liquidité à court terme et sont en mesure de poursuivre leur croissance et leur développement à moyen et long terme.

3. **Les filets de sécurité pour les États dans la zone euro** : l'instrument de soutien dans le cadre de la crise pandémique (*Pandemic Crisis Support tool*) a été développé afin de préserver le financement des pays de la zone euro. Il est fondé sur la ligne de crédit de précaution existante du Mécanisme européen de stabilité (MES), à savoir la ligne de crédit assortie de conditions renforcées (*Enhanced Conditions Credit Line*) et ajusté en fonction du défi spécifique actuel. L'objectif de cet instrument est de garantir l'accès au financement durant la crise. Les demandes de soutien dans le cadre de la crise pandémique peuvent être présentées jusqu'au 31 décembre 2022. Le tirage accordé représentera 2 % du PIB du pays de la zone euro concerné à fin 2019, à titre de référence, avec une enveloppe globale de 240 milliards d'euros. La seule exigence à respecter pour pouvoir accéder à cette ligne de crédit sera, pour les États membres qui reçoivent une aide, de « s'engager à utiliser ladite ligne de crédit pour soutenir le financement national des coûts directs et indirects en matière de soins de santé, de traitements et de prévention occasionnés par la crise de la COVID-19 ». La ligne de crédit a été rendue opérationnelle par le Conseil des gouverneurs du MES le 15 mai 2020, mais à fin 2020, aucun pays ne s'était déclaré intéressé par son utilisation.

**Afin de soutenir encore la reprise, le Conseil européen a adopté le plan de relance innovant intitulé « Next Generation EU » (NGEU)** <sup>120</sup>. Le plan, d'un montant de 750 milliards d'euros exprimés en prix de 2018, est centré autour d'une Facilité pour la reprise et la résilience (FRR), avec une enveloppe de 672 milliards d'euros composée de 360 milliards de prêts et de 312,5 milliards de subventions. Le reste des fonds NGEU sont destinés à d'autres initiatives, telles que la recherche et le développement (HorizonEurope), le financement de la cohésion en réaction à la crise (REACT-UE), le changement climatique (Fonds pour une transition juste) et le développement rural et la protection civile (RescEU), REACT-UE étant la composante la plus importante. Tous les fonds de la FRR doivent être engagés d'ici fin 2023 et tous les paiements doivent être exécutés d'ici fin 2026. La Commission sera habilitée à emprunter des fonds sur les marchés de capitaux pour le compte de l'UE jusqu'à concurrence de 750 milliards d'euros exprimés en prix de 2018, la nouvelle activité d'emprunt net s'arrêtant au plus tard fin 2026. Le calendrier de remboursement s'étale jusqu'à fin 2058. Les pays de l'UE considérés comme particulièrement vulnérables devraient recevoir des transferts nets très importants dans le cadre de la FRR. En vue de recevoir un soutien financier dans le cadre de la FRR, les États membres de l'UE devront élaborer des plans nationaux pour la reprise et la résilience dans lesquels ils détaillent leur programme de réformes et d'investissements publics pour les années 2021-2023. Ces réformes et ces investissements doivent s'attaquer aux défis identifiés dans le cadre du Semestre européen et renforcer la création d'emplois, le potentiel de croissance et la résilience économique et sociale de l'État membre concerné. Le 9 novembre 2020, le Parlement européen a adopté la FRR, qui prévoit également que chaque plan de redressement et de résilience contribue pour au moins 40 % de son budget au climat et à la biodiversité et pour au moins 20 % aux investissements et aux réformes numériques.

---

## 7 Les implications pour l'orientation budgétaire

**Il est difficile d'interpréter l'orientation budgétaire pour 2020 et 2021 en raison de l'effet ponctuel des mesures d'urgence.** Comme indiqué plus haut, le montant global des mesures budgétaires détaillées dans les projets de plans budgétaires pour 2021 est nettement inférieur à celui pour 2020. Cela implique qu'une expansion budgétaire très importante en 2020 sera suivie d'une réduction du soutien budgétaire l'année suivante en l'absence de mesures supplémentaires ou d'une prolongation des mesures existantes en réponse à une résurgence de la crise. Toutefois, cela résulte principalement de l'expiration des mesures budgétaires d'urgence, qui ont des implications économiques différentes par rapport aux mesures de relance classiques, avec un effet positif plus durable sur la croissance. Ces mesures n'avaient pas pour objectif de stimuler la croissance au premier semestre de l'année quand la majeure partie des dépenses est intervenue, mais plutôt de préserver les entreprises et les relations de travail qui, autrement, n'auraient pas survécu au confinement. L'effet de ces mesures sur l'activité économique se fera sentir plus fortement durant la reprise, dans la mesure où, dans la situation contrefactuelle caractérisée par des effondrements d'entreprises et des licenciements généralisés, le rattrapage aurait été ralenti par des processus de

---

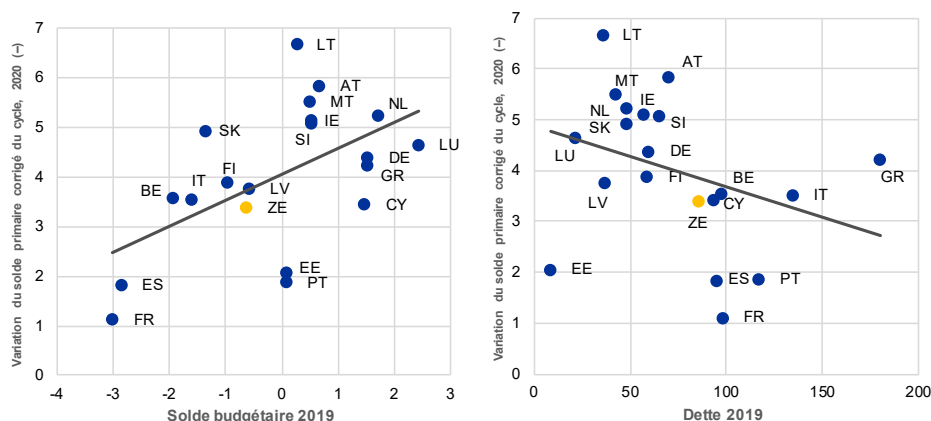
<sup>120</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les implications budgétaires du plan de relance de l'UE », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

restructuration longs dans des entreprises par ailleurs saines et des distorsions sur le marché du travail.

**Les importantes mesures budgétaires prises en 2020 ont contrebalancé les pertes de production liées à la crise.** Comme indiqué plus haut, les caractéristiques spécifiques de la crise de la COVID-19 ont eu un impact sur l'efficacité des mesures budgétaires. Par conséquent, l'estimation de leurs effets sur la croissance sur la base des élasticités historiques peut être trompeuse, dans la mesure où tout modèle devrait prendre en compte les caractéristiques économiques de la pandémie. Les premières données tirées de modèles <sup>121</sup> indiquent que les mesures d'urgence mises en œuvre au début de la crise de la COVID-19 ont fortement contrebalancé la perte de production liée à la pandémie et accéléré la reprise. Elles estiment que les gains en matière de stabilisation résultant des dispositifs de chômage partiel et des garanties ont réduit d'un quart la perte macroéconomique liée à la pandémie, soit une amélioration de plus de 4 points de pourcentage du PIB en volume. Dans le contexte du modèle, les dispositifs de chômage partiel sont supposés stabiliser les investissements des entreprises, dans la mesure où ils réduisent les coûts et accroissent par conséquent la liquidité, et atténuer la persistance de la récession, car ils aident les entreprises à éviter des processus de recrutement coûteux et fastidieux durant la période de reprise. En outre, la plus grande générosité des dispositifs de chômage partiel par rapport aux allocations chômage soutient la demande des ménages. Les mesures de soutien de la liquidité sont supposées stabiliser l'investissement et l'emploi pour les entreprises soumises à des contraintes de liquidité pendant la crise.

**Graphique 5**  
Assouplissement budgétaire en 2020 et situation budgétaire initiale

(en pourcentage du PIB)



Source : Prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne.

Note : L'ampleur de l'assouplissement budgétaire en 2020 est mesurée comme une variation du solde primaire corrigé du cycle figurant dans les prévisions économiques de l'automne 2020 de la Commission européenne (le signe a été modifié afin de faciliter l'interprétation du graphique).

**L'ampleur estimée de l'assouplissement de l'orientation budgétaire en 2020 reflète également les situations budgétaires initiales des États membres.**

<sup>121</sup> Pfeiffer (P.), Roeger (W.) et in 't Veld (J.), « The COVID19-Pandemic in the EU: Macroeconomic Transmission and Economic Policy Response » *European Economy Discussion Paper*, n° 127, 2020.

Les évolutions macroéconomiques favorables observées jusqu'en 2020 ont incité certains pays de la zone euro à réduire leurs déficits budgétaires et à constituer des coussins budgétaires importants. En particulier, les pays ayant une position de départ favorable avec un solde budgétaire positif et un niveau d'endettement plus faible ont été en mesure d'apporter rapidement un soutien significatif à l'économie (cf. graphique 5).

**À plus long terme, le plan NGEU fournira un soutien supplémentaire sur la période 2021-2026, en plus des mesures nationales présentées ci-dessus.**

Les dépenses d'investissement supplémentaires dans le cadre du plan NGEU devraient apporter une relance complémentaire aux États membres entre 2021 et 2026. Toutefois, cela ne se reflétera pas dans leurs déficits, mais se traduira par des engagements budgétaires au niveau de l'UE. Il s'agira d'engagements à long terme et le service de cette dette pèsera sur les économies de l'UE à long terme. L'accord du Conseil européen de juillet 2020 prévoit une réduction régulière et prévisible de ces engagements jusqu'au 31 décembre 2058. En ce qui concerne le remboursement des subventions, les États membres sont convenus d'œuvrer à réformer le système des ressources propres et à garantir que les remboursements soient couverts par des contributions plus élevées fondées sur le revenu national brut (RNB) des États membres et par de nouvelles véritables ressources propres de l'UE. À cette fin, les montants des plafonds des ressources propres de l'UE seront temporairement augmentés de 0,6 point de pourcentage.

**Pour que le plan NGEU soit efficace, il est essentiel que les États membres utilisent l'aide européenne lors de cette occasion unique pour diriger les fonds vers des dépenses productives indispensables, s'accompagnant de réformes pour améliorer la productivité.** Le plan *Next Generation EU* pourrait ainsi contribuer à une reprise économique plus rapide, plus forte et plus uniforme et accroître la capacité de résistance et le potentiel de croissance des économies des États membres. Les politiques structurelles sont particulièrement importantes pour remédier aux faiblesses structurelles et institutionnelles de longue date et pour accélérer les transitions écologique et numérique. À cet égard, une attention particulière doit être accordée à l'élaboration des plans pour la reprise et la résilience des États membres afin de garantir que les fonds soient orientés vers les réformes qui ont été identifiées, et soient ainsi conformes aux recommandations par pays.

## 8 Conclusions et implications pour les mesures à prendre

**Dans l'ensemble, la réponse immédiate sous la forme de mesures d'urgence a été forte et relativement homogène entre les pays et a largement contribué à limiter les effets de la pandémie sur l'économie de la zone euro.** Tous les pays de la zone euro ayant été touchés par le choc économique au même moment et dans une proportion analogue, les réponses budgétaires sous forme de mesures d'urgence ont été relativement comparables en termes de taille et de portée des instruments utilisés. Compte tenu de la nature particulière de la crise, on suppose que ces instruments ont été bien ciblés sur les défis spécifiques de la première phase de crise caractérisée par des confinements généralisés. En outre, la réponse

à la crise a été confortée par des décisions prises au niveau de l'UE, telles que l'activation de la clause dérogatoire générale du PSC et l'adoption d'un encadrement temporaire spécifique des aides d'État afin d'accélérer la mise à disposition de mesures de soutien public pour les entreprises.

**La reprise doit être soutenue par des mesures appropriées qui tiennent compte de la trajectoire future de la pandémie et de l'efficacité des instruments.**

Pour 2021, le montant de la relance annoncé dans les projets de plans budgétaires diffère sensiblement d'un État membre à l'autre. La reprise serait favorisée par des mesures de relance appropriées, conçues en tenant compte du fait que les restrictions et les confinements locaux temporaires limitent l'efficacité de nombreuses mesures de relance classiques. Dans le même temps, l'extension des mesures d'urgence semble judicieuse pour les secteurs dans lesquels les entreprises demeurent affectées par des mesures d'endiguement et ont des modèles d'activité susceptibles d'être viables après la pandémie. Alors que les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire sont moins restreints pour poursuivre ces mesures, les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire limitée auront intérêt à établir des priorités et à mettre en œuvre des mesures de soutien plus ciblées, telles que continuer à soutenir les catégories les plus vulnérables de la société.

**Les mesures de redressement à plus long terme devraient viser à renforcer le caractère propice à la croissance des finances publiques.** Même si l'on s'attend à un rebond des économies une fois que les mesures d'endiguement du virus auront pris fin, la reprise pourrait être freinée par les séquelles du confinement, telles qu'un surendettement des entreprises les plus durement touchées ou par des changements structurels dans le comportement des entreprises et des ménages, comme une augmentation de la numérisation. Par conséquent, des mesures de relance supplémentaires pourraient soutenir la reprise à moyen terme mais ne doivent pas freiner les changements structurels nécessaires dans les économies. De fait, l'impact des fonds sur la croissance sera amplifié s'ils s'accompagnent de politiques structurelles appropriées. Il est donc essentiel que les fonds mis à disposition dans le cadre du plan *Next Generation EU* soient absorbés rapidement et dirigés vers des projets d'investissement favorisant la croissance. Les dépenses publiques supplémentaires doivent être ciblées vers une stimulation de la croissance potentielle et elles doivent, en particulier, soutenir les objectifs à long terme de l'UE dans les domaines de la lutte contre le changement climatique et de la promotion de la numérisation.

**Enfin, une fois que la reprise économique sera fermement engagée, il est essentiel que les politiques budgétaires à moyen terme soient conçues de manière à garantir la soutenabilité de la dette publique.** Même si les pays ne doivent pas retirer leur soutien budgétaire trop rapidement, le fait que les niveaux d'endettement aient considérablement augmenté signifie qu'il est essentiel que les États membres de la zone euro disposent de stratégies d'assainissement budgétaire crédibles à moyen terme. De plus, la crise de la COVID-19 a montré que l'accumulation de coussins budgétaires confortables en période de croissance

économique est essentielle pour pouvoir faire face aux conséquences d'un ralentissement soudain déclenché par des événements exogènes.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB <sup>1)</sup>						IPC						
	(variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						(variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro <sup>2)</sup> (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T4	0,5	0,6	0,0	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 T1	-3,4	-1,3	-3,0	-0,5	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
T2	-6,6	-9,0	-18,8	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
T3	8,1	7,5	16,0	5,3	2,7	12,4	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
2020 Juillet	-	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
Août	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
Septembre	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
Octobre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Novembre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
Décembre	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	.	.	.	-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.

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises <sup>1)</sup>		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial <sup>2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,7
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	.	.	.
2020 T1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,3
T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,2
T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,1	8,9	9,2
T4	54,1	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,5	54,0	50,8	.	.	.
2020 Juillet	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,2
Août	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,6	2,4	4,9
Septembre	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	53,0	51,0	9,1	8,9	9,2
Octobre	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,4	50,3	8,5	8,3	8,7
Novembre	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,5	.	.	.
Décembre	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,6	53,1	50,5	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1)</sup>						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (€STR) <sup>2)</sup>	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 Juin	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
Juillet	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
Août	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05
Septembre	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Octobre	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Novembre	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
Décembre	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

### 2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 Juin	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03
Juillet	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
Août	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15
Septembre	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Octobre	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Novembre	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
Décembre	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24

Source : Calculs de la BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx											États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	21697,2
2020	360,0	3274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	22703,5
2020 Juin	353,9	3237,4	733,8	202,8	160,9	82,7	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	22486,9
Juillet	362,0	3316,3	773,2	206,2	161,6	79,3	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	22529,5
Août	361,8	3297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	22874,2
Sept.	359,2	3260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	23306,9
Oct.	355,1	3180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	23451,4
Nov.	377,7	3391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	25384,9
Déc.	394,0	3530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	26773,0

Source : Refinitiv.

## 2 Évolutions financières

### 2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) <sup>1), 2)</sup>

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG <sup>3)</sup>		Par période de fixation initiale du taux				TAEG <sup>3)</sup>	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2019	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	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	5,56	5,69	6,23	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	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
	Mars	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,34	1,35	1,64	1,39
	Avril	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,61	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
	Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
	Juin	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
	Juillet	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,92	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
	Août	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,88	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
	Septembre	0,02	0,35	0,18	0,70	5,24	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
	Octobre	0,02	0,35	0,20	0,69	5,19	15,83	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Novembre <sup>(p)</sup>	0,02	0,35	0,20	0,72	5,13	15,75	5,00	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,28	1,35	1,63	1,35	

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) <sup>1), 2)</sup>

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posé du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable 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	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,01	2,28	2,08	1,58	1,53	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
	Février	0,00	-0,12	0,32	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	1,51	1,47	1,15	1,09	1,18	1,46
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,25	1,47
	Mai	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
	Juin	0,00	-0,12	0,32	1,96	1,89	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
	Juillet	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
	Août	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
	Septembre	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51
	Octobre	0,00	-0,21	0,26	1,84	1,94	2,20	1,96	1,56	1,47	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Novembre <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,20	0,42	1,84	2,01	2,00	1,98	1,58	1,43	1,46	1,22	1,29	1,22	1,50	

Source : BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

		Encours							Émissions brutes <sup>1)</sup>						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admini- strations pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- strations pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2017		1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018		1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019		1283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	Juin	1671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
	Juillet	1670	514	160	.	122	728	146	478	181	61	.	41	156	39
	Août	1668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
	Septembre	1690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
	Octobre	1658	504	158	.	114	742	141	392	181	43	.	36	93	40
	Novembre	1625	492	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Long terme															
2017		15353	3560	3059	.	1223	6866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018		15746	3688	3162	.	1247	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019		16313	3818	3398	.	1321	7151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	Juin	17106	3973	3453	.	1433	7569	678	424	100	94	.	38	172	20
	Juillet	17108	3936	3162	.	1445	7890	675	304	55	66	.	32	140	12
	Août	17194	3930	3172	.	1442	7969	680	161	21	45	.	3	85	8
	Septembre	17288	3949	3179	.	1460	8006	694	315	65	80	.	27	124	19
	Octobre	17300	3939	3215	.	1456	7978	713	286	47	89	.	27	91	32
	Novembre	17277	3918	3196	.	1455	7987	722	212	42	58	.	17	78	17

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours												
2017		16593,2	4079,8	3214,5	.	1293,4	7304,7	700,9	7950,7	612,5	1245,6	6092,6
2018		16962,8	4192,8	3332,0	.	1318,6	7445,8	673,5	7023,5	465,0	1099,2	5459,2
2019		17596,3	4368,2	3578,6	.	1405,7	7557,2	686,5	8587,9	538,4	1410,7	6638,8
2020	Juin	18777,5	4509,0	3642,6	.	1552,0	8242,3	831,6	7510,3	388,4	1171,0	5950,8
	Juillet	18777,6	4450,3	3321,8	.	1566,3	8618,4	820,9	7436,1	376,7	1149,4	5910,1
	Août	18862,1	4435,2	3328,3	.	1563,4	8713,2	822,0	7723,5	395,0	1191,3	6137,2
	Septembre	18977,9	4460,1	3344,1	.	1573,2	8760,5	840,0	7537,2	364,9	1127,8	6044,6
	Octobre	18958,6	4442,5	3372,5	.	1569,3	8720,1	854,2	7230,6	348,2	1102,8	5779,6
	Novembre	18901,9	4410,0	3349,2	.	1570,7	8717,7	854,3	8235,9	448,5	1313,1	6474,3
Taux de croissance												
2017		1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018		1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019		3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	Juin	7,3	4,5	4,6	.	11,6	8,2	20,6	0,0	-0,2	0,1	0,0
	Juillet	7,3	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,5	0,1	-0,3	0,3	0,1
	Août	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3
	Septembre	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
	Octobre	8,2	2,5	4,7	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
	Novembre	7,5	1,7	2,7	.	11,6	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.8 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-42	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,2	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,6	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,0	.	.	.	119,4	94,0
2020 T1	97,5	91,8	92,3	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
T2	98,8	93,1	93,2	88,6	81,3	93,9	118,1	93,4
T3	101,2	94,9	95,3	90,0	78,5	94,0	121,7	95,6
T4	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 Juillet	100,5	94,6	94,7	—	—	—	120,3	94,9
Août	101,6	95,1	95,7	—	—	—	122,4	96,0
Septembre	101,6	95,0	95,5	—	—	—	122,5	95,9
Octobre	101,4	94,9	95,3	—	—	—	122,4	95,8
Novembre	100,7	94,4	94,7	—	—	—	121,6	95,2
Décembre	101,9	95,5	95,8	—	—	—	123,0	96,1
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2020 Décembre	1,2	1,2	1,2	—	—	—	1,1	1,0
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2020 Décembre	4,6	3,7	3,5	—	—	—	7,2	5,5

Source : BCE.

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

### 2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
T2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
T3	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
T4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 Juillet	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
Août	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
Septembre	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
Octobre	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Novembre	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
Décembre	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2020 Décembre	1,9	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	1,1	0,0	-0,6	0,3	2,8
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2020 Décembre	2,1	1,3	3,2	-0,4	8,6	4,2	4,8	7,0	1,9	-2,9	-1,0	9,5

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total <sup>1)</sup>			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2019	T4	27 829,5	27 882,0	-52,5	11 517,1	9 375,3	9 891,3	12 093,9	-85,5	5 693,1	6 412,8	813,6	14 759,7
2020	T1	27 462,6	27 541,7	-79,1	11 265,3	9 318,6	8 883,9	11 121,5	-99,0	6 546,2	7 101,6	866,3	15 525,9
	T2	28 140,0	28 240,0	-100,0	11 316,2	9 503,7	9 854,1	11 939,3	-70,7	6 135,5	6 797,0	905,0	15 283,6
	T3	28 088,2	28 098,3	-10,1	11 165,5	9 335,2	9 972,6	12 062,8	-97,6	6 138,1	6 700,3	909,6	15 138,5
encours en pourcentage du PIB													
2020	T3	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
Flux													
2019	T4	-361,2	-424,2	63,0	-166,0	-66,3	157,2	13,2	-5,3	-344,7	-371,1	-2,5	—
2020	T1	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	—
	T2	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	—
	T3	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	—
2020	Juin	-86,9	-144,2	57,3	-43,9	-20,8	115,0	134,5	18,4	-176,2	-257,9	-0,2	—
	Juillet	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	—
	Août	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	—
	Septembre	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	—
	Octobre	168,0	135,6	32,5	13,5	-3,4	65,8	-19,7	-0,2	86,1	158,6	2,9	—
	Novembre	219,6	182,9	36,7	36,4	100,4	84,5	-91,9	12,6	88,7	174,3	-2,6	—
flux cumulés sur 12 mois													
2020	Novembre	893,4	672,3	221,2	-22,7	100,5	526,4	231,5	19,8	359,2	340,3	10,8	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2020	Novembre	7,8	5,9	1,9	-0,2	0,9	4,6	2,0	0,2	3,1	3,0	0,1	—

Source : BCE.

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

## 3 Activité économique

### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Expor- tations <sup>1)</sup>	Impor- tations <sup>1)</sup>	
					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	11 217,1	10 731,7	6 041,3	2 301,2	2 312,0	1 099,5	7 14,9	491,2	77,2	485,4	5 305,5	4 820,2
2018	11 587,6	11 119,9	6 222,8	2 368,7	2 431,3	1 178,5	7 45,7	500,6	97,1	467,7	5 576,0	5 108,3
2019	11 935,5	11 492,0	6 377,9	2 454,3	2 624,2	1 258,9	7 71,9	586,7	35,6	443,5	5 755,7	5 312,2
2019 T4	3 015,4	2 907,6	1 606,3	621,8	679,5	317,4	192,8	167,7	0,1	107,8	1 449,6	1 341,8
2020 T1	2 918,0	2 824,6	1 539,0	625,8	647,9	311,6	175,0	159,6	11,9	93,3	1 389,0	1 295,7
T2	2 598,7	2 518,4	1 346,4	627,4	544,6	273,6	143,6	125,7	0,0	80,3	1 106,9	1 026,7
T3	2 897,3	2 762,4	1 529,2	640,6	618,5	308,9	180,8	127,0	-25,9	134,9	1 297,4	1 162,5
en pourcentage du PIB												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2019 T4	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	—	—	0,1	2,2
2020 T1	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,8	-2,5	-9,7	-7,2	—	—	-3,8	-2,9
T2	-11,7	-11,1	-12,4	-2,2	-15,9	-12,4	-18,0	-20,7	—	—	-18,9	-18,2
T3	12,4	10,4	13,9	4,8	13,6	13,3	25,4	1,2	—	—	16,8	12,2
variations annuelles en pourcentage												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,4	2,8	—	—	5,5	5,2
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	—	—	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,9	5,8	3,5	2,3	16,4	—	—	2,5	3,9
2019 T4	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	—	—	1,8	2,5
2020 T1	-3,2	-1,7	-3,9	0,8	1,1	-2,5	-10,0	27,1	—	—	-3,1	0,3
T2	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,4	-14,2	-26,6	-24,9	—	—	-21,5	-20,6
T3	-4,3	-4,1	-4,6	2,2	-4,3	-3,7	-7,6	-1,2	—	—	-8,9	-8,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2019 T4	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	—	—
2020 T1	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	—	—
T2	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,5	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	—	—
T3	12,4	10,1	7,3	1,1	2,9	1,4	1,4	0,1	-1,2	2,3	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	—	—
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	—	—
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	—	—
2019 T4	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	—	—
2020 T1	-3,2	-1,6	-2,1	0,2	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	—	—
T2	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	—	—
T3	-4,3	-3,9	-2,5	0,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,4	—	—

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	10 056,2	176,2	2 002,0	498,9	1 909,4	469,6	468,2	1 134,6	1 146,7	1 900,0	350,7	1 160,9
2018	10 383,7	174,5	2 052,2	528,2	1 963,8	500,3	476,9	1 167,2	1 206,6	1 957,9	356,1	1 203,8
2019	10 693,2	178,5	2 064,5	570,1	2 026,8	530,6	481,3	1 204,8	1 251,4	2 020,4	364,7	1 242,3
2019 T4	2 701,7	45,3	520,7	145,6	512,2	134,9	119,7	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 T1	2 624,7	44,9	500,3	142,0	480,2	133,2	121,1	302,6	306,2	508,0	86,3	293,3
T2	2 339,3	45,0	427,7	125,8	379,4	127,5	115,5	297,1	259,7	491,9	69,7	259,5
T3	2 604,4	44,0	494,6	144,0	469,8	136,5	118,9	304,8	290,6	519,1	82,2	292,8
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2019 T4	0,1	1,0	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,3	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 T1	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
T2	-12,0	-0,2	-15,0	-12,6	-21,3	-4,4	-2,5	-2,4	-15,8	-6,9	-23,0	-9,3
T3	12,2	0,4	15,9	14,0	23,1	7,0	3,3	2,2	12,0	9,6	21,6	14,4
variations annuelles en pourcentage												
2017	2,6	0,5	3,4	1,9	2,8	6,5	1,6	0,9	5,0	1,2	2,1	2,3
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,7	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 T4	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,8	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 T1	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	2,0	-0,4	0,4	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
T2	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,8	-4,8	-3,4	-2,4	-18,3	-8,3	-28,2	-14,9
T3	-4,4	-0,3	-5,9	-3,4	-8,9	1,9	-0,4	-0,5	-8,6	0,3	-12,7	-3,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2019 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	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	–
T2	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,8	–
T3	12,2	0,0	2,9	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	–
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	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	–
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–
2019 T4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	–
2020 T1	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	–
T2	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	–
T3	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-1,7	0,1	0,0	-0,1	-1,0	0,0	-0,4	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 3 Activité économique

### 3.3 Emploi <sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvi- culture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personnes employées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	5,9	25,0	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	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 T4	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,8	0,2	-0,1	1,1	1,5	0,9
2020 T1	0,4	0,6	-1,4	-3,2	-0,4	1,1	0,3	2,3	0,1	-1,1	0,3	1,2	-0,1
T2	-3,0	-3,1	-2,6	-3,8	-2,2	-1,0	-5,7	0,5	-1,0	-2,0	-4,8	0,2	-5,9
T3	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,6	0,6	-3,7
<b>Heures travaillées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 T4	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,8	0,1	1,3	0,7	1,2	0,1
2020 T1	-3,8	-2,9	-7,3	-3,8	-4,2	-4,4	-5,7	0,8	-2,5	-5,3	-2,6	-1,2	-8,1
T2	-16,8	-15,4	-22,9	-6,9	-15,8	-17,9	-27,7	-5,9	-6,0	-16,9	-16,6	-5,8	-28,6
T3	-4,6	-4,3	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,3	0,0	-7,3
<b>Heures travaillées par personne employée</b>													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 T4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	-0,4	-0,3	-0,7
2020 T1	-4,1	-3,6	-6,0	-0,6	-3,8	-5,4	-6,0	-1,5	-2,6	-4,3	-2,9	-2,4	-8,0
T2	-14,3	-12,8	-20,9	-3,2	-13,9	-17,0	-23,3	-6,4	-5,0	-15,3	-12,4	-6,0	-24,1
T3	-2,6	-2,3	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-2,8	-0,5	-3,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage <sup>1)</sup>											Taux de vacance d'emploi <sup>3)</sup>
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>2)</sup>	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2019			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2017	161,861	4,1	14,589	9,0	4,4	11,949	8,1	2,640	18,6	7,558	8,7	7,031	9,4	1,9
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2019 T4	163,311	3,4	11,977	7,3	3,2	9,757	6,5	2,220	15,6	6,107	7,0	5,870	7,7	2,2
2020 T1	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
T2	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
T3	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	.
2020 Juin	—	—	12,751	7,9	—	10,378	7,0	2,373	17,7	6,611	7,6	6,141	8,2	—
Juillet	—	—	14,133	8,7	—	11,502	7,7	2,631	18,9	7,180	8,2	6,952	9,2	—
Août	—	—	14,049	8,6	—	11,431	7,6	2,618	18,6	7,140	8,1	6,910	9,1	—
Septembre	—	—	13,910	8,5	—	11,377	7,6	2,533	17,9	7,035	8,0	6,875	9,0	—
Octobre	—	—	13,781	8,4	—	11,216	7,5	2,565	18,0	6,997	8,0	6,783	8,9	—
Novembre	—	—	13,609	8,3	—	10,980	7,3	2,629	18,4	6,931	7,9	6,677	8,8	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme des moyennes simples des données mensuelles. En raison de problèmes techniques dus à l'introduction du nouveau système allemand d'enquêtes intégrées auprès des ménages, qui comprend l'enquête sur les forces de travail, les chiffres pour la zone euro incluent des données sur l'Allemagne, débutant au premier trimestre 2020, qui ne sont pas des estimations directes issues des données individuelles de l'enquête sur les forces de travail, mais qui ont été établies à l'aide d'un échantillon plus large comprenant des données tirées d'autres enquêtes intégrées auprès des ménages.

2) Données brutes.

3) Le taux de vacance d'emploi est égal au nombre d'emplois vacants divisé par la somme du nombre d'emplois occupés et du nombre d'emplois vacants, exprimé en pourcentage. Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières et recouvrent l'industrie, la construction et les services (à l'exclusion des ménages en tant qu'employeurs et des organisations et organismes extraterritoriaux).

#### 3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

		Production industrielle					Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières	
		Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants		
				Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement								Biens de consom- mation
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2018		0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019		-1,3	-1,2	-2,3	-1,8	1,4	-2,0	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,7	1,8
2020		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,0
2020	T1	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,4	-3,9	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
	T2	-20,1	-21,1	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,3	-26,4	-6,7	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
	T3	-6,6	-7,1	-5,7	-11,5	-1,6	-4,2	-2,1	-7,8	2,4	2,6	3,2	-5,1	-6,9
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-9,2
2020	Juillet	-6,9	-7,1	-8,7	-9,2	-1,5	-5,6	-3,3	-10,4	0,2	1,1	0,0	-5,9	-3,8
	Août	-6,7	-7,3	-5,0	-12,5	-2,2	-4,4	0,4	-7,1	4,4	3,9	6,2	-3,7	-15,7
	Septembre	-6,3	-6,9	-3,4	-13,0	-1,2	-2,7	-2,3	-6,0	2,6	2,9	3,4	-5,6	-1,8
	Octobre	-3,5	-4,0	-0,9	-8,0	-1,6	0,2	-1,9	-3,3	4,2	5,0	5,3	-9,2	-4,8
	Novembre	-0,6	-0,3	1,1	0,1	-2,2	-5,0	-1,3	.	-2,9	2,7	-5,2	-18,0	-14,9
	Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-8,0
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2020	Juillet	5,6	6,1	5,1	6,8	4,9	1,6	0,0	2,2	-1,5	-0,2	-4,3	9,2	29,3
	Août	0,4	0,1	3,3	-1,4	-0,6	1,3	4,1	4,0	4,1	2,1	5,5	2,2	-0,6
	Septembre	0,2	0,2	0,7	0,9	1,4	0,3	-2,7	1,1	-1,5	-1,2	-1,7	-1,5	0,9
	Octobre	2,3	2,1	2,3	2,9	0,3	2,1	0,0	2,4	1,4	2,0	1,6	-4,1	3,0
	Novembre	2,5	3,3	1,5	7,0	-1,4	-3,9	1,4	.	-6,1	-1,7	-8,9	-10,6	-7,2
	Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,4

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 consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	—	51,2	52,5	53,0	52,8
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
2020	86,5	-14,4	.	-14,4	-7,7	-12,9	-16,6	.	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 T1	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
T2	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
T3	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
T4	89,7	-8,8	.	-15,7	-8,5	-10,9	-15,6	.	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 Juillet	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,5	51,8	55,3	54,7	54,9
Août	87,5	-12,8	—	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	—	51,7	55,6	50,5	51,9
Septembre	90,9	-11,4	—	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	—	53,7	57,1	48,0	50,4
Octobre	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Novembre	87,7	-10,1	—	-17,6	-9,3	-12,7	-17,1	—	53,8	55,3	41,7	45,3
Décembre	90,4	-7,2	—	-13,9	-7,9	-13,1	-17,4	—	55,2	56,3	46,4	49,1

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

### 3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) <sup>1)</sup>		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,7	1,6	2,2	5,4	4,2	4,1	35,0	6,9	77,3	4,2	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,7	4,7	35,4	5,9	77,9	1,9	7,0	1,5
2019	12,9	93,8	1,8	2,5	4,8	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	3,4	1,9
2019 T4	12,9	93,8	1,0	2,5	2,5	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	-8,1	1,9
2020 T1	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,9	2,9	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	1,4	2,1
T2	16,5	95,0	-3,6	3,2	-14,8	4,0	4,4	31,2	4,1	83,6	2,8	-28,8	1,9
T3	17,6	95,6	1,0	3,5	-2,2	3,9	4,6	30,5	3,3	84,3	3,2	-14,2	2,1

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital <sup>1)</sup>		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	T4	1099,5	1035,1	64,5	610,4	519,8	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020	T1	1058,4	1007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
	T2	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
	T3	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
2020	Juin	301,5	283,2	18,3	169,3	145,3	65,4	62,1	57,3	55,0	9,3	20,8	3,3	5,1
	Juillet	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
	Août	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
	Septembre	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
	Octobre	330,2	304,5	25,6	191,5	157,2	71,2	62,7	57,4	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
	Novembre	336,8	312,3	24,6	197,8	163,7	71,1	61,6	58,7	58,2	9,3	28,8	4,5	3,3
	flux cumulés sur 12 mois													
2020	Novembre	3895,6	3664,9	230,7	2195,0	1859,6	852,0	825,9	735,5	711,7	113,0	267,6	50,5	52,4
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2020	Novembre	34,1	32,1	2,0	19,2	16,3	7,5	7,2	6,4	6,2	1,0	2,3	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 <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés		Pétrole
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T4	2,3	-1,8	592,8	275,9	125,7	179,9	497,2	526,2	290,2	87,2	139,5	386,3	61,4
2020	T1	-1,6	-4,1	578,5	274,9	116,0	176,3	480,9	507,6	283,1	83,1	134,0	370,6	56,4
	T2	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,5	132,9	369,1	422,9	220,8	77,4	119,3	319,7	26,1
	T3	-8,7	-11,6	531,6	248,1	108,0	164,5	447,9	468,9	242,7	83,2	133,9	358,9	34,1
2020	Juin	-10,4	-12,2	163,7	76,8	32,1	51,0	136,1	147,9	76,0	27,0	42,7	113,0	10,4
	Juillet	-10,6	-14,3	173,0	80,3	35,0	54,5	145,4	154,5	80,1	28,0	43,7	117,0	11,4
	Août	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,9	54,2	147,6	155,2	79,8	27,6	44,6	119,7	11,8
	Septembre	-3,4	-7,2	182,5	85,7	37,1	55,8	154,8	159,2	82,7	27,6	45,6	122,2	10,9
	Octobre	-9,0	-11,6	186,1	86,1	37,4	58,8	158,1	160,9	85,5	26,7	44,8	122,6	10,9
	Novembre	-0,9	-4,2	189,8	.	.	.	161,3	164,7	.	.	.	126,4	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T4	0,0	-1,8	107,3	108,0	108,8	106,3	107,1	107,2	104,8	106,5	113,7	110,3	97,2
2020	T1	-4,0	-4,7	103,8	106,6	100,4	102,8	102,3	104,0	103,6	100,8	108,8	105,0	98,5
	T2	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,0	78,9	79,1	92,2	90,2	94,6	97,2	91,1	81,2
	T3	-7,2	-7,1	98,5	99,9	95,2	99,1	97,8	101,7	97,0	104,0	110,3	103,9	80,4
2020	Mai	-29,7	-20,9	81,0	85,4	76,0	78,6	79,1	92,0	89,5	93,6	98,2	91,7	79,7
	Juin	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,7	87,7	95,9	91,4	101,0	104,2	97,0	81,2
	Juillet	-9,8	-10,2	95,5	95,9	92,4	98,0	94,5	100,2	95,8	104,1	107,9	101,4	79,8
	Août	-10,8	-9,7	98,1	99,4	95,1	98,0	96,9	100,6	95,6	102,7	110,0	103,6	80,8
	Septembre	-1,1	-1,4	102,0	104,4	98,0	101,2	102,1	104,1	99,5	105,1	113,1	106,8	80,7
	Octobre	-7,6	-6,7	103,2	103,3	99,0	106,3	103,4	104,6	101,6	101,7	110,7	106,8	81,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé <sup>1)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2020	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6
2020 T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,4	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
T2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
T3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4
T4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,6
2020 Juillet	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,9	1,5	0,5	-0,2	0,4	0,4
Août	104,9	-0,2	0,4	-0,9	0,7	-0,5	0,0	0,3	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3
Septembre	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
Octobre	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
Novembre	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5
Décembre	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,6

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2020	19,1	14,6	4,4	36,1	26,2	9,8	10,9	6,6	7,4	2,6	15,4	8,5
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2020 T1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
T2	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
T3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4
T4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2020 Juillet	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5
Août	1,7	1,5	2,3	-2,3	-0,1	-7,8	1,3	1,2	-0,8	-0,8	0,7	1,4
Septembre	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3
Octobre	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2
Novembre	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3
Décembre	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique*, n° 3, 2016 ([https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce\\_3\\_2016-05.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf)).

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup>										Construc- tion <sup>2)</sup>	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel <sup>3)</sup>	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial <sup>3)</sup>
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2019 T4	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,3
2020 T1	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
T2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,9	5,0	5,8
T3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
2020 Juin	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	—	—	—
Juillet	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	—	—	—
Août	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,5	-8,7	—	—	—
Septembre	101,7	-2,3	-2,1	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	—	—	—
Octobre	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	—	—	—
Novembre	102,5	-1,9	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,5	0,7	-7,5	—	—	—

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

### 4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations <sup>1)</sup>	Impor- tations <sup>1)</sup>		Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 T1	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,8	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
T2	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
T3	106,5	1,1	0,7	0,1	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,4	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	3,8	1,0	6,6	-1,5	-6,9	5,0
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	41,0	6,6	-1,1	14,0	1,5	-7,2	12,0

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	–	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
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
2020	-1,1	1,6	-0,9	-5,8	11,0	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 T1	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
T2	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
T3	-1,5	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7
T4	1,7	2,5	-2,8	-7,6	7,1	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 Juillet	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Août	-2,1	0,7	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2
Septembre	-1,3	2,6	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1
Octobre	0,7	3,1	-2,3	-7,0	9,3	52,9	53,1	50,5	48,7
Novembre	0,2	1,2	-4,2	-8,3	7,0	55,9	51,5	51,6	47,7
Décembre	4,1	3,3	-2,1	-7,4	4,9	61,4	53,1	52,6	48,4

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 <sup>1)</sup>
	1	2	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	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,7	1,9	2,3	2,7	2,2
2019 T4	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 T1	103,1	3,5	3,6	3,0	3,1	4,4	1,9
T2	115,0	3,6	4,5	0,6	3,5	3,7	1,7
T3	105,0	1,5	2,1	-0,4	1,5	1,8	1,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,6	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,9	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,5
2019	110,4	1,9	-0,9	3,3	1,0	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 T4	111,0	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	1,0	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 T1	114,0	4,3	-1,4	4,3	2,3	5,1	2,5	-0,3	1,1	4,4	4,9	7,1
T2	119,3	8,4	-2,5	11,5	7,2	12,0	3,1	1,0	-4,9	9,4	10,8	21,7
T3	113,9	2,9	-0,2	1,8	5,5	4,2	-0,8	-0,6	3,3	6,2	2,4	12,3
Rémunération par tête												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,8	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 T4	116,7	1,7	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	2,3	2,6
2020 T1	115,8	0,6	1,0	-0,4	-1,5	-1,1	2,2	-0,8	2,5	1,3	2,2	0,4
T2	110,2	-4,7	0,6	-7,7	-7,7	-11,8	-2,4	-1,4	-5,2	-6,0	1,4	-7,1
T3	117,2	0,6	2,6	-1,6	1,0	-1,0	0,2	-0,1	2,6	0,6	2,1	1,8
Productivité par personne employée												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,7
2019	105,0	0,1	2,7	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2019 T4	105,2	0,0	2,5	-1,6	0,5	0,5	1,6	0,7	1,9	-0,4	-0,4	0,2
2020 T1	101,5	-3,5	2,3	-4,5	-3,7	-5,9	-0,3	-0,5	1,4	-3,0	-2,5	-6,2
T2	92,4	-12,1	3,1	-17,1	-13,8	-21,3	-5,3	-2,5	-0,4	-14,1	-8,5	-23,7
T3	102,8	-2,3	2,8	-3,4	-4,2	-5,0	0,9	0,5	-0,7	-5,2	-0,3	-9,4
Rémunération par heure travaillée												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,7
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,7	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 T4	118,3	2,0	2,3	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	2,6	3,5
2020 T1	121,2	4,3	3,7	3,3	3,4	4,0	3,4	1,5	6,0	3,7	4,7	8,3
T2	128,1	9,3	4,7	6,5	8,4	12,6	3,9	3,0	6,3	5,9	7,0	16,5
T3	121,4	3,0	2,2	1,3	1,8	3,8	2,6	1,1	5,3	3,3	2,3	5,2
Productivité horaire du travail												
2017	106,8	1,5	1,3	2,8	0,8	1,7	3,3	3,9	-1,5	1,5	0,6	1,4
2018	107,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,4
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	0,9
2019 T4	107,6	0,5	2,8	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,7	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 T1	107,7	0,6	3,0	-0,7	1,8	0,1	1,1	2,2	6,0	-0,1	-0,1	1,9
T2	110,1	2,6	6,6	-3,7	3,9	2,7	1,1	2,7	17,5	-2,0	-2,7	0,5
T3	107,8	0,4	1,8	-0,4	-2,7	-0,4	3,4	2,0	2,8	-2,5	0,2	-5,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

### 5.1 Agrégats monétaires <sup>1)</sup>

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

		M3											
		M2						M3-M2					
		M1			M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'invest- issement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2017		1 112,6	6636,4	7 749,0	1 198,7	2 261,3	3 460,0	11 209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11 873,9
2018		1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3
2019		1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,4	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,3
2019	T4	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,4	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,3
2020	T1	1 265,3	8 079,2	9 344,5	1 075,3	2 368,6	3 443,9	12 788,3	109,9	537,2	48,1	695,2	13 483,6
	T2	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,5	2 400,8	3 476,2	13 204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13 897,9
	T3	1 330,5	8 617,0	9 947,5	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,7
2020	Juin	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,5	2 400,8	3 476,2	13 204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13 897,9
	Juillet	1 310,7	8 464,9	9 775,6	1 080,2	2 406,9	3 487,1	13 262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13 970,6
	Août	1 321,7	8 528,8	9 850,5	1 047,6	2 414,7	3 462,4	13 312,8	91,7	593,7	5,8	691,2	14 004,0
	Septembre	1 330,5	8 617,0	9 947,5	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,7
	Octobre	1 338,2	8 683,3	10 021,5	1 060,7	2 431,8	3 492,5	13 514,0	96,3	613,7	14,2	724,2	14 238,2
	Novembre <sup>(p)</sup>	1 351,2	8 780,1	10 131,3	1 030,6	2 446,2	3 476,9	13 608,2	101,2	612,9	12,1	726,2	14 334,4
Flux													
2017		36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7
2018		50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019		57,3	605,9	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2019	T4	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6
2020	T1	43,8	347,7	391,4	0,0	6,1	6,1	397,5	30,9	8,2	26,8	65,9	463,4
	T2	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,7	415,3	-14,1	45,1	-32,8	-1,8	413,5
	T3	27,7	269,0	296,7	5,7	23,0	28,6	325,4	5,9	29,8	-13,2	22,6	348,0
2020	Juin	9,3	87,5	96,8	-19,5	11,4	-8,1	88,7	-0,2	22,2	-7,6	14,4	103,1
	Juillet	7,9	118,7	126,6	9,4	6,3	15,7	142,3	12,0	13,6	-8,3	17,3	159,6
	Août	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,1	-17,3	35,8
	Septembre	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,9	22,5	152,5
	Octobre	7,6	65,2	72,8	-17,7	8,4	-9,2	63,6	-4,1	0,9	12,9	9,7	73,3
	Novembre <sup>(p)</sup>	13,1	102,4	115,5	-28,3	14,5	-13,8	101,7	5,3	-0,8	-1,9	2,6	104,3
Taux de croissance													
2017		3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7
2018		4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019		4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2019	T4	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	T1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	52,0	9,6	7,5
	T2	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	9,3
	T3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
2020	Juin	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	9,3
	Juillet	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,5	10,9	10,1
	Août	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-69,0	7,9	9,5
	Septembre	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
	Octobre	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-69,5	13,8	10,5
	Novembre <sup>(p)</sup>	11,1	15,0	14,5	-4,3	3,8	1,2	10,8	38,0	14,5	-72,4	14,7	11,0

Source : BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3 <sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2017	2241,5	1798,6	285,0	149,1	8,8	6317,9	3703,1	561,9	2052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2334,2	1901,4	277,3	147,9	7,6	6645,3	4035,6	517,8	2090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2482,3	2068,7	256,9	150,2	6,5	7041,2	4397,1	492,3	2151,0	0,8	1032,7	217,1	468,0
2019 T4	2482,3	2068,7	256,9	150,2	6,5	7041,2	4397,1	492,3	2151,0	0,8	1032,7	217,1	468,0
2020 T1	2610,8	2191,4	264,0	147,9	7,6	7173,7	4535,9	472,2	2165,0	0,6	1151,5	224,3	472,6
T2	2869,9	2396,8	318,6	148,3	6,2	7349,4	4683,8	462,7	2202,0	0,9	1084,9	226,5	466,0
T3	2958,3	2481,2	323,3	146,9	6,9	7491,0	4816,7	446,5	2226,9	1,0	1058,3	240,4	469,6
2020 Juin	2869,9	2396,8	318,6	148,3	6,2	7349,4	4683,8	462,7	2202,0	0,9	1084,9	226,5	466,0
Juillet	2918,6	2434,2	331,8	147,2	5,3	7395,6	4728,0	456,2	2210,3	1,1	1028,2	241,4	474,4
Août	2937,5	2462,5	323,7	146,9	4,3	7437,8	4768,3	450,7	2217,7	1,1	1005,9	233,7	467,9
Septembre	2958,3	2481,2	323,3	146,9	6,9	7491,0	4816,7	446,5	2226,9	1,0	1058,3	240,4	469,6
Octobre	2969,1	2488,2	328,8	147,0	5,1	7534,5	4856,7	443,3	2233,5	1,1	1052,1	236,9	479,5
Novembre <sup>(p)</sup>	2969,1	2503,8	313,4	146,4	5,5	7594,6	4903,4	441,0	2249,2	1,1	1073,3	239,2	482,1
Flux													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,3	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 T4	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,4	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 T1	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
T2	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,1	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
T3	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,7	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 Juin	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,5	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,7
Juillet	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,4	0,2	17,1	15,7	8,5
Août	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Septembre	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Octobre	9,4	6,8	4,2	0,1	-1,8	43,3	39,8	-3,2	6,6	0,1	-7,1	-3,5	9,8
Novembre <sup>(p)</sup>	3,3	18,0	-14,6	-0,5	0,5	61,1	47,4	-2,1	15,7	0,1	24,4	2,5	2,6
Taux de croissance													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 T4	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
T2	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
T3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 Juin	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
Juillet	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
Août	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Septembre	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Octobre	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
Novembre <sup>(p)</sup>	20,3	21,6	24,9	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	10,9	6,8	2,8

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.3 Créances sur les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières <sup>3)</sup>	Aux ménages <sup>4)</sup>	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup>	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Prêts corrigés <sup>2)</sup>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2017		4 623,3	1 034,2	3 575,2	13 114,4	10 870,9	11 166,3	4 325,7	5 600,3	836,5	108,5	1 442,0	801,5
2018		4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 405,0	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019		4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,5	850,5
2019	T4	4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,5	850,5
2020	T1	4 794,5	1 007,2	3 775,6	14 056,5	11 692,2	12 068,1	4 604,9	5 965,5	960,9	160,9	1 565,4	798,9
	T2	5 279,2	1 005,9	4 261,5	14 242,4	11 780,7	12 163,2	4 718,2	5 995,6	912,7	154,2	1 645,0	816,6
	T3	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 197,5	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 516,3	814,3
2020	Juin	5 279,2	1 005,9	4 261,5	14 242,4	11 780,7	12 163,2	4 718,2	5 995,6	912,7	154,2	1 645,0	816,6
	Juillet	5 563,8	1 004,6	4 547,4	14 114,6	11 808,6	12 179,6	4 727,6	6 016,4	910,0	154,5	1 489,2	816,9
	Août	5 622,8	1 000,7	4 610,3	14 170,4	11 841,5	12 205,3	4 750,4	6 031,4	904,3	155,4	1 512,1	816,9
	Septembre	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 197,5	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 516,3	814,3
	Octobre	5 803,7	1 003,7	4 788,2	14 230,4	11 899,4	12 259,2	4 738,1	6 092,5	909,9	158,9	1 527,2	803,8
	Novembre <sup>(p)</sup>	5 859,0	1 006,5	4 840,5	14 248,9	11 924,6	12 283,6	4 734,8	6 106,6	926,3	156,9	1 488,2	836,2
Flux													
2017		289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9
2018		91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019		-87,2	-23,3	-64,3	452,3	378,4	422,5	115,6	200,5	41,3	21,1	30,5	43,4
2019	T4	13,0	-14,6	27,5	94,0	78,8	103,4	6,2	59,0	7,7	5,9	-0,7	15,8
2020	T1	145,4	19,7	125,7	242,5	253,3	247,1	135,5	40,5	68,6	8,8	20,2	-31,0
	T2	465,3	-1,8	467,1	182,2	96,5	103,5	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,6	11,1
	T3	258,8	-2,8	261,6	153,8	104,6	86,8	29,1	71,9	0,5	3,0	44,2	5,0
2020	Juin	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	17,0	17,1
	Juillet	97,0	-1,4	98,3	63,4	43,2	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	17,8	2,4
	Août	65,7	-3,7	69,5	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
	Septembre	96,1	2,3	93,8	29,8	25,3	21,2	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
	Octobre	55,1	1,0	54,1	37,2	33,0	37,5	7,4	26,5	-2,6	1,7	11,7	-7,5
	Novembre <sup>(p)</sup>	51,1	2,8	47,9	18,0	33,1	40,6	1,2	15,1	18,8	-2,0	-38,9	23,8
Taux de croissance													
2017		6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018		2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019		-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2019	T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	T1	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
	T2	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
	T3	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
2020	Juin	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
	Juillet	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,8	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
	Août	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0
	Septembre	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
	Octobre	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,7	14,0	10,3	-1,4
	Novembre <sup>(p)</sup>	21,4	0,3	27,2	4,8	4,8	4,7	6,3	3,6	4,2	7,4	6,9	0,8

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro <sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés <sup>4)</sup>					Prêts corrigés <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2017	4 325,7	4 360,0	985,1	821,6	2 518,9	5 600,3	5 867,2	655,0	4 216,1	729,2
2018	4 405,0	4 489,1	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,8	4 578,4	967,5	877,9	2 630,3	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2019 T4	4 475,8	4 578,4	967,5	877,9	2 630,3	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2020 T1	4 604,9	4 706,4	1 003,0	917,4	2 684,4	5 965,5	6 254,1	715,2	4 564,7	685,6
T2	4 718,2	4 830,2	958,0	993,2	2 767,0	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,7	690,7
T3	4 731,7	4 845,3	930,7	1 014,4	2 786,6	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,5	696,0
2020 Juin	4 718,2	4 830,2	958,0	993,2	2 767,0	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,7	690,7
Juillet	4 727,6	4 835,3	949,9	997,2	2 780,5	6 016,4	6 291,3	704,4	4 621,5	690,5
Août	4 750,4	4 858,8	943,4	1 015,5	2 791,5	6 031,4	6 307,2	702,6	4 632,7	696,1
Septembre	4 731,7	4 845,3	930,7	1 014,4	2 786,6	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,5	696,0
Octobre	4 738,1	4 845,2	916,5	1 011,2	2 810,4	6 092,5	6 359,4	704,7	4 690,1	697,7
Novembre <sup>(p)</sup>	4 734,8	4 841,1	911,4	1 004,1	2 819,3	6 106,6	6 376,3	701,9	4 708,5	696,3
Flux										
2017	85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018	124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,3	-13,1	43,5	85,3	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,1
2019 T4	6,2	21,7	-9,2	8,8	6,7	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 T1	135,5	136,7	33,1	44,1	58,3	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,8
T2	120,7	131,0	-38,8	80,9	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,4	8,8
T3	29,1	34,2	-22,0	15,8	35,3	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 Juin	3,6	14,2	-1,2	-4,7	9,5	17,9	16,6	3,4	11,8	2,7
Juillet	19,0	16,9	-6,8	6,7	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
Août	21,8	22,8	-2,4	8,4	15,8	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
Septembre	-11,7	-5,5	-12,8	0,8	0,3	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
Octobre	7,4	1,6	-13,8	-2,8	24,0	26,5	26,3	2,3	22,6	1,6
Novembre <sup>(p)</sup>	1,2	6,2	-3,2	-5,9	10,3	15,1	19,9	-3,6	19,1	-0,5
Taux de croissance										
2017	2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 T4	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 T1	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
T2	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
T3	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020 Juin	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
Juillet	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
Août	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Septembre	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Octobre	6,3	6,8	-5,2	16,4	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
Novembre <sup>(p)</sup>	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2017	347,6	6 769,9	1 966,9	59,8	2 017,9	2 725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7 059,7	1 945,9	50,1	2 156,5	2 907,2	1 455,7	453,2	178,9	187,2
2019 T4	364,1	7 059,7	1 945,9	50,1	2 156,5	2 907,2	1 455,7	453,2	178,9	187,2
2020 T1	409,5	7 036,3	1 936,9	47,2	2 119,9	2 932,4	1 561,0	517,4	183,7	196,5
T2	673,3	7 041,2	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 558,6	532,3	159,2	174,3
T3	806,2	7 038,1	1 932,7	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,4	139,9	147,3
2020 Juin	673,3	7 041,2	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 558,6	532,3	159,2	174,3
Juillet	756,1	7 043,9	1 933,7	43,6	2 047,0	3 019,6	1 536,6	555,7	162,3	174,1
Août	819,5	7 025,4	1 937,4	43,1	2 033,3	3 011,7	1 552,2	503,6	170,4	177,6
Septembre	806,2	7 038,1	1 932,7	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,4	139,9	147,3
Octobre	864,3	7 036,3	1 931,9	42,7	2 036,0	3 025,8	1 574,7	530,0	148,7	154,3
Novembre <sup>(p)</sup>	753,6	6 941,1	1 923,8	42,4	2 006,3	2 968,6	1 459,6	461,6	148,2	147,6
Flux										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	105,7	-5,3	-3,3	27,4	87,0	309,4	17,2	-2,7	-2,5
2019 T4	-21,1	3,8	-1,5	-3,4	-11,9	20,6	-3,9	-4,8	-5,3	-10,9
2020 T1	45,7	-46,2	-6,7	-2,9	-47,5	10,9	66,1	8,8	4,7	9,3
T2	264,0	-1,7	-2,4	-3,1	-14,3	18,0	-31,9	60,2	-24,5	-22,2
T3	69,2	5,2	-3,1	-1,1	0,6	8,8	29,1	-19,5	-19,3	-27,1
2020 Juin	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,6	8,6	7,8	7,4	-37,3	-37,0
Juillet	19,3	-8,9	-1,4	-0,5	-8,1	1,2	-25,8	35,5	3,2	-0,2
Août	63,3	3,4	4,3	-0,5	-10,9	10,5	33,2	-56,9	8,1	3,5
Septembre	-13,5	10,7	-6,0	-0,1	19,6	-2,8	21,8	2,0	-30,5	-30,3
Octobre	58,2	-11,6	0,1	-0,3	-24,4	13,0	2,7	24,9	8,8	7,1
Novembre <sup>(p)</sup>	-110,7	-31,6	0,7	-0,3	-19,4	-12,6	-62,1	-45,0	-0,5	-6,7
Taux de croissance										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	—	—	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	—	—	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	—	—	-1,5	-1,5
2019 T4	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	—	—	-1,5	-1,5
2020 T1	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	—	—	-0,3	0,6
T2	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	—	—	-10,5	-8,8
T3	91,8	-0,5	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	—	—	-24,1	-25,6
2020 Juin	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	—	—	-10,5	-8,8
Juillet	85,5	-0,6	-0,1	-20,3	-4,1	2,1	—	—	-15,3	-15,6
Août	89,8	-0,2	1,2	-20,6	-4,3	2,4	—	—	-13,6	-16,6
Septembre	91,8	-0,5	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	—	—	-24,1	-25,6
Octobre	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	—	—	-32,8	-34,6
Novembre <sup>(p)</sup>	85,3	-1,2	-0,8	-17,1	-4,8	1,3	—	—	-30,0	-34,3

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 T3	-0,8	.	.	.	.	0,9
T4	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 T1	-1,1	.	.	.	.	0,5
T2	-3,7	.	.	.	.	-2,1

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes					Dépenses en capital
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 T3	46,4	45,9	12,8	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,7	22,4	3,8
T4	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 T1	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,6	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
T2	46,7	46,2	13,0	12,9	15,4	0,5	50,4	46,5	10,4	5,7	1,6	24,0	3,9

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	IFM	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 T3	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 T1	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents <sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB <sup>2)</sup>	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 valo- risation et parts de fonds d'investis- sement de volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 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	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 T1	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
T2	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4

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

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

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

### 6.5 Titres de créance des administrations publiques <sup>1)</sup>

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

	Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intérêts			Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
								Durées ≤ 1 an					
	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	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2019 T3	12,7	11,2	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 T1	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
T2	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
2020 Juillet	14,5	13,1	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,0
Août	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
Septembre	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
Octobre	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
Novembre	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
Décembre	14,2	12,9	4,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2019 T3	-1,8	1,5	-0,7	0,6	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,0
T4	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2020 T1	-2,6	1,2	-0,9	0,0	1,1	-3,4	-3,6	-2,3	2,0
T2	-5,7	-1,4	-2,9	-2,1	-1,7	-6,9	-5,8	-4,7	-2,3
Dette des administrations publiques									
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2019 T3	102,2	61,0	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	136,8	96,5
T4	98,7	59,6	8,4	57,4	176,6	95,5	98,1	134,7	94,0
2020 T1	104,3	61,1	8,9	59,0	176,9	99,0	101,3	137,6	96,1
T2	115,3	67,4	18,5	62,7	187,4	110,1	114,1	149,4	113,2

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 T3	-1,4	-0,3	3,8	0,5	1,3	0,2	-0,2	0,7	-1,1	-1,9
T4	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,3	-1,0
2020 T1	-0,7	-0,2	1,4	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
T2	-1,7	-2,4	-1,8	-5,1	-1,5	-3,8	-1,9	-4,7	-3,6	-3,4
Dette des administrations publiques										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 T3	37,1	35,4	20,0	42,9	49,3	71,1	119,6	67,7	48,8	60,1
T4	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,3	59,3
2020 T1	37,1	33,0	22,2	44,0	49,5	73,1	119,5	69,0	49,6	64,3
T2	42,9	41,4	23,8	51,1	55,2	82,6	126,1	78,2	60,2	68,7

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2020**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 20 janvier 2021.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-21-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général