

## Bulletin économique

Numéro 7 / 2020

# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires récentes</b>	<b>2</b>
<b>Synthèse</b>	<b>2</b>
1    Environnement extérieur	6
2    Évolutions financières	10
3    Activité économique	14
4    Prix et coûts	19
5    Monnaie et crédit	23
<b>Encadrés</b>	<b>27</b>
1    Un système de pondération révisé pour les projections relatives à l'environnement international	27
2    Nouvelles statistiques de la zone euro relatives aux primes, aux sinistres et aux frais des sociétés d'assurance	32
3    Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19	36
<b>Articles</b>	<b>44</b>
1    L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro	44
2    L'intégration financière européenne pendant la crise de la COVID-19	68
3    Nouvelles statistiques relatives aux fonds de pension	94
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires récentes

## Synthèse

La recrudescence des infections au coronavirus (COVID-19) fait planer une menace renouvelée sur la santé publique et sur les perspectives de croissance économique, dans la zone euro comme dans les grandes économies mondiales. Les informations devenues disponibles signalent que la reprise économique de la zone euro s'essouffle plus vite qu'espéré, après un rebond fort, quoique partiel et inégal, de l'activité économique pendant l'été. La hausse du nombre de cas de COVID-19 et l'intensification associée des mesures d'endiguement entravent l'activité, entraînant une détérioration sensible des perspectives à court terme.

Les données devenues disponibles relatives à l'économie mondiale font état d'un rebond rapide de l'activité mondiale au troisième trimestre, mais également d'un ralentissement de la dynamique. Après une forte contraction au premier semestre 2020, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) et les indicateurs à haute fréquence ont enregistré un fort rebond au troisième trimestre, avec toutefois une stabilisation en septembre. Outre la morosité des perspectives sur le marché du travail, l'incertitude ambiante pèse sur le comportement des consommateurs. Le commerce mondial s'est également nettement redressé au troisième trimestre, après une contraction sévère et profonde au deuxième trimestre. L'inflation mondiale est restée faible.

Au cours de la période sous revue, la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est légèrement déplacée vers le bas et est restée légèrement inversée. En dépit de cette inversion, la courbe ne suggère pas d'anticipations fortes par les marchés d'une baisse imminente des taux directeurs. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme se sont resserrés de façon constante dans l'ensemble des pays de la zone euro, dans un contexte d'anticipations de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire. Les indices boursiers ont fortement baissé, sur fond de mouvements importants enregistrés au cours de la période. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les dernières données font état d'un fort rebond de la production dans la zone euro au troisième trimestre 2020, après une contraction marquée de 11,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre. Toutefois, les hausses continues des taux d'infection par le coronavirus obscurcissent les perspectives à court terme et entraîneront, selon toute probabilité, un ralentissement significatif de la croissance de la production au dernier trimestre de l'année, comme l'ont déjà indiqué les enquêtes récentes. Dans le même temps, la reprise reste inégale selon les secteurs, celui des services étant le plus durement impacté par la pandémie, en partie en raison de sa sensibilité aux mesures de distanciation sociale. À plus long terme,

une reprise soutenue demeure fortement dépendante de l'évolution de la pandémie et de la réussite des mesures d'endiguement. Alors que l'incertitude concernant l'évolution de la pandémie est de nature à affaiblir la reprise sur le marché du travail ainsi que le redressement de la consommation et de l'investissement, l'économie de la zone euro doit continuer d'être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un affermissement progressif de l'activité et de la demande mondiales.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à – 0,3 % en septembre, contre – 0,2 % en août, traduisant les évolutions des prix de l'énergie, des biens industriels non énergétiques et des services. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix de contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative jusqudébut 2021. De plus, les tensions sur les prix resteront contenues à court terme en raison de l'atonie de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des services liés aux voyages, ainsi que de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation du taux de change de l'euro. À moyen terme, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation. Les indicateurs extraits des instruments de marché et les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes demeurent globalement inchangés, à des niveaux faibles.

La pandémie de coronavirus a continué d'influer de manière significative sur la dynamique de la monnaie et du crédit dans la zone euro. La croissance de la monnaie s'est encore accentuée en septembre 2020 et le crédit domestique, qui est demeuré la principale source de création monétaire, a été de plus en plus soutenu par les achats nets d'obligations d'État par l'Eurosystème. Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle depuis l'apparition de la pandémie ont continué de soutenir l'octroi de crédit bancaire à l'économie de la zone euro à des conditions favorables. Toutefois, ainsi que le montre l'enquête d'octobre 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont durci leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages au troisième trimestre 2020 en raison d'une perception accrue des risques.

Les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs depuis début mars contribuent à préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs et dans toutes les juridictions de la zone euro. Elles apportent ainsi un soutien crucial à l'activité économique et au maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, dans l'environnement actuel de risques clairement orientés à la baisse, le Conseil des gouverneurs évaluera attentivement les informations qui lui parviennent, notamment sur l'évolution de la pandémie, les perspectives de déploiement de vaccins et les variations du taux de change. En décembre, les nouvelles projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème permettront une réévaluation approfondie des perspectives économiques et de la balance des risques. Sur la base de cette évaluation actualisée, le Conseil des gouverneurs recalibrera ses instruments, de façon adéquate, pour répondre à l'évolution de la

situation et faire en sorte que les conditions de financement demeurent favorables et permettent de soutenir la reprise économique et de contrer l'incidence négative de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Cela favorisera la convergence durable de l'inflation vers son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

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

Le Conseil des gouverneurs laissera inchangés les taux directeurs de la BCE. Il prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'impact à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, répartis entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) demeure, pour

les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

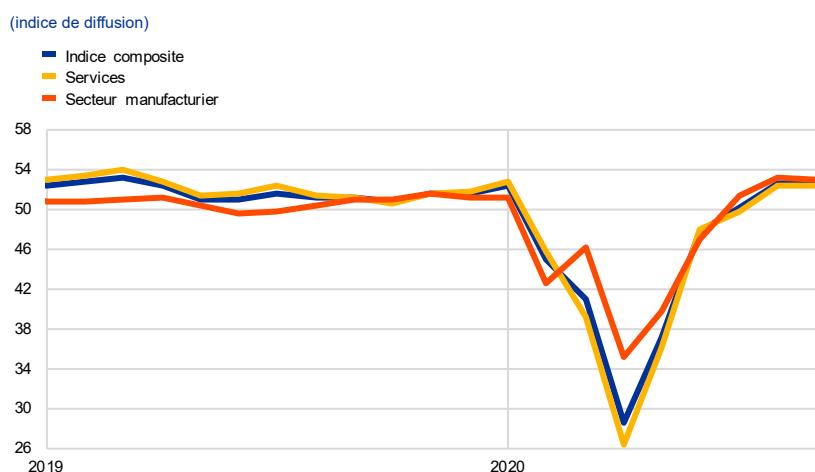
# 1

## Environnement extérieur

**Les données disponibles indiquent un rebond rapide de l'activité mondiale au troisième trimestre, mais également un ralentissement de la dynamique par la suite.** Après une forte contraction au premier semestre 2020, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) a affiché un très fort rebond au troisième trimestre, s'inscrivant à 51,8 contre 37,9 au trimestre précédent. Toutefois, il est demeuré inchangé en septembre, la légère amélioration dans les services ayant été contrebalancée par une légère baisse de l'indice relatif à la production manufacturière (cf. graphique 1). Dans l'ensemble, les services qui se caractérisent par une proximité physique élevée, tels que le tourisme et les loisirs, les transports et les services aux consommateurs, sont demeurés atones au troisième trimestre. Certains indicateurs non conventionnels à haute fréquence, tels que les tendances en matière de mobilité et la confiance des consommateurs, vont également dans le sens d'un ralentissement de la dynamique à la fin du troisième trimestre, en particulier dans les économies avancées. Cela pourrait être un signe que les entreprises et les ménages continuent de se montrer prudents dans leurs décisions d'investissement, dans un contexte marqué par les inquiétudes concernant la recrudescence des infections, par des contraintes de distanciation sociale et par la crainte d'une réintroduction des mesures d'endiguement pour faire face à la persistance de la pandémie de coronavirus (COVID-19).

### Graphique 1

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



Sources : Haver Analytics, Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2020.

**Outre les perspectives moroses du marché du travail, l'incertitude ambiante pèse sur le comportement des consommateurs.** La reprise de la production, et dans une moindre mesure, de l'emploi demeure incomplète, particulièrement en ce qui concerne les activités les plus impactées par la pandémie. Dans l'ensemble, les ventes au détail ont fortement augmenté – sous l'effet de la demande latente qui s'est exprimée à l'issue des confinements – grâce aux mesures de soutien du revenu disponible prises par les gouvernements. Toutefois, les taux d'épargne

demeurent aussi nettement supérieurs aux niveaux observés avant la pandémie, ce qui s'explique en partie par des motifs de précaution liés à un degré d'incertitude économique accru. La confiance des consommateurs demeure très faible à l'échelle mondiale et montre peu d'amélioration depuis le creux enregistré en avril.

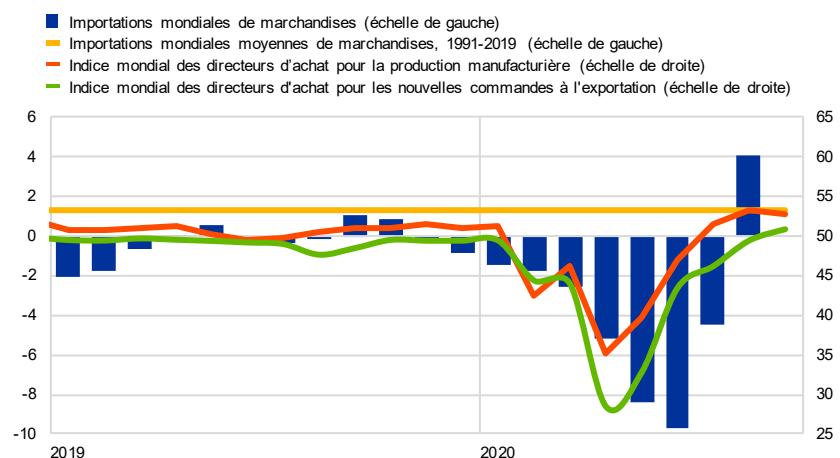
### Le commerce mondial a également connu un fort rebond au troisième trimestre.

Après une baisse à deux chiffres du commerce mondial au deuxième trimestre, les données disponibles indiquent une forte reprise au troisième trimestre (cf. graphique 2). Selon les données du CPB, les importations mondiales de marchandises (hors zone euro) ont augmenté de 2,4 % en rythme mensuel en août. Bien que plus faible qu'en juin et en juillet, cette hausse confirme néanmoins une forte reprise du commerce mondial au troisième trimestre. Le rebond est également confirmé par un outil de suivi qui s'appuie sur des indicateurs hebdomadaires relatifs au commerce. Comparé aux ralentissements précédents, le commerce mondial a relativement bien résisté malgré la forte et profonde contraction économique enregistrée au deuxième trimestre. Cela reflète en partie le fait que le secteur des services, qui est moins dépendant des échanges commerciaux, est celui qui a été le plus affecté par l'effondrement de l'activité.

### Graphique 2

#### Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



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

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

**L'inflation mondiale est restée stable en août.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est demeurée inchangée, à 1,2 %, en août. Les pressions à la baisse exercées par la hausse annuelle des prix de l'énergie ont persisté en août, mais à un rythme moins soutenu, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée. La hausse annuelle de l'IPC dans la zone OCDE, hors produits alimentaires et énergie, a légèrement diminué pour s'établir à 1,6 %. Les tensions inflationnistes sont restées modérées dans l'ensemble des principales économies avancées et économies de marché émergentes,

et devraient le rester à court et moyen terme en raison de la faiblesse de la demande.

**Les prix du pétrole ont légèrement augmenté depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, mais sont demeurés au sein d'une fourchette étroite en raison d'une dynamique de la demande contrebalançant celle de l'offre.**

Depuis juin, les prix du *Brent* ont fluctué entre 35 et 45 dollars le baril pour s'établir actuellement à un niveau supérieur de 7 % environ aux valeurs annoncées lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. Après la hausse de la demande mondiale de pétrole observée en juillet avec l'assouplissement des restrictions liées au coronavirus (COVID-19), l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit un ralentissement de la demande de pétrole dans un contexte de hausse du nombre de cas de COVID-19 à l'échelle mondiale. La diminution de l'offre de pétrole continue de contrer les pressions à la baisse exercées par la demande, l'offre de pétrole enregistrant un recul en septembre en raison de l'amélioration du niveau de conformité des pays de l'OPEP+ à leur accord de production. Cette baisse vient s'ajouter aux réductions substantielles de l'offre de pétrole qui ont fait suite à l'accord conclu par l'OPEP+ pour faire face à la pandémie ainsi qu'aux interruptions importantes de la production de pétrole aux États-Unis. Les prix du pétrole demeurent inférieurs d'un tiers environ à leurs niveaux constatés avant la pandémie de coronavirus. Dans le même temps, les prix des métaux sont demeurés globalement stables depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement augmenté.

**Aux États-Unis, la reprise devrait s'essouffler légèrement après la forte croissance enregistrée au troisième trimestre.** Selon la première estimation, le PIB en volume des États-Unis a augmenté de 33,1 % en rythme trimestriel annualisé, soutenu par un fort rebond de la demande intérieure, mais la reprise s'essouffle. En septembre, la production industrielle a diminué, après un ralentissement marqué en août, tandis que les ventes au détail se sont légèrement redressées (en termes réels) après deux séries de résultats médiocres au cours des mois précédents. Cette évolution est cohérente avec celles observées pour le revenu personnel, qui s'est légèrement redressé en septembre, tandis que le taux d'épargne des ménages est resté à des niveaux historiquement élevés. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de soutien, les perspectives d'évolution des dépenses sont moroses. Dans le même temps, la reprise sur le marché du travail américain se ralentit. La légère baisse du chômage, à 7,9 %, observée en septembre est principalement due à une diminution du taux d'activité, tandis que le nombre d'offres d'emplois publiées reste faible.

**Le Japon connaît une reprise progressive de son économie, la recrudescence des infections à la COVID-19 observée au cours de l'été étant apparemment contenue.** L'activité économique a atteint un point bas et a entamé une reprise progressive depuis la fin du confinement partiel en mai. La production industrielle et les exportations en volume de biens ont affiché une tendance à la hausse depuis, tandis que les importations ont diminué pour le quatrième mois consécutif en août. Bien que la résurgence des cas de COVID-19 dans le pays et les mauvaises conditions météorologiques aient temporairement ralenti le rythme de la reprise au

début de l'été, depuis fin juillet, l'endiguement de la pandémie va de pair avec un regain de confiance des consommateurs soutenant la reprise.

**Au Royaume-Uni, le rebond de l'activité a montré des signes de ralentissement vers la fin du troisième trimestre.** Le PIB en volume a diminué de 22 % environ au premier semestre 2020 par rapport au niveau observé fin 2019. Les données mensuelles relatives au PIB disponibles jusqu'à fin août montrent que l'activité économique s'est inscrite sur une trajectoire durable de reprise depuis le point bas qu'elle avait atteint en avril, en dépit des signes récents d'essoufflement de la dynamique. Les indices des directeurs d'achat suggèrent également un ralentissement de la dynamique depuis août, avant même la réintroduction de mesures d'endiguement supplémentaires, qui se sont nettement renforcées depuis la seconde quinzaine de septembre. Outre la recrudescence du taux d'infections et d'hospitalisations liées à la COVID-19, les fortes augmentations du chômage et l'incertitude accrue liée aux résultats des négociations sur le Brexit pèsent sur la reprise.

**En Chine, la croissance du PIB en volume au troisième trimestre a confirmé la poursuite et la généralisation de la reprise.** En dépit d'une croissance du PIB légèrement inférieure aux prévisions du Consensus économique, la reprise économique en Chine s'est poursuivie à un rythme constant au troisième trimestre (4,9 % en glissement annuel). La reprise s'est également généralisée. La formation de capital et les exportations nettes ont continué de soutenir la croissance, et la consommation finale a apporté une contribution positive à la croissance pour la première fois cette année. En outre, les données de septembre vont dans le sens d'une accélération de la dynamique vers la fin du trimestre. La production industrielle a augmenté de 6,9 % et les ventes au détail de 3,3 % en glissement annuel, ce qui constitue une bonne surprise dans les deux cas. Au total, les données récentes indiquent que la normalisation de l'activité se poursuit et s'étend aux secteurs qui ont été le plus affectés par la pandémie de COVID-19. Toutefois, les perspectives demeurent contrastées, en raison d'un environnement mondial défavorable, assombri par la résurgence mondiale de la pandémie et par la possibilité d'une deuxième vague d'infections en Chine continentale, bien que les autorités aient jusqu'à présent réussi à contenir ce risque à son niveau minimum.

## 2 Évolutions financières

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 46 et – 55 points de base, respectivement<sup>1</sup>, au cours de la période sous revue (du 10 septembre au 28 octobre 2020).** Au cours de la même période, l'excédent de liquidité a augmenté de 225 milliards d'euros environ pour s'établir à 3 205 milliards environ, reflétant principalement le tirage lors des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ainsi que les achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

**La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le bas au cours de la période sous revue et est restée légèrement inversée.** En dépit de cette inversion, la courbe ne suggère pas d'anticipations fortes par les marchés d'une baisse imminente des taux directeurs<sup>2</sup>. Dans l'ensemble, les taux à terme de l'Eonia demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2028, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

**Les rendements des obligations souveraines à long terme ont diminué dans les principales juridictions au cours de la période sous revue.** Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 20 points de base pour s'établir à – 0,19 % (cf. graphique 3), sous l'effet d'une combinaison de taux sans risque légèrement plus bas et d'un resserrement plus prononcé des écarts de rendement souverains. Au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont également diminué de 3 points de base, tandis qu'ils ont augmenté de 8 points de base aux États-Unis.

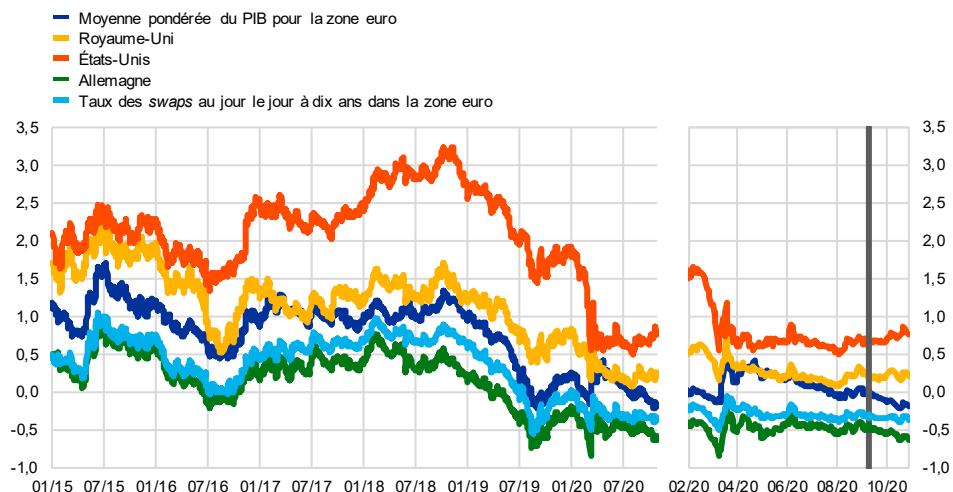
<sup>1</sup> La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread fixe* de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « *Adieu Eonia, bienvenue à €STR !* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

<sup>2</sup> Cette évaluation s'appuie sur 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 septembre 2020). Le fenêtre de zoom indique l'évolution des rendements souverains depuis le 1<sup>er</sup> février 2020. Les dernières observations se rapportent au 28 octobre 2020.

**Les écarts de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro et les taux sans risque ont continué de se resserrer dans l'ensemble des juridictions dans un contexte d'anticipations de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire.** La résurgence du coronavirus (COVID-19) et la réintroduction de mesures de confinement locales dans l'ensemble de l'Europe n'ont eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur les marchés des obligations souveraines. Les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans (par rapport au taux sans risque correspondant) sont actuellement proches de leurs niveaux d'avant la pandémie dans tous les pays de la zone euro. Les réductions des écarts de rendement ont été plus prononcées pour les pays qui avaient été le plus sévèrement touchés par la pandémie au printemps 2020 et qui avaient enregistré des augmentations plus importantes de ces écarts. Les écarts de rendement souverains à dix ans allemand, français, italien, espagnol et portugais ont diminué de 10, 9, 25, 9 et 14 points de base, ressortant à -0,28, 0,03, 1,12, 0,53 et 0,52 point de pourcentage, respectivement. En conséquence, l'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 11 points de base, ressortant à 0,18 point de pourcentage, dans un contexte d'anticipations de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire.

**Les indices boursiers ont fortement baissé, après des mouvements importants enregistrés au cours de la période.** Vers la fin septembre, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont baissé de 3,1 %. Après avoir totalement rattrapé cette baisse, ils ont de nouveau chuté et s'inscrivent à présent 6 % au-dessous des niveaux observés au début de la période sous revue. Les prix des actions des banques dans la zone euro ont enregistré une baisse plus prononcée, diminuant de 15,8 % au cours de la période sous revue. Une dynamique similaire a pu être observée aux États-Unis, où les prix des actions des SNF et des

banques se sont inscrits 0,5 % et 4,2 %, respectivement, au-dessous des niveaux observés au début de la période sous revue. Les prix des actions des SNF de la zone euro ont bénéficié d'une amélioration des anticipations de bénéfices à court terme par rapport aux niveaux très bas observés plus tôt dans l'année, tandis que la prime de risque sur actions a augmenté. Les cessions massives observées plus récemment sont intervenues dans le contexte de la réintroduction dans certains pays européens de mesures d'endiguement pour limiter la propagation de la COVID-19. La réduction observée des cours des actions bancaires dans la zone euro est probablement liée à la perception d'une accumulation de risques pesant sur les bilans en raison des nouveaux confinements.

**Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont légèrement resserrés au cours de la période sous revue.**

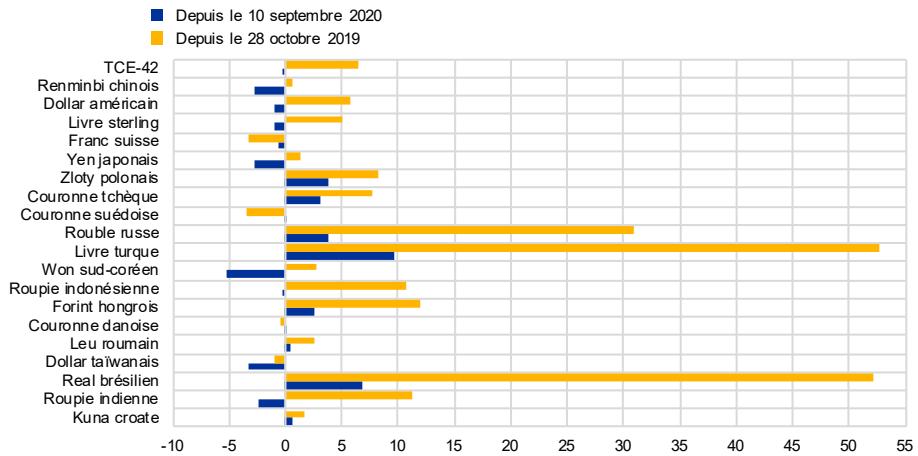
Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque se sont légèrement resserrés au cours de la période sous revue pour s'établir à 93 points de base et 76 points de base, respectivement, le 28 octobre. Globalement, cette légère diminution reflète une réduction de la prime excédentaire sur les obligations. Les fondamentaux du crédit (mesurés par les notations et les taux de défaut attendus) sont restés largement inchangés.

**Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4), certains taux de change bilatéraux évoluant en sens opposé, reflétant des différences dans les perspectives de reprise à l'issue de la crise de la COVID-19.** 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 0,3 %. S'agissant des évolutions du taux de change bilatéral, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du renminbi chinois (de 2,7 %) et des devises des autres grandes économies émergentes d'Asie, reflétant le fort rebond de l'activité et du climat économique dans les centres manufacturiers asiatiques. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du yen japonais (de 2,7 %), du dollar américain (de 1 %) et de la livre sterling (de 1 %). En revanche, l'euro s'est apprécier vis-à-vis de la plupart des devises des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, plus particulièrement le zloty polonais (de 3,8 %) et la couronne tchèque (de 3,1 %). Il a également continué de se renforcer vis-à-vis de la livre turque, du real brésilien et du rouble russe.

## 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 28 octobre 2020.

### 3

## Activité économique

**Après le recul sans précédent de la production observé dans la zone euro au deuxième trimestre 2020, la croissance économique devrait rebondir au troisième trimestre, puis se détériorer à nouveau au quatrième trimestre.**

Au deuxième trimestre 2020, l'activité économique totale s'est contractée de 11,8 % en glissement trimestriel (après 3,7 % au premier trimestre), avec pour résultat une baisse cumulée de 15,1 % au premier semestre de l'année (cf. graphique 5).

La ventilation pour le deuxième trimestre montre que le recul du PIB a été généralisé, la demande intérieure (qui a apporté une contribution de – 10,9 points de pourcentage à la croissance), les exportations nettes (– 0,8 point de pourcentage) et les variations de stocks (– 0,1 point de pourcentage) s'inscrivant en baisse.

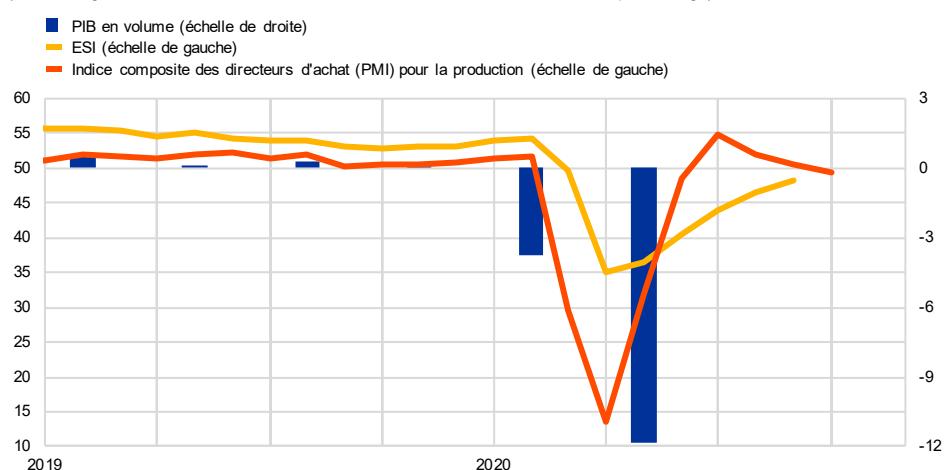
Les indicateurs économiques suggèrent que le fléchissement de l'activité dû à la pandémie de coronavirus (COVID-19) a atteint un point bas en avril 2020.

Les données quantitatives, les résultats d'enquêtes et les indicateurs à haute fréquence font état d'un fort rebond de la production au troisième trimestre, tandis que la croissance devrait encore se ralentir au quatrième trimestre. Dans le même temps, la reprise dans la zone euro devrait être inégale selon 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. Cela vaut également pour les différents pays, la reprise étant dépendante des taux d'infection et des efforts fournis pour contenir la pandémie. La pandémie de COVID-19 et les mesures d'endiguement qui y sont associées ont affecté, et continueront d'affecter, la production potentielle. Cette question fait l'objet d'une analyse approfondie dans l'article intitulé « L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

### Graphique 5

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

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



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

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 pour le PIB en volume, à septembre 2020 pour l'ESI et à octobre 2020 pour le PMI.

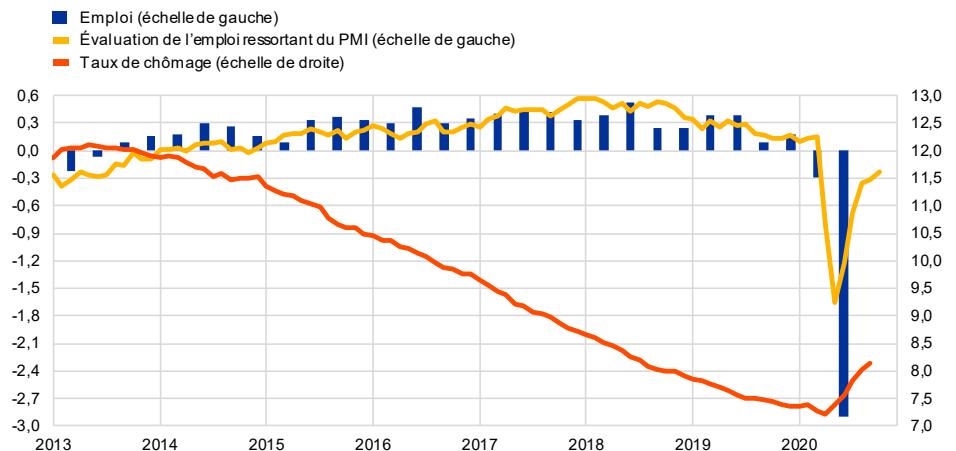
**Au premier semestre 2020, la pandémie de COVID-19 a provoqué la plus forte contraction de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées jamais enregistrée, tandis que l'impact sur le taux de chômage a été plus limité en raison des dispositifs de soutien de l'emploi.** Par rapport à la contraction du PIB en volume enregistrée au premier semestre 2020, le taux de chômage officiel a augmenté de façon relativement limitée, ressortant à 8,1 % en août après le point bas historique de 7,2 % enregistré en mars 2020, mais encore loin du pic de 12,7 % observé en février 2013. Les mesures de soutien à l'emploi, telles que les dispositifs de chômage partiel et le chômage technique, ainsi qu'une réduction du taux d'activité, ont contribué à expliquer l'impact limité sur le taux de chômage. Ces mesures ont également permis de contenir la baisse de l'emploi, qui a reculé de 2,9 % au deuxième trimestre 2020 par rapport au premier trimestre (cf. graphique 6). Le nombre total d'heures travaillées a baissé bien plus fortement, reculant de 13,4 % au deuxième trimestre, ce qui s'est traduit par une diminution de 10,8 % du nombre moyen d'heures travaillées par personne occupée. Aucune information concernant l'emploi et le nombre d'heures travaillées n'est pour l'instant disponible pour le troisième trimestre 2020.

**Les indicateurs à court terme du marché du travail se sont partiellement redressés, mais continuent de signaler une contraction.** Selon l'estimation rapide, l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi est ressorti en hausse en octobre, à 48,1, contre 47,7 en septembre et 46,8 en août, après un rebond plus prononcé en juillet, à hauteur de 3,3 points (cf. graphique 6). Toutefois, le niveau actuel de cet indice continue de suggérer 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.

### Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 pour l'emploi, à octobre 2020 pour le PMI et à août 2020 pour le taux de chômage.

### **Le rebond des dépenses de consommation a marqué le pas durant l'été.**

En volume, les ventes du commerce de détail se sont accrues de 4,4 % en août par rapport à juillet. Toutefois, cette hausse semble avoir résulté dans une large mesure du report des soldes de juillet à août dans certains pays. Si l'on considère les données de juillet et août ensemble, les chiffres du commerce de détail ont été supérieurs de 0,4 % à ceux du mois de juin. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont retrouvé leur niveau d'avant la COVID-19, ne s'établissant en septembre que 1,0 % au-dessous de leur niveau observé un an auparavant. La confiance des consommateurs a baissé en octobre, après deux mois consécutifs de hausse. Les ménages font de plus en plus état d'une détérioration de leur situation financière. En conséquence, leurs intentions d'achats importants restent à leur plus bas niveau depuis la crise de la dette souveraine.

**Le redressement de la demande de biens demeure inégal.** Le commerce de détail a totalement effacé l'effondrement observé à la suite de l'apparition de la pandémie en Europe, mais cette situation masque une reprise très hétérogène d'une sous-catégorie à l'autre. En juillet et en août, les ventes au détail de carburant automobile sont restées inférieures à leur niveau d'avant la COVID-19, les déplacements demeurant réduits. De même, les ménages achètent moins de vêtements et de chaussures en raison des mesures de distanciation sociale. En revanche, les achats d'équipement audio et vidéo sont plus élevés qu'avant la pandémie. Les taux d'infection ayant recommencé à augmenter récemment, l'épargne de précaution devrait rester élevée. En conséquence, le taux d'épargne devrait avoir diminué au troisième trimestre, tout en demeurant bien supérieur à ses niveaux d'avant la COVID-19.

**Après une baisse de 20,8 % au deuxième trimestre, l'investissement des entreprises de la zone euro devrait avoir rebondi au troisième trimestre en termes de taux de croissance, mais en termes de niveau, il demeure bien inférieur au niveau observé avant la COVID-19.** En juillet et en août, la production industrielle de biens d'équipement s'est établie quelque 23 % au-dessus de son niveau moyen du deuxième trimestre. Compte tenu de sa relation habituellement étroite avec l'investissement en machines et équipements, une forte hausse de l'investissement des entreprises est également attendue au troisième trimestre. Toutefois, au cours des prochains trimestres, outre l'incertitude relative à l'évolution de la pandémie, il existe un risque que le redressement de l'investissement se ralentisse fortement. Premièrement, les bilans des entreprises se sont détériorés. Habituellement, en période de crise, de nombreuses entreprises dont le chiffre d'affaires et les bénéfices sont faibles reportent ou annulent toutes les dépenses non essentielles, ce qui inclut l'investissement en capital. Deuxièmement, le taux d'utilisation des capacités de production des entreprises s'est redressé au troisième trimestre 2020, pour s'établir à 72 %, mais demeure inférieur de 11 % au niveau enregistré durant la période précédant la pandémie de COVID-19. Troisièmement, les carnets de commande des entreprises restent très bas.

**Après la contraction de 12,4 % enregistrée au deuxième trimestre, le net rebond de l'investissement attendu dans l'immobilier résidentiel pour le**

### **troisième trimestre devrait céder la place à une modération du rythme de la reprise.**

Au premier semestre 2020, l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro a baissé de 14,4 % par rapport à fin 2019, malgré des évolutions très contrastées entre les principaux pays de la zone, allant d'une hausse de 0,8 % en Allemagne à une baisse de 31,5 % en Espagne. De fait, le déclenchement de la pandémie de COVID-19 a entraîné la fermeture généralisée des chantiers de construction et la limitation de la délivrance de permis de construire. Néanmoins, cette situation a été en partie atténuée par l'important retard accumulé en matière de projets de construction (en particulier en Allemagne et aux Pays-Bas) et s'est accompagnée d'une baisse du volume des transactions sans effet visible sur les prix des logements jusqu'au deuxième trimestre. Entre mai et septembre, plusieurs pays ont commencé à assouplir les mesures d'endiguement et l'activité dans la construction a repris au troisième trimestre, favorisée également par une diminution généralisée des limitations de la production pour les entreprises ; on observe des dynamiques similaires de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Néanmoins, en septembre, les indices des directeurs d'achat relatifs au secteur de la construction et aux anticipations des entreprises du secteur dans la zone euro se sont établis au-dessous du seuil indiquant une expansion, signalant une atonie de l'activité à court terme. Cette modération de l'activité du secteur de la construction peut également être liée à la récente accentuation des restrictions qui visent à empêcher une nouvelle hausse des infections dans les différentes juridictions. D'autres risques à la baisse pesant sur les perspectives d'investissement dans l'immobilier résidentiel à moyen terme peuvent résulter, du côté de l'offre, du risque accru pesant sur les bilans des sociétés immobilières et, du côté de la demande, de l'incertitude persistante incitant les ménages et les investisseurs à reporter leurs opérations.

### **Après s'être effondrés au deuxième trimestre, les échanges commerciaux de la zone euro ont rebondi au troisième trimestre 2020.**

Les données relatives aux échanges de biens en termes nominaux en juillet et en août affichent une poursuite du redressement initié en mai, avec l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19. En août, les exportations et les importations de biens de la zone euro ont augmenté, en termes nominaux, de 4,0 % et 2,7 % en glissement mensuel, respectivement. Ces chiffres continuent toutefois de refléter un ralentissement par rapport à juillet. Le quatrième mois consécutif d'expansion en août a amené les échanges commerciaux extra-zone euro à un niveau inférieur de 11,0 % à celui de février. Depuis juillet, les exportations extra-zone euro se sont inscrites en hausse pour l'ensemble des destinations à l'exception de l'Asie. Dans certaines catégories (à savoir les produits chimiques, les produits en lien avec les animaux et l'huile végétale), les volumes d'exportations ont fléchi de mai à juillet, après avoir fortement augmenté en mars et en avril, au début de la pandémie. Dans le même temps, parmi les sous-catégories de consommation, les exportations de voitures et de carburant se sont fortement améliorées. Les deux premiers mois du troisième trimestre 2020 ont enregistré un rebond trimestriel marqué des échanges de produits manufacturés. Les indicateurs avancés vont dans le sens de nouvelles améliorations dans les mois à venir. L'estimation rapide de l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier de la zone euro s'est inscrite en hausse, à 56,0 en octobre, après une bonne performance en septembre.

D'après les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, les évaluations par les entreprises des niveaux de leurs carnets de commandes à l'exportation confirment l'amélioration des conditions des échanges de produits manufacturés. Les indicateurs relatifs au fret vont également dans le sens de cette conclusion. Toutefois, les exportations de services de la zone euro enregistrent une contraction qui ne devrait pas s'atténuer au cours des prochains mois. Après s'être redressé à la suite de l'assouplissement des restrictions de déplacement, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur des services s'est détérioré en août et est resté à un niveau indiquant clairement une contraction, à 39,6.

**Si les indicateurs économiques, en particulier les résultats d'enquêtes, indiquent nettement un fort rebond de la croissance au troisième trimestre, ils se sont récemment modérés, dénotant un ralentissement important au quatrième trimestre.** L'indicateur du climat économique de la Commission européenne comme l'indice composite des directeurs d'achat pour la production se sont inscrits en hausse entre le deuxième et le troisième trimestre 2020, en phase avec un fort rebond de la croissance. Ce redressement de l'activité économique est également confirmé par des indicateurs à haute fréquence tels que la consommation d'électricité. Toutefois, le PMI a baissé en septembre et en octobre (revenant à 49,4 après son récent pic de 54,9 en juillet), indiquant un ralentissement de la croissance au quatrième trimestre de cette année. Il est clair que les services ont été plus durement touchés par la pandémie que l'industrie. Cette situation reflète en grande partie la sensibilité plus élevée des services aux mesures de distanciation sociale et la baisse relativement plus prononcée de la croissance dans ce secteur à la suite de la pandémie et des mesures d'endiguement qui y sont associées.

**Pour la période à venir, une reprise soutenue demeure fortement dépendante de l'évolution de la pandémie et de la réussite des politiques d'endiguement.** Alors que l'incertitude entourant la COVID-19 est de nature à affaiblir la reprise sur le marché du travail ainsi que le redressement de la consommation et de l'investissement, l'économie de la zone euro doit continuer d'être soutenue par des conditions de financement favorables et par une orientation budgétaire expansionniste. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début octobre, montrent que, par rapport à la campagne d'enquête précédente, réalisée début juillet, les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la hausse pour 2020 et à la baisse pour 2021.

## 4

## Prix et coûts

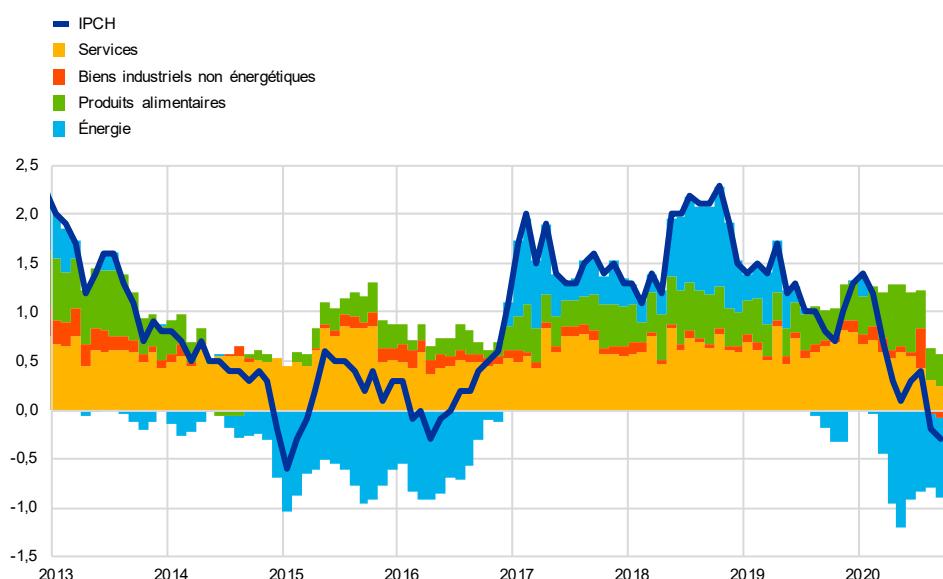
### L'inflation totale est devenue légèrement plus négative en septembre 2020.

Ce recul à  $-0,3\%$ , contre  $-0,2\%$  en août, reflète un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, des biens industriels non énergétiques et des services, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée (cf. graphique 7).

#### Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

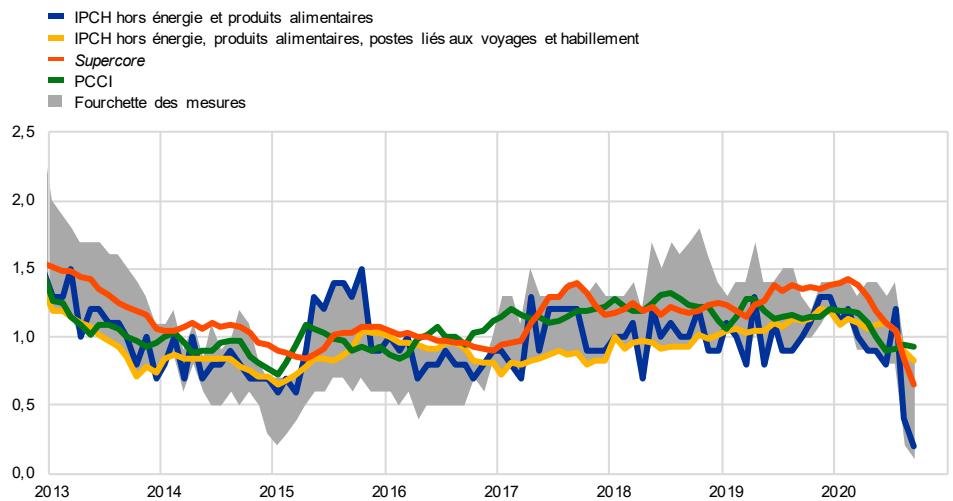
Notes : Les dernières observations se rapportent à septembre 2020. Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'un changement de méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux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

**Les mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué.** L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est revenue de  $0,4\%$  en août à  $0,2\%$  en septembre, soit un nouveau point bas historique. Cette évolution reflète un ralentissement de l'inflation dans les services, revenue de  $0,7\%$  en août à  $0,5\%$  en septembre, cette hausse modérée des prix des services au cours des derniers mois s'expliquant principalement par la baisse des prix des services liés au tourisme et aux voyages. Elle reflète également l'accentuation de la baisse des prix des biens industriels non énergétiques de  $-0,1\%$  en août à  $-0,3\%$  en septembre, qui s'explique probablement en partie par le fait que, dans certains pays de la zone euro, les soldes saisonniers d'habillement et de chaussures ont été étendus à des articles n'appartenant pas à la collection été. Les faibles chiffres de l'IPCHX observés récemment reflètent également la réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne depuis juillet 2020. Si l'on exclut les postes liés aux voyages et l'habillement de l'IPCHX, le taux d'inflation s'établit à  $0,8\%$  en septembre, contre  $0,9\%$  en août et  $1,0\%$  en juillet, ce qui va dans le sens d'une faiblesse plus généralisée de l'inflation sous-jacente due à l'atonie de la demande. C'est ce que fait également apparaître l'indicateur *Supercore*, élaboré à partir de composantes de

l'IPCH sensibles au cycle et qui est ressorti en baisse à 0,7 % en septembre après 0,8 % en août, ce qui représente là encore un point bas historique <sup>3</sup>.

### Graphique 8 Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

**Les tensions observées en amont de la chaîne des prix pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH fournissent des signaux contrastés.** La variation des prix des biens de consommation non alimentaires importés s'est établie à – 1,3 % en août, soit une baisse de 0,5 point de pourcentage par rapport à juillet. Cette évolution reflète probablement, au moins en partie, l'appréciation du taux de change de l'euro entre juillet et août. La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires ne s'est ralenti que modérément, à 0,6 % en août après 0,7 % en juillet, se situant toujours aux alentours de sa moyenne de long terme. En amont de la chaîne des consommations intermédiaires, le rythme annuel de variation des prix à la production des biens intermédiaires s'est légèrement redressé de – 2,0 % en juillet à – 1,9 % en août, tandis que le rythme annuel de variation des prix à l'importation des biens intermédiaires a fléchi de – 2,4 % en juillet à – 2,6 % en août. La hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial <sup>4</sup> s'est accentuée en juillet et en août, à partir de bas niveaux toutefois, et le rythme annuel de variation des prix des matières premières hors pétrole a également fortement augmenté, ce qui va dans le sens d'un arrêt du ralentissement des tensions inflationnistes d'origine externe et en amont de la chaîne d'approvisionnement. Toutefois, la baisse des prix du pétrole et

<sup>3</sup> Pour de plus amples informations sur cet indicateur et d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « *Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

<sup>4</sup> L'indice mondial des prix à la production hors secteur de l'énergie est une estimation de la BCE.

l'appréciation du taux de change effectif nominal en septembre pourraient se traduire par une faiblesse persistante des prix intérieurs et des prix à l'importation des biens intermédiaires au-delà du mois d'août.

**Les tensions sur les salaires sont atténuées par l'effet sur la rémunération des mesures de soutien mises en place par les États.** La croissance de la rémunération par tête et celle de la rémunération par heure travaillée ont fortement divergé au premier semestre 2020. La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie en baisse à – 4,7 % au deuxième trimestre, après 0,6 % au premier trimestre et 1,6 % au quatrième trimestre 2019, tandis que la croissance annuelle de la rémunération par heure travaillée est passée de 2,0 % au quatrième trimestre 2019 à 4,6 % au premier trimestre 2020, puis à 9,4 % au deuxième trimestre. Ces évolutions contrastées reflètent l'effet des dispositifs de chômage partiel et de chômage technique, en vertu desquels les travailleurs conservent leur statut de salarié mais ne perçoivent qu'une partie de leur rémunération habituelle, tandis que le nombre effectif d'heures travaillées par tête a fortement diminué. Dans le même temps, la baisse de la rémunération par tête surestime les pertes effectives de revenus du travail dans la mesure où, à des fins statistiques, plusieurs pays comptabilisent les aides publiques dans les transferts et non dans les rémunérations<sup>5</sup>. Les salaires négociés, qui ne sont pas directement affectés par l'évolution du nombre d'heures travaillées et l'enregistrement des prestations versées au titre des dispositifs de maintien dans l'emploi, ont augmenté de 1,7 % au deuxième trimestre 2020, après 1,9 % au premier trimestre. Si cela ne traduit qu'un faible ralentissement, il convient de noter que les données intègrent encore des accords conclus avant l'apparition de la pandémie.

**La hausse des indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché s'est arrêtée aux niveaux d'avant la pandémie au cours de la période sous revue (du 10 septembre au 28 octobre), tandis que les indicateurs tirés d'enquêtes sont restés globalement inchangés.** Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont atteint des points bas historiques mi-mars, puis ont augmenté régulièrement, reflétant l'amélioration des perspectives macroéconomiques et du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, ainsi que l'ampleur du soutien monétaire et budgétaire. Toutefois, au cours de la période sous revue, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans n'a pas augmenté davantage, ressortant à 1,13 % le 28 octobre. Ce niveau reste 41 points de base au-dessus de son point bas historique, enregistré mi-mars, de 0,72 %. Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue de faire apparaître une période prolongée d'inflation faible. Les marchés d'options sur l'inflation font toujours eux aussi état d'importants risques à la baisse à court terme, les probabilités de déflation sous-jacente demeurant à des niveaux historiquement élevés. L'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2020 a montré que les anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH à court terme reculent encore légèrement, tandis que les anticipations

<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.

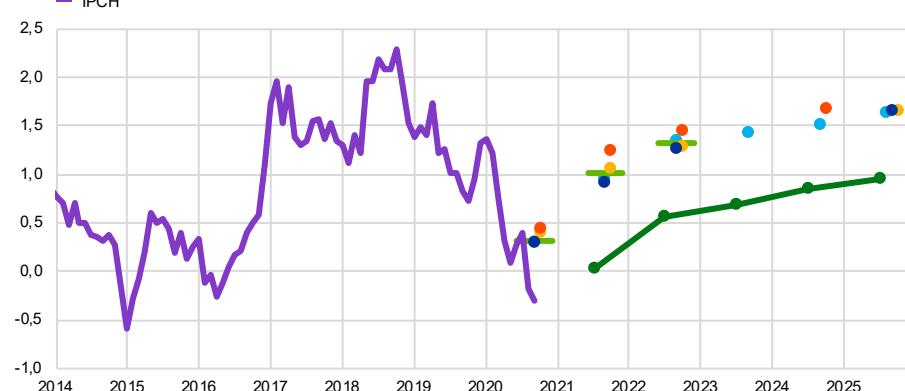
d'inflation à plus long terme restent globalement inchangées (cf. graphique 9). Les estimations ponctuelles moyennes relatives à l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH se sont établies à 0,3 % pour 2020, 0,9 % pour 2021 et 1,3 % pour 2022, soit une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2020 et 2021, ce qui semble refléter l'incidence des dernières publications de données. Les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2025) sont ressorties en moyenne à 1,7 %, contre 1,6 % lors de la précédente campagne d'enquête. La révision à la hausse, au-delà de la première décimale, a été très faible.

### Graphique 9

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

(variations annuelles en pourcentage)

- EPP T4 2020
- EPP T3 2020
- EPP T2 2020
- Prévisions du Consensus économique (octobre 2020)
- Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché (octobre 2020)
- Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE (septembre 2020)
- IPCH



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE (septembre 2020) et Consensus économique (15 octobre 2020).

Notes : Pour le quatrième trimestre 2020, l'EPP a été réalisée entre le 2 et le 9 octobre 2020. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 28 octobre 2020.

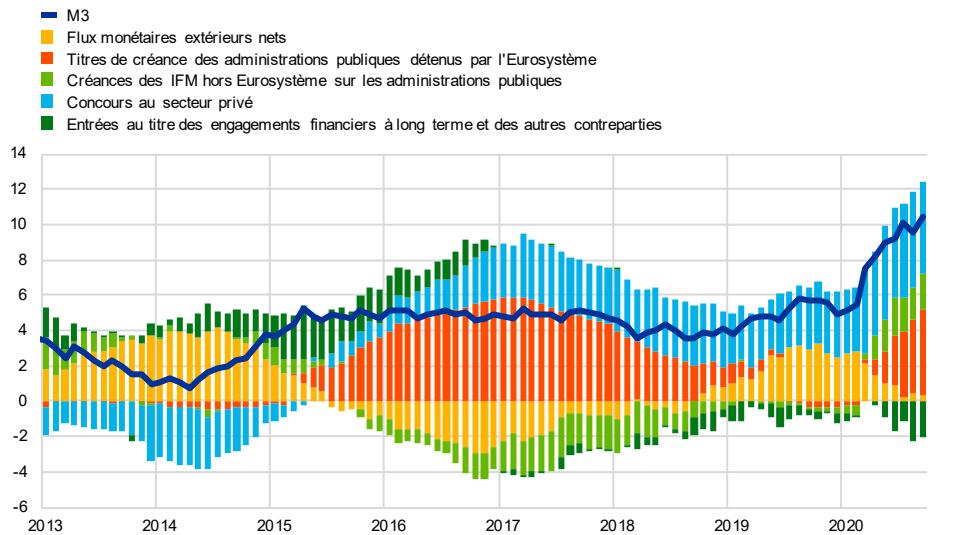
**La croissance de la monnaie au sens large s'est encore accentuée en septembre.** L'agrégat monétaire large (M3) a enregistré une nouvelle entrée importante, signalant la poursuite d'une accumulation de liquidité dans un contexte d'incertitude liée à la crise du coronavirus (COVID-19). Le taux de croissance annuel de M3 a augmenté pour s'établir à 10,4 % en septembre 2020, après 9,5 % en août (cf. graphique 10). Le recul global de l'activité économique en 2020 a freiné la croissance annuelle de M3, mais un soutien significatif a été apporté par la demande exceptionnelle de liquidité des entreprises et des ménages dans le contexte d'offre abondante de liquidité par l'Eurosystème. L'accentuation de la croissance de M3 résulte essentiellement de l'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Le taux de croissance annuel de M1 est passé de 13,2 % en août à 13,8 % en septembre. Cette évolution est principalement attribuable à une nouvelle hausse des taux de croissance annuels des dépôts à vue détenus par les entreprises et les ménages, dont un déterminant important a été une forte préférence pour la liquidité. Les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont apporté une faible contribution positive à la croissance annuelle de M3 en septembre.

**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 une plus forte contribution à la croissance de M3 en septembre 2020 que durant les mois précédents (cf. la partie rouge des barres du graphique 10). La dynamique des concours au secteur privé, qui résulte principalement de la hausse des prêts aux sociétés non financières (SNF), s'est légèrement ralentie mais demeure à des niveaux élevés (cf. la partie bleue des barres du graphique 10). La croissance de M3 a également été soutenue par un léger accroissement de la contribution des 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 respectifs ont été très limités ces derniers mois. Comme au cours des mois précédents, la contribution des flux monétaires extérieurs nets annuels est demeurée faible en septembre (cf. la partie jaune des barres du graphique 10), et les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont eu un effet modérateur sur la croissance de la monnaie au sens large.

## 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)



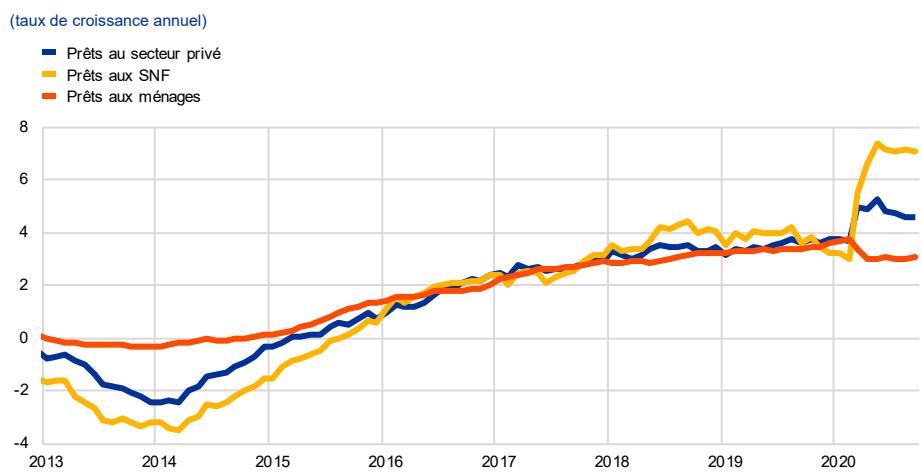
Source : BCE.

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 septembre 2020.

#### La croissance des prêts au secteur privé est demeurée élevée en septembre.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est demeuré inchangé, à 4,6 %, en septembre 2020 (cf. graphique 11), tout comme celui des prêts aux SNF, à 7,1 %, en dépit d'une poursuite de la baisse des flux de prêts mensuels aux SNF. La croissance annuelle des prêts aux ménages est demeurée pratiquement inchangée, à 3,1 %, en septembre, après 3,0 % en août. Les banques participant à l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) ont indiqué une légère baisse de la demande nette de prêts des entreprises au troisième trimestre, reflétant une diminution des besoins de liquidité d'urgence et un affaiblissement de l'investissement fixe. Pour le quatrième trimestre 2020, les banques interrogées ont formulé l'anticipation d'une nouvelle hausse de la demande de prêts des entreprises et d'une baisse de la demande de prêts des ménages, ce qui peut signaler une réapparition des besoins de liquidité des entreprises dans le contexte d'intensification de la pandémie de COVID-19. La divergence entre les dynamiques des prêts aux entreprises et des prêts aux ménages résulte de la nature spécifique de la crise liée à la COVID-19, qui a entraîné un effondrement des flux de trésorerie des entreprises, les obligeant à accroître fortement leur recours au financement externe.

**Graphique 11**  
Prêts au secteur privé



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 septembre 2020.

**L'enquête d'octobre 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état d'un durcissement significatif des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages au troisième trimestre 2020, principalement en raison de perceptions du risque plus élevées.** Malgré le soutien apporté par les garanties d'État sur les prêts et par les mesures de politique monétaire, les banques ont continué d'indiquer les perceptions du risque (liées à la détérioration des perspectives économiques générales et à la situation spécifique à certaines entreprises) comme étant le principal facteur contribuant au durcissement des critères d'octroi. Pour le quatrième trimestre 2020, les banques prévoient 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 de manière significative au troisième trimestre 2020, dans un contexte de détérioration des perspectives d'évolution du revenu et de l'emploi.

Après une forte baisse au deuxième trimestre, la demande nette de prêts au logement et de crédits à la consommation a augmenté au troisième trimestre, évolution favorisée par l'atténuation temporaire de la pandémie et l'assouplissement concomitant des restrictions. Les banques prévoient un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages et une baisse de la demande de prêts au logement au quatrième trimestre 2020. Les banques ont également indiqué que les programmes d'achats d'actifs (APP et PEPP) de la BCE et la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) avaient eu une incidence positive sur leur position de liquidité et sur les conditions du financement de marché. En outre, les banques ont déclaré que, conjuguées au taux négatif de la facilité de dépôt, ces mesures avaient contribué à assouplir les conditions des prêts bancaires et avaient eu une incidence positive sur les volumes de prêts. Dans le même temps, les banques ont laissé entendre que les achats d'actifs de la BCE et le taux négatif de la facilité de dépôt avaient eu une incidence négative sur leurs produits nets d'intérêts, tandis qu'un pourcentage élevé de banques a déclaré que le système à deux paliers de la BCE avait soutenu leur rentabilité.

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

**économique de la zone euro.** Les taux débiteurs se sont stabilisés autour de leurs points bas historiques, globalement en phase avec l'évolution des taux de référence du marché. En août 2020, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages sont demeurés globalement inchangés à, respectivement, 1,51 % et 1,40 % (cf. graphique 12). Ces taux favorables ont continué de refléter l'impact bénéfique des conditions de l'offre de crédit résultant de la politique monétaire accommodante de la BCE et des mesures prises par les autorités nationales face à la crise, notamment via les dispositifs de garantie sur les prêts. Considérées dans leur ensemble, ces mesures demeurent essentielles pour atténuer les tensions à la hausse sur les taux débiteurs bancaires dans un contexte économique difficile et incertain.

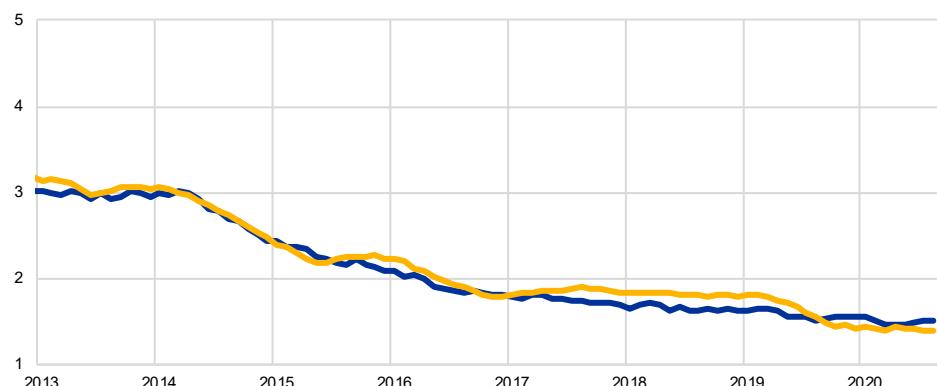
### Graphique 12

#### Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)

■ SNF

■ Ménages (logement)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégant 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 août 2020.

# Encadrés

## 1 Un système de pondération révisé pour les projections relatives à l'environnement international

Mirco Balatti et Philipp Hanheide

**Un système de pondération révisé pour les partenaires commerciaux de la zone euro a été utilisé pour les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE** <sup>6</sup>. Les pondérations des pays sont importantes pour calculer la demande étrangère et les prix à l'exportation des concurrents, deux éléments utilisés comme hypothèses conditionnelles dans les projections macroéconomiques pour la zone euro et pour les pays de la zone euro <sup>7</sup>. La révision du système fait suite à une récente amélioration de la méthode utilisée pour calculer les indices de taux de change effectif de l'euro. Il s'agissait de prendre en compte l'évolution des relations commerciales internationales et, en particulier, l'importance croissante du commerce international des services <sup>8</sup>. Le présent encadré examine l'impact du système de pondération révisé sur la demande étrangère adressée à la zone euro et sur les prix à l'exportation des concurrents. Il aborde également les pondérations actualisées utilisées pour calculer des agrégats au niveau mondial pour les besoins des projections relatives à l'environnement international préparées par les services de la BCE.

**Deux modifications conceptuelles importantes ont été apportées au calcul des pondérations des pays cette année.** Premièrement, les données relatives aux échanges de services ont été utilisées en plus de celles relatives aux échanges de biens. Deuxièmement, le nombre de partenaires commerciaux de la zone euro a été porté de 30 à 42, tandis que les pays restants sont regroupés dans cinq agrégats régionaux. Ces modifications ont permis d'augmenter la couverture de la demande étrangère adressée à la zone euro par les données des différents pays, la faisant passer de 85 % à 92 %.

**L'intégration des échanges de services pour le calcul du poids des pays a modifié les pondérations affectées aux principaux partenaires commerciaux de la zone euro.** Plus spécifiquement, la part des États-Unis et du Royaume-Uni a encore augmenté, de sorte que ces deux pays représentent ensemble 29,2 % de la demande étrangère adressée à la zone euro (cf. graphique A). De plus, la part de la Suisse dans la demande étrangère adressée à la zone euro est à présent similaire à celle de la Chine, qui a en revanche enregistré une légère diminution de sa pondération par rapport aux valeurs précédentes. Les pondérations ont diminué pour

<sup>6</sup> Cf. l'encadré 2 intitulé « *L'environnement international* », Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2020.

<sup>7</sup> Pour plus de détails sur le calcul de ces hypothèses et la méthodologie utilisée pour élaborer les pondérations, cf. Hubrich (K.) et Karlsson (T.), « *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview* », *Occasional Paper Series*, n° 108, BCE, mars 2010.

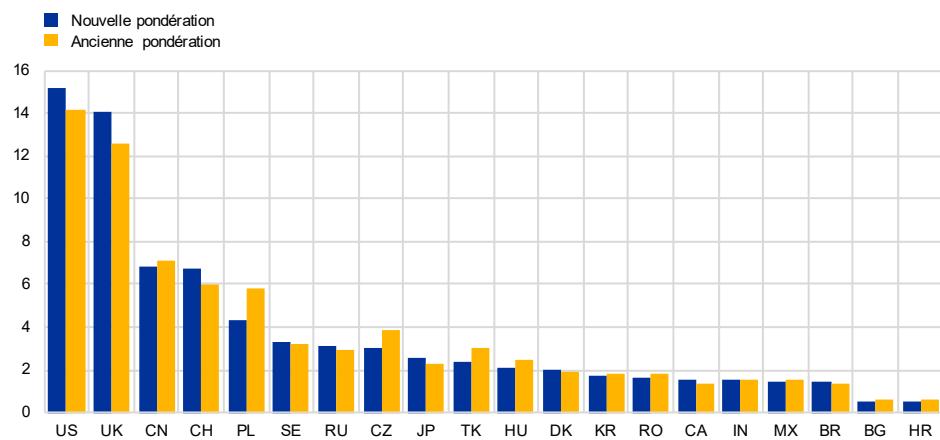
<sup>8</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé, « *La BCE a amélioré ses mesures du taux de change effectif* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

plusieurs pays, notamment la Pologne, la République tchèque et la Turquie, qui sont des partenaires commerciaux importants de la zone euro mais pour lesquels les échanges bilatéraux de biens sont supérieurs aux échanges de services.

### Graphique A

#### Pondérations des pays dans la demande étrangère adressée à la zone euro

(en pourcentages)



Source : Calculs de la BCE.

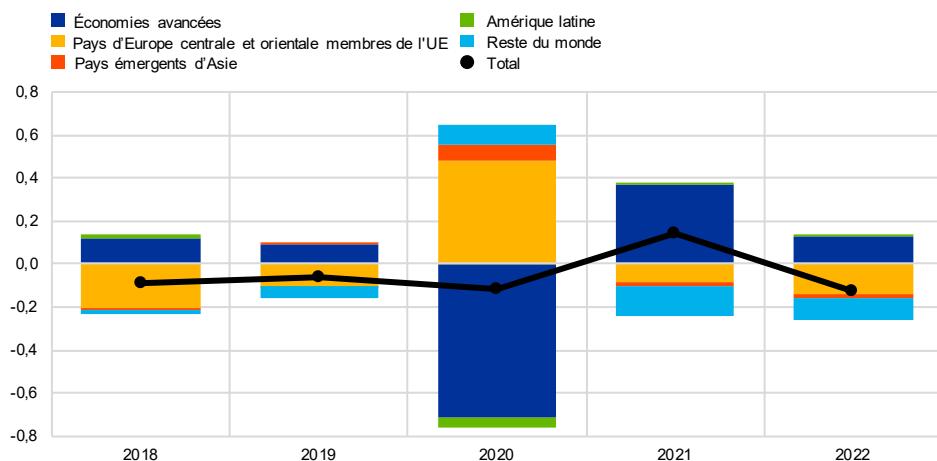
Note : Les pondérations par pays établies pour 20 partenaires commerciaux importants sont utilisées pour calculer la demande étrangère adressée à la zone euro dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème.

**L'impact des pondérations révisées sur les projections relatives à la demande étrangère adressée à la zone euro a été relativement faible.** Si l'on analyse de plus près la contribution d'une sélection de groupes de pays, une pondération plus élevée des économies avancées (hors zone euro) a accentué le rôle de la baisse prévue des importations dans ce groupe de pays pour cette année, évolution qui a pesé à son tour sur la demande étrangère adressée à la zone euro (cf. graphique B). Pour 2021, la contribution des économies avancées est devenue positive. L'impact négatif exercé par les économies avancées en 2020 a été largement dû au poids plus important du Royaume-Uni, dont les importations devraient fortement diminuer cette année, tandis que les contributions des pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro ont évolué en sens inverse des économies avancées.

## Graphique B

### Révisions de la demande étrangère adressée à la zone euro résultant des modifications des pondérations

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

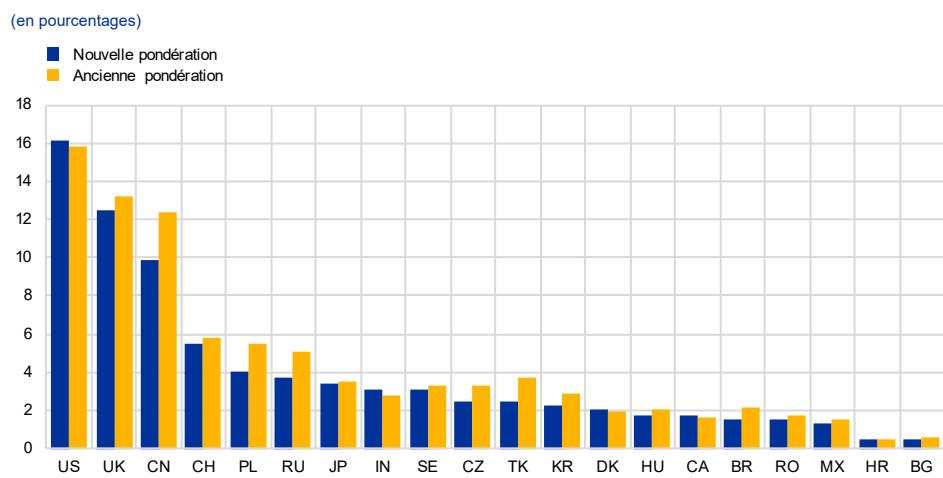
Notes : Contributions aux révisions effectives de la croissance annuelle en pourcentage. Les pondérations des cinq agrégats pour la demande étrangère adressée à la zone euro sont les suivantes : 48,2 % pour les économies avancées, 16,2 % pour les pays émergents d'Asie, 5 % pour l'Amérique latine, 12,1 % pour les pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE et 18,5 % pour le reste du monde. Avant l'actualisation, les pondérations étaient égales à 44,0 %, 16,5 %, 4,7 %, 15,0 % et 19,7 %, respectivement. Les chiffres se rapportent à des données historiques et aux projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE.

### En outre, l'impact des pondérations révisées des exportations sur les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro a été relativement limité.

Les pondérations utilisées pour calculer cet indicateur font l'objet d'une seconde pondération (double pondération) afin de prendre en compte les concurrents nationaux à la fois dans le pays importateur et dans les autres pays exportateurs n'appartenant pas à la zone euro. Comme le montre le graphique C, les pondérations pour la Chine, le Royaume-Uni et plusieurs pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro ont fortement diminué. Pour cette année, les pondérations révisées impliquent une baisse de 0,3 point de pourcentage du taux de croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro, comme cela a été intégré dans les projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE, tandis que pour les dernières années de l'horizon de projection, les révisions sont marginales.

## Graphique C

### Pondérations par pays des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les pondérations par pays établies pour 20 partenaires commerciaux importants sont utilisées pour calculer les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème. Les pondérations des exportations pour les concurrents de la zone euro font l'objet d'une seconde pondération (double pondération) afin de prendre en compte les effets de marchés tiers.

### Les agrégats mondiaux pour le PIB déclarés pour les projections relatives à l'environnement international établies par les services de la BCE utilisent un ensemble différent de pondérations, qui ont également été actualisées.

Cette actualisation, fondée sur les mesures du PIB en parité de pouvoir d'achat (PPA), a entraîné une nouvelle augmentation des parts de la Chine dans l'économie mondiale<sup>9</sup>. Ce pays représente à présent 21,2 % du PIB mondial en volume (hors zone euro), contre 20,7 % l'année précédente. La Chine est également le premier exportateur (avec une part de 14,5 % dans les exportations mondiales hors zone euro), tandis que les États-Unis demeurent le principal importateur dans l'économie mondiale (17 % des importations mondiales hors zone euro).

**Sur plus longue période, l'évolution des parts dans la production et les échanges au niveau mondial au cours des deux dernières décennies montre l'augmentation régulière du poids économique de la Chine au niveau mondial et la tendance à la baisse de celui des États-Unis<sup>10</sup>.** En termes de parité de pouvoir d'achat, élément qui tient compte des différences de niveaux des prix entre les pays, la Chine a dépassé les États-Unis en tant que première puissance économique mondiale en 2014 (cf. graphique D)<sup>11</sup>. Les parts dans les importations

<sup>9</sup> Contrairement aux taux de change de marché, les mesures en termes de PPA ne sont pas directement observables. Toutefois, les pondérations en PPA sont moins sujettes à des fluctuations à court terme sur les marchés des changes et elles sont plus adaptées pour comparer les biens et services non marchands et analyser le bien-être.

Les agrégats mondiaux pour le PIB déclarés pour l'environnement international sont calculés en utilisant les pondérations en PPA issues des Perspectives de l'économie mondiale du FMI d'avril 2020. Pour plus de détails et la dernière actualisation des pondérations du PIB mondial par le FMI, cf. l'encadré 1.1 intitulé « [Révision des parités de pouvoir d'achat dans les Perspectives de l'économie mondiale](#) », *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2020.

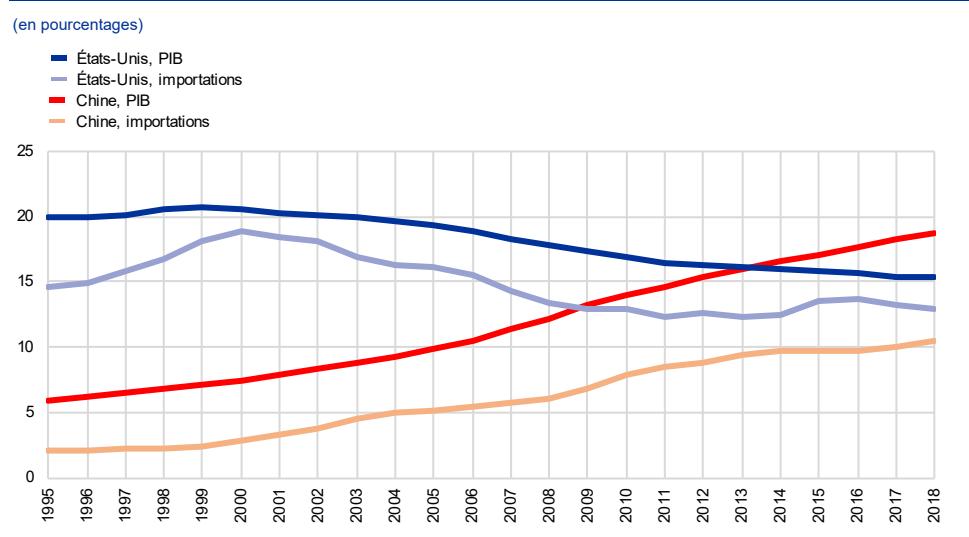
<sup>10</sup> À titre de comparaison, les parts de la zone euro dans le PIB mondial ont également diminué, revenant de 17,7 % en 1999 à 11,5 % en 2018.

<sup>11</sup> Ce n'est pas le cas lorsque l'on prend en compte le PIB aux taux de change de marché, les parts les plus récentes des États-Unis et de la Chine dans le PIB mondial s'établissant alors à 24 % et 15 %, respectivement.

dressent un tableau analogue. Alors qu'en 1999, l'écart entre les deux économies était de 18 points de pourcentage en faveur des États-Unis, il s'était réduit à 5 points de pourcentage environ en 2018. Si la diminution du poids des États-Unis dans la production et les importations a suivi une trajectoire similaire, dans le cas de la Chine, les parts dans les importations ont augmenté plus lentement que sa pondération dans le PIB. En supposant que les tendances (linéaires) passées se poursuivent, en 2022, les importations chinoises en volume dépasseraient celles des États-Unis, tandis que l'écart entre les pondérations du PIB continuerait d'augmenter pour atteindre 7 points de pourcentage environ.

#### Graphique D

#### Tendances de long terme du PIB mondial et des parts dans les importations



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI et calculs de la BCE.

Note : Le graphique présente les parts des États-Unis et de la Chine dans le PIB mondial (en parité de pouvoir d'achat) et les importations en volume.

## 2

# Nouvelles statistiques de la zone euro relatives aux primes, aux sinistres et aux frais des sociétés d'assurance

Katharina Cera et Niklas Döbbeling

**En août 2020, la BCE a publié pour la première fois des statistiques relatives aux primes émises, aux sinistres manifestés et aux frais d'acquisition enregistrés par les sociétés d'assurance**<sup>12</sup>. Ces données sont annuelles et disponibles à compter de 2017. S'agissant des données agrégées pour la zone euro, une ventilation par type d'assureur (réassurance, assurance vie, assurance non-vie et mixte) est disponible. En outre, il existe également une ventilation par pays pour la totalité du secteur de l'assurance. Ces données complètent les statistiques trimestrielles de la BCE relatives aux actifs et aux passifs du secteur des sociétés d'assurance<sup>13</sup>.

**La nouvelle série de données permet d'assurer le suivi d'un secteur en croissance, qui occupe une place de plus en plus importante dans le financement de l'économie**<sup>14</sup>. Au premier trimestre 2020, les sociétés d'assurance représentaient 10 % du total des actifs détenus par le secteur financier de la zone euro. Les assureurs fournissent d'importants services financiers : outre le fait qu'ils permettent un partage des risques dans l'ensemble de l'économie, ils offrent aux ménages la possibilité de placer leur épargne dans des produits d'assurance vie. Ils participent au financement de l'économie via leurs achats d'obligations émises par les entreprises. Par exemple, au premier trimestre 2020, les sociétés d'assurance de la zone euro détenaient 25 % de l'encours des obligations émises par les sociétés non financières de la zone ; dans le même temps, leurs portefeuilles de titres de créance représentaient au total 40 % environ de leurs actifs.

**Le montant total des primes émises s'établissait à 1 127 milliards d'euros fin 2019, soit une hausse annuelle de 6,9 % (cf. graphique A, partie a).** En 2019, l'augmentation des primes dans les secteurs de la réassurance (12,2 %) et de l'assurance non-vie (9,9 %) a été supérieure à la croissance pour l'ensemble du secteur des sociétés d'assurance. La hausse relativement plus faible observée dans les secteurs de l'assurance vie (6,0 %) et de l'assurance mixte (3,1 %) est probablement le reflet des problèmes de rentabilité auxquels sont confrontés les modèles d'activité dans l'environnement actuel de bas taux d'intérêt<sup>15</sup>. Globalement, les primes émises sont un indicateur précieux pour le suivi de la croissance du

<sup>12</sup> Les primes émises correspondent aux montants dus au cours de l'exercice financier au titre des contrats d'assurance, indépendamment du fait que ces montants portent en tout ou en partie sur un exercice ultérieur. Les sinistres manifestés correspondent aux sinistres couverts par l'assurance qui surviennent durant l'exercice financier. Les frais d'acquisition recouvrent les commissions et les coûts de commercialisation, de souscription et d'ouverture d'un contrat d'assurance, y compris les frais de renouvellement. Les données sont publiées sur la plateforme en ligne *Statistical Data Warehouse*, SDW (entrepos de données statistiques) de la BCE.

<sup>13</sup> Données disponibles sur la plateforme SDW.

<sup>14</sup> Cf. « *Non-bank financial sector* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2019, chapitre 4.

<sup>15</sup> Les sociétés d'assurance mixte exercent des activités à la fois d'assurance vie et d'assurance non-vie.

secteur dans la mesure où – contrairement au total des actifs – elles ne subissent pas d'effets de valorisation.

**En 2019, les sinistres manifestés et leur croissance annuelle sont restés inférieurs au montant et à la croissance des primes émises (cf. graphique A, partie b).** Par rapport à 2018, les sinistres manifestés ont augmenté de 6,5 % et représentaient 13,8 % du total des provisions techniques d'assurance fin 2018. Au total, les sinistres s'élevaient à 822 milliards d'euros en 2019, ceux enregistrés par les sociétés d'assurance vie, non-vie et mixte représentant un montant compris entre 230 milliards et 270 milliards pour chaque catégorie, contre 84 milliards pour les sociétés de réassurance.

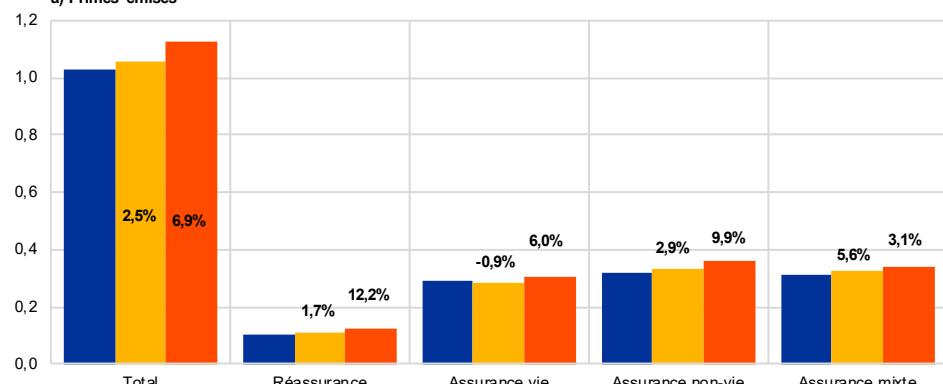
### Graphique A

Primes émises et sinistres manifestés enregistrés par le secteur des sociétés d'assurance de la zone euro

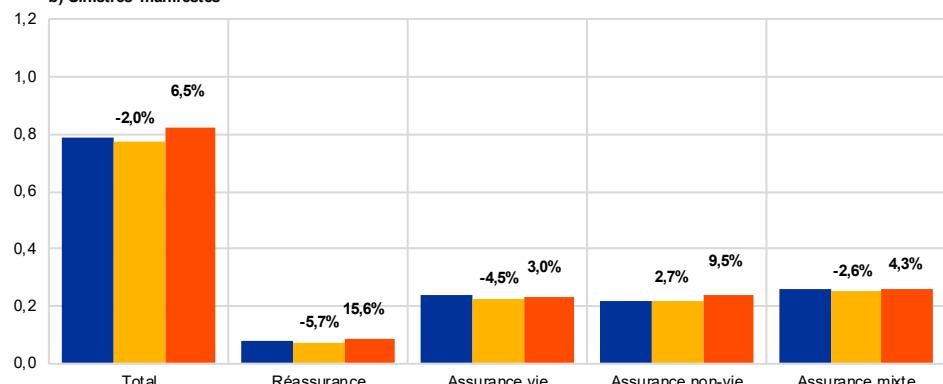
(en milliers de milliards d'euros, taux de croissance annuels en pourcentage)

■ 2017  
■ 2018  
■ 2019

#### a) Primes émises



#### b) Sinistres manifestés



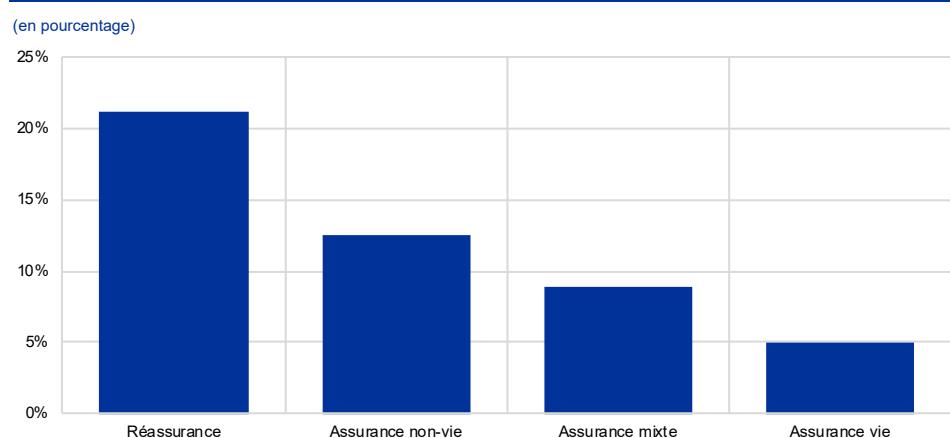
Source : BCE.

**Les frais d'acquisition (principalement les commissions) exprimés en pourcentage des primes émises représentent les coûts relatifs supportés pour attirer de nouveaux assurés.** En 2019, le total des frais d'acquisition s'élevait à

116 milliards d'euros. Par rapport à d'autres compartiments, l'assurance vie est celui où les frais d'acquisition comptent pour la part la plus faible des primes émises, la durée des polices d'assurance vie étant généralement très longue ; par conséquent, le nombre de contrats nouveaux (par rapport au nombre total de contrats) par an est également susceptible d'être le moins élevé (**cf. graphique B**). En revanche, le secteur de la réassurance consacre un cinquième environ des primes émises aux frais d'acquisition.

### Graphique B

#### Part des frais d'acquisition dans les primes émises



Source : BCE.

**La nouvelle série de données fournit également des ventilations selon le lieu de souscription, c'est-à-dire le lieu où réside le siège social d'une société et l'implantation de ses succursales dans d'autres pays.** Les données font apparaître que, en 2019, la majeure partie de l'activité d'assurance au sein de la zone euro a été menée à l'échelle nationale, plus de 90 % des primes émises et des sinistres manifestés ayant été enregistrés dans le pays où se situe le siège social (**cf. graphique C**)<sup>16</sup>. Environ 4,5 % des primes ont été émises par des succursales dans d'autres pays de la zone euro, les succursales situées en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas représentant 81 % de l'activité des succursales entre pays au sein de la zone euro. En outre, 5,3 % des primes ont été émises par des succursales implantées en dehors de la zone euro, celles situées au Royaume-Uni contribuant pour plus d'un tiers à cette part.

**Le secteur de la réassurance se distingue par sa part significative dans l'activité transfrontière du secteur, un tiers des primes étant émises via des succursales non résidentes du pays.** Parmi ce tiers, 7 % des primes ont été émises dans d'autres pays de la zone euro et 26 % dans le reste du monde. L'activité transfrontière peut exposer les sociétés de réassurance à un risque de change qu'elles devront probablement couvrir à l'aide de produits dérivés. En effet, selon une analyse réalisée à partir des données à fin 2017, les contrats de change constituent la deuxième catégorie la plus importante de contrats sur produits dérivés

<sup>16</sup> L'activité nationale recouvre également l'activité menée par des filiales de sociétés d'assurance étrangères résidentes du pays. Les données ne fournissent aucune information au sujet du lieu de résidence du titulaire de la police d'assurance.

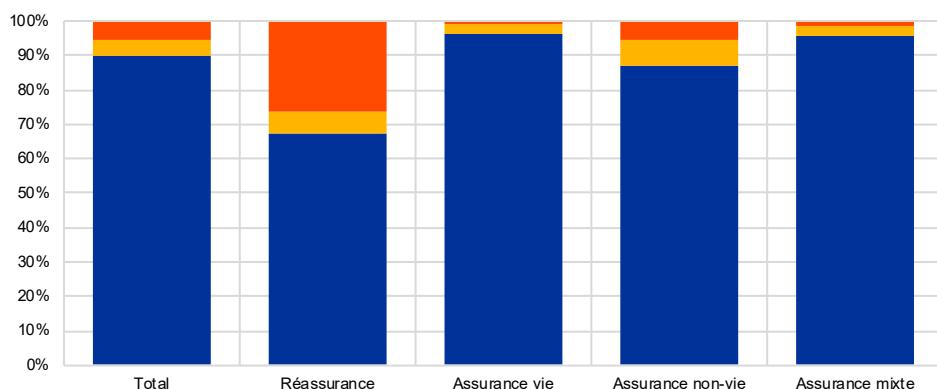
détenus par le secteur de l'assurance de la zone euro, après les dérivés de taux d'intérêt <sup>17</sup>.

### Graphique C

#### Primes émises selon le lieu de souscription

(en pourcentage du total de primes émises, 2019)

- Territoire national
- Autres pays de la zone euro
- Reste du monde



Source : BCE.

**Lors de la conception du dispositif de compilation pour le nouvel ensemble de données, la BCE et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) se sont concertées afin de réduire le plus possible la charge de déclaration pesant sur les sociétés d'assurance en intégrant les exigences européennes en matière de déclaration de données prudentielles et statistiques.** Cela permet, dans une large mesure, d'élaborer l'information statistique à partir des données déclarées à des fins prudentielles dans le cadre de Solvabilité II pour l'UE. Cela signifie que les sociétés d'assurance de la plupart des pays de la zone euro ne devront soumettre qu'un seul rapport intégré couvrant les exigences relatives à la fois aux données statistiques et aux données prudentielles.

<sup>17</sup> Cf. encadré 8, « *Insurance companies and derivatives exposures: evidence from EMIR data* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

### 3

## Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19

Omiros Kouavas, Riccardo Trezzi, Martin Eiglsperger, Bernhard Goldhammer et Eduardo Gonçalves

**La pandémie de coronavirus (COVID-19) a généré des difficultés en matière de mesure de la variation des prix à la consommation, en raison des évolutions des profils de consommation et d'insuffisances dans la collecte des prix.**

La pandémie est à l'origine de deux difficultés principales en matière de mesure de la variation des prix à la consommation. Premièrement, elle a déclenché des modifications inhabituellement importantes des profils de dépenses des ménages, qui ne sont pas reflétées dans les indices agrégés des prix à la consommation<sup>18</sup>. Deuxièmement, la collecte des prix a été affectée par le confinement, les observations manquantes ont donc dû être imputées<sup>19</sup>. Cet encadré examine l'écart entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'évolution des prix des biens et des services effectivement achetés par les consommateurs finaux. Il analyse également la façon dont l'imputation des données manquantes a affecté les statistiques relatives à l'IPCH qui ont été publiées<sup>20</sup>.

**L'IPCH est calculé à l'aide de pondérations de la consommation maintenues constantes sur une année civile donnée.** Lorsque l'on élaboré l'IPCH, les variations de prix des composantes individuelles sont pondérées à l'aide de parts de la consommation des ménages qui sont fixées pour l'année civile. Cette méthode reflète l'objectif de l'IPCH, qui est d'estimer les variations de prix pures sans prendre en compte les modifications des profils de consommation des ménages. Les pondérations de l'IPCH sont principalement fondées sur les données des comptes nationaux pour les années antérieures, qui sont adaptées en vue d'être représentatives des parts de consommation de l'année précédente<sup>21</sup>. Cela signifie, par exemple, que les pondérations de l'IPCH pour 2020 reflètent pour l'essentiel la consommation des ménages de 2018. Si, en temps normal, maintenir constantes les pondérations au sein d'une même année civile n'entraîne pas de problèmes de mesure, la nature du choc pandémique a en revanche déclenché d'importantes modifications de la consommation dans un court laps de temps.

<sup>18</sup> Les indices de prix à la consommation (IPC) se fondent sur une approche à panier fixe. Cela signifie qu'ils maintiennent constantes les pondérations des dépenses entre la période de base et la période de référence, en faisant l'hypothèse que les parts relatives dans la consommation ne varient pas. Ils ne rendent donc pas compte des modifications des profils de consommation.

<sup>19</sup> Pour une analyse détaillée de ce point, cf. l'encadré intitulé « [La mesure de l'inflation en période de crise économique](#) », *Bulletin économique*, n°3, BCE, 2020.

<sup>20</sup> Certains aspects liés aux phénomènes sociaux, sanitaires et environnementaux peuvent avoir un impact sur l'utilité des ménages liée à la consommation. Des concepts théoriques spécifiques de mesure de l'inflation tentent de rendre compte de certains de ces facteurs. Toutefois, dans le cadre de l'IPCH, il n'existe pas d'ajustement qualitatif de ce type prenant en compte une baisse éventuelle de l'utilité de certains services en raison de risques infectieux et d'exigences de distanciation physique tels que ceux actuellement connus par les consommateurs. L'examen de cette question n'entre pas dans le champ du présent encadré, qui se concentre sur les modifications des profils de consommation.

<sup>21</sup> Le calcul des pondérations est présenté dans le [règlement d'exécution de la Commission \(UE\) n°2020/1148 du 31 juillet 2020 définissant les spécifications méthodologiques et techniques conformément au règlement \(UE\) 2016/792 du Parlement européen et du Conseil sur les indices harmonisés des prix à la consommation et l'indice des prix des logements \(JO L 252, 04.08.2020, p. 12\)](#).

**De plus en plus d'études décrivent les importantes modifications de la consommation des ménages qui résultent de la pandémie et analysent leurs conséquences sur l'inflation.** À l'aide de données à haute fréquence, plusieurs études ont identifié d'importantes modifications des dépenses relatives aux différentes catégories de produits<sup>22</sup>. Ces parts des dépenses variables dans le temps<sup>23</sup> ont été utilisées pour quantifier la différence entre les indices des prix à la consommation qui ont été publiés et le taux d'inflation pour les rubriques de produits effectivement achetés par les consommateurs<sup>24</sup>. En suivant cette approche, deux offices statistiques ont publié des indices des prix expérimentaux avec des pondérations mensuelles variant dans le temps, qui montrent comment la pandémie a affecté les dépenses des consommateurs et qu'un écart s'est créé entre les données relatives à l'inflation de type IPC et le taux de variation des prix des articles effectivement achetés par les consommateurs finaux<sup>25</sup>.

**À l'aide de données accessibles au public, nous avons estimé un indice des prix à la consommation repondéré mensuellement pour la zone euro.** Plusieurs étapes sont nécessaires pour élaborer un tel indice. Premièrement, les données relatives au chiffre d'affaires nominal mensuel du commerce de détail et des autres services (par exemple, les services de transport) sont appariées aux catégories correspondantes de l'IPCH<sup>26</sup>. Si les données relatives au chiffre d'affaires du commerce de détail reflètent principalement les opérations liées aux achats des ménages, le chiffre d'affaires des autres services inclut quant à lui des opérations entre entreprises, qui doivent être exclues. Deuxièmement, en se fondant sur les dernières pondérations de l'IPCH, l'évolution des catégories de dépenses est estimée à l'aide des taux de croissance du chiffre d'affaires nominal correspondant<sup>27</sup>. Troisièmement, on utilise les pondérations relatives pour élaborer

<sup>22</sup> La consommation de produits alimentaires a augmenté (au détriment des produits alimentaires servis dans les bars, les restaurants et les cafés) et demeure relativement élevée car les ménages passent plus de temps chez eux. Cf. l'encadré intitulé « *Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020. Les contributions à ces travaux incluent, pour les États-Unis, Cavallo (A.), « *Inflation with Covid Consumption Baskets* », *NBER Working Paper*, n° 27352, 2020 ; Dunn (A.C.), Hood (K.K.) et Driessen (A.), « *Measuring the Effects of the COVID-19 Pandemic on Consumer Spending Using Card Transaction Data* », *BEA Working Paper Series*, n° WP2020-5, *US Bureau of Economic Analysis*, avril 2020 ; pour le Royaume-Uni, Surico (P.), Känzig (D.) et Hacioglu (S.), « *Consumption in the time of Covid-19: Evidence from UK transaction data* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14733, mai 2020 ; et, pour l'Espagne, Carvalho (V.M.) et al., « *Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14642, 2020.

<sup>23</sup> Ces pondérations sont des approximations et n'ont pas forcément le même degré d'exactitude que les pondérations issues des comptes nationaux.

<sup>24</sup> Cf., pour le Royaume-Uni, Jaravel (X.) et O'Connell (M.), « *Inflation Spike and Falling Product Variety During the Great Lockdown* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14880, juin 2020 ; et, pour le Canada, Huynh (K.), Lao (H.), Sabourin (P.) et Welte (A.), « *What do high-frequency expenditure network data reveal about spending and inflation during COVID-19?* », *Staff Analytical Note*, n° 2020-20 (en anglais), Banque du Canada, septembre 2020.

<sup>25</sup> Cf. « *Comment calculer un indice des prix à la consommation dans le contexte de la crise du Covid-19 ?* », INSEE, avril 2020 ; et « *Re-weighted consumer prices basket – adjusting for consumption changes during lockdown: July 2020* », Office for National Statistics, août 2020.

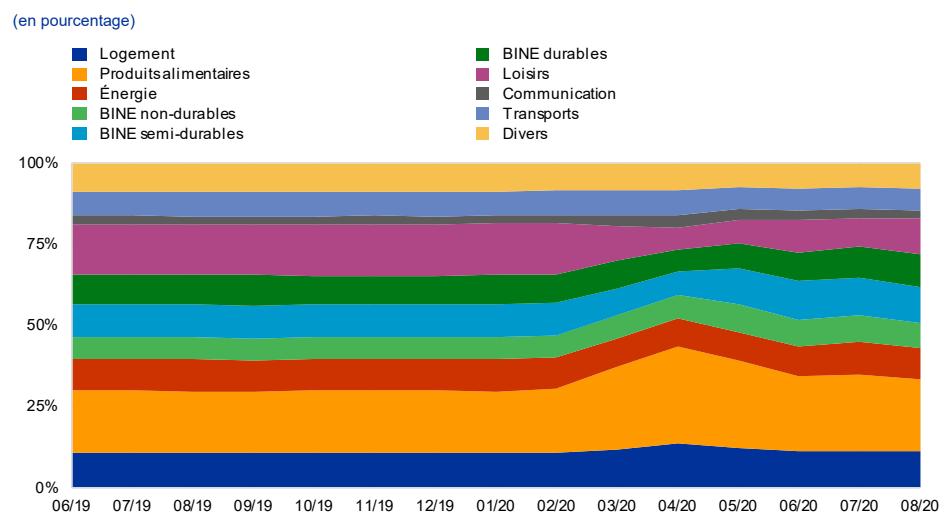
<sup>26</sup> Cf. « *Classification of Individual Consumption According to Purpose (COICOP) 2018* », *Statistical Papers*, Series M, n° 99, *United Nations Statistics Division*.

<sup>27</sup> Les dernières pondérations de l'IPCH reflètent les parts des dépenses calculées principalement à partir des données de 2018.

un indice des prix à la consommation repondéré mensuellement<sup>28</sup>. Par sa conception, notre indice rend compte de la part des évolutions de la consommation enregistrée pendant la pandémie et se rapproche par conséquent du taux de variation des prix des articles effectivement achetés par les consommateurs durant cette période.

### Graphique A

#### Parts de la consommation des ménages par catégorie



**Les données disponibles suggèrent que les profils de consommation des ménages ont fortement évolué pendant la pandémie.** Les profils de consommation relative sont demeurés stables jusqu'au début de la pandémie (cf. graphique A), mais la COVID-19 et les mesures de confinement ont entraîné une forte hausse de la pondération de certaines catégories (telles que les composantes produits alimentaires et services de communication) et une réduction de celle des autres catégories (telles que les loisirs et les biens énergétiques). La plupart des évolutions liées à la pandémie ont été temporaires, comme dans le cas des biens semi-durables, qui incluent un ensemble varié de rubriques telles que les vêtements, les livres et les petits ustensiles. Toutefois, la part des dépenses en produits alimentaires et en services liés aux loisirs affiche des écarts persistants par rapport aux tendances d'avant la pandémie, car certaines restrictions restent en place.

<sup>28</sup> Le mode de calcul des indices utilisé dans le présent encadré est expérimental. Les données utilisées pour estimer les pondérations des dépenses mensuelles sont calculées selon des concepts et des classifications qui diffèrent de la définition de la consommation sous-jacente à l'IPCH. L'appariement aux rubriques de l'IPCH est donc imparfait, en particulier lorsque l'on utilise les données de chiffre d'affaires mensuelles, dans la mesure où ces données incluent également les opérations entre entreprises. Les sources utilisées pour estimer les pondérations mensuelles sont moins fiables que les sources officielles de l'IPCH pour les dépenses. Notre indice (non chaîné) adopte le même champ et la même couverture que l'IPCH. Cela implique que les rubriques incluses dans notre indice sont les mêmes que celles de l'IPCH. Cela implique également que les variations de prix mensuelles des composantes individuelles sont les mêmes que celles de l'IPCH. En d'autres termes, la principale différence entre notre indice et l'IPCH est que nous laissons les pondérations des dépenses varier d'un mois sur l'autre, tandis que dans l'IPCH, elles sont constantes. Pour la formule, nous avons utilisé un indice de Fisher.

Dans la mesure où le graphique A présente les pondérations relatives, certaines composantes affichent une hausse en mars/avril en raison d'une contraction de la dépense nominale moins prononcée que pour la consommation totale. Le tableau A présente nos estimations de l'évolution des dépenses nominales des ménages pour différentes rubriques<sup>29</sup>.

**Tableau A**  
Estimations des dépenses nominales des ménages

(indice : février 2020 = 100)							
Composantes de l'IPCH	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août
<b>Produits alimentaires</b>	100,0	105,6	100,6	103,2	99,9	99,8	102,2
<b>Énergie</b>	100,0	76,8	57,2	69,5	80,8	86,5	88,2
<b>Biens non-durables</b>	100,0	87,7	73,4	95,1	103,9	102,7	104,0
<b>Biens semi-durables</b>	100,0	64,7	46,3	83,6	98,6	98,5	99,5
<b>Biens durables</b>	100,0	83,8	50,2	63,3	84,2	93,0	102,9
<b>Loisirs</b>	100,0	57,4	30,0	35,8	56,6	68,7	62,7
<b>Logement</b>	100,0	93,6	86,6	86,7	92,2	95,7	94,1
<b>Communication</b>	100,0	96,7	95,6	95,2	97,8	100,1	99,0
<b>Transports</b>	100,0	86,4	69,8	69,3	75,2	82,0	78,6
<b>Divers</b>	100,0	83,6	65,9	66,6	79,6	88,5	84,4

Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Notes : Le tableau présente les niveaux de consommation des ménages estimés en valeur absolue (dépenses nominales). Les profils de dépenses sont calculés en prenant comme point de départ les dernières pondérations de l'IPCH et en appliquant les taux de croissance fondés sur les données relatives au chiffre d'affaires du commerce de détail et des autres services. Les niveaux des dépenses nominales sont normalisés à 100 pour février 2020.

**Depuis le début de la pandémie, l'inflation telle que mesurée par notre indice expérimental s'est inscrite à un niveau supérieur à la variation des prix mesurée par l'IPCH, et l'écart est demeuré globalement stable ces derniers mois.** Le graphique B illustre l'écart entre les taux de variation annuels (glissement annuel) de l'indice expérimental et de l'IPCH (la courbe orange dans la partie a). Cet écart est apparu en mars (comme le montrent les barres orange dans la partie b) et s'est accru d'environ 0,2 point de pourcentage en avril<sup>30</sup>. Depuis lors, il est demeuré globalement constant<sup>31</sup>. Intuitivement, cela reflète le fait que les consommateurs sont passés de composantes pour lesquelles l'inflation est moins élevée que la moyenne (comme les carburants destinés aux véhicules de transport, qui entrent dans la rubrique « énergie ») à des composantes pour lesquelles l'inflation est plus élevée que la moyenne (comme les produits alimentaires). Le graphique B présente les contributions des composantes produits alimentaires et

<sup>29</sup> Notre estimation de la contraction des dépenses totales est en phase avec les statistiques relatives à la consommation finale privée publiées par Eurostat.

<sup>30</sup> Nos résultats sont cohérents avec les études similaires menées en dehors de la zone euro.

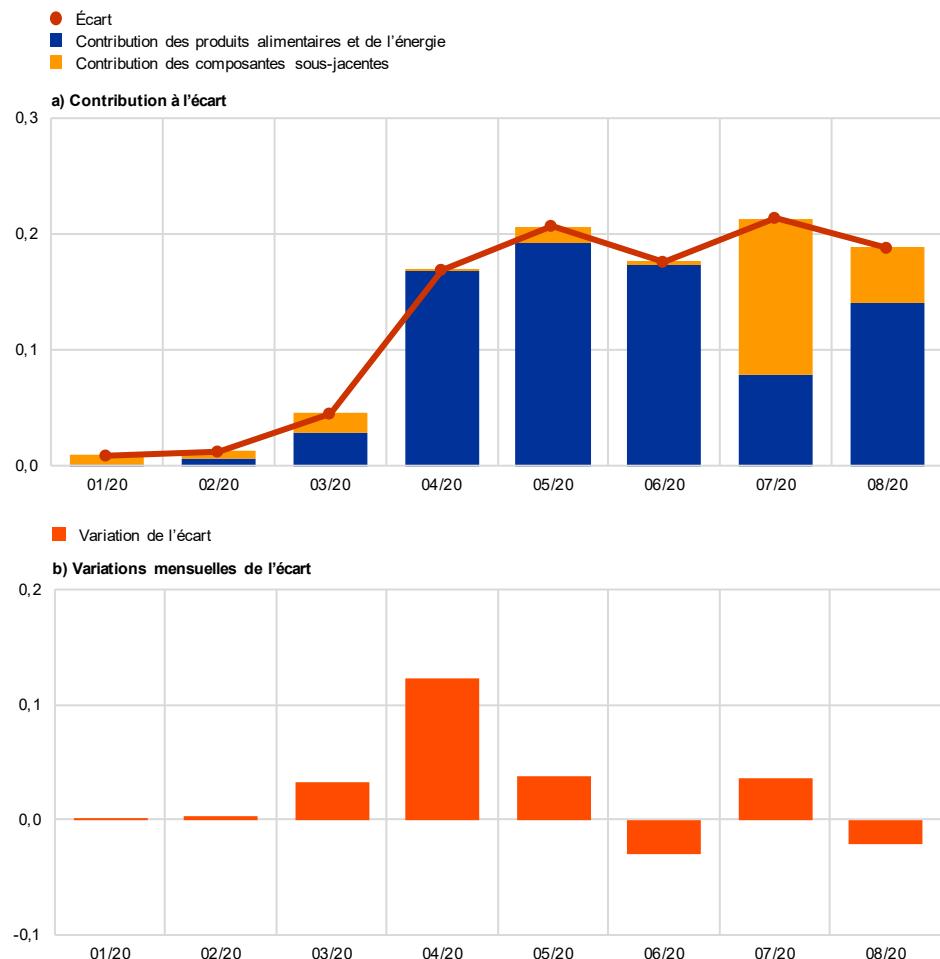
<sup>31</sup> Notre analyse se situant au niveau COICOP-2, l'écart entre notre indice et l'inflation mesurée par l'IPCH ne fait que refléter le niveau supérieur de modifications des profils de consommation observées pendant le confinement (l'écart résulte en particulier du passage des composantes produits alimentaires et énergie aux composantes sous-jacentes au niveau COICOP-2). L'écart entre notre indice et l'IPCH est demeuré relativement constant ces derniers mois, car la modification des pondérations s'est traduite par un changement durable du niveau de la série.

énergie (les barres bleues dans la partie a) et des composantes sous-jacentes (les barres jaunes dans la partie a). Jusqu'en juin, la différence entre l'indice expérimental et l'IPCH résultait principalement des composantes produits alimentaires et énergie, tandis qu'en juillet, elle résultait à plus de la moitié des autres composantes.

### Graphique B

#### Différence entre les variations d'un indice repondéré mensuellement et de l'IPCH

(points de pourcentage ; variations annuelles)



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Notes : La courbe orange dans la partie a illustre la différence entre l'inflation mesurée par l'IPCH, en glissement annuel, et la variation de notre indice alternatif, en glissement annuel. Les barres dans la partie a montrent la contribution des composantes produits alimentaires et énergie (barres bleues) et des composantes de l'inflation sous-jacente (barres jaunes). Les barres orange dans la partie b présentent l'évolution mensuelle de l'écart (c'est-à-dire la variation mensuelle de la courbe orange dans la partie a).

**La période de confinement a également posé des difficultés pour la collecte des prix dans le cadre de l'IPCH. En conséquence, la proportion de prix imputés a évolué d'un mois sur l'autre** <sup>32</sup>. La collecte des prix dans les points de vente physique a cessé dans les zones où les magasins étaient fermés. De plus, l'échantillonnage dans les grandes surfaces et les pharmacies-drogueries s'est en

<sup>32</sup> Cf. « *Information on imputations made related to Covid-19* », disponible sur le [site internet d'Eurostat](http://www.eurostat.europa.eu). En général, l'imputation est nécessaire pour les composantes temporairement « manquantes » et pour les produits saisonniers lorsque l'on se trouve hors saison et qu'ils ne peuvent être échantillonnés.

grande partie interrompu afin de protéger la santé des personnes qui collectent les prix<sup>33</sup>. L'imputation s'est révélée nécessaire dans les zones où la collecte des prix effectifs a été réduite de façon substantielle. Le graphique C présente l'évolution des imputations de prix pour les différentes composantes de l'IPCH de mars à août. Si mars a été très peu affecté, en avril, plus de 30 % de l'IPCH n'a pas été calculé à partir d'échantillons et a dû être imputé<sup>34</sup>. Cette proportion est revenue à environ 1 % en juillet et est restée à ce niveau en août. Les loisirs ont été la rubrique la plus touchée, en raison de l'indisponibilité des voyages organisés et de l'annulation des concerts et autres événements.

---

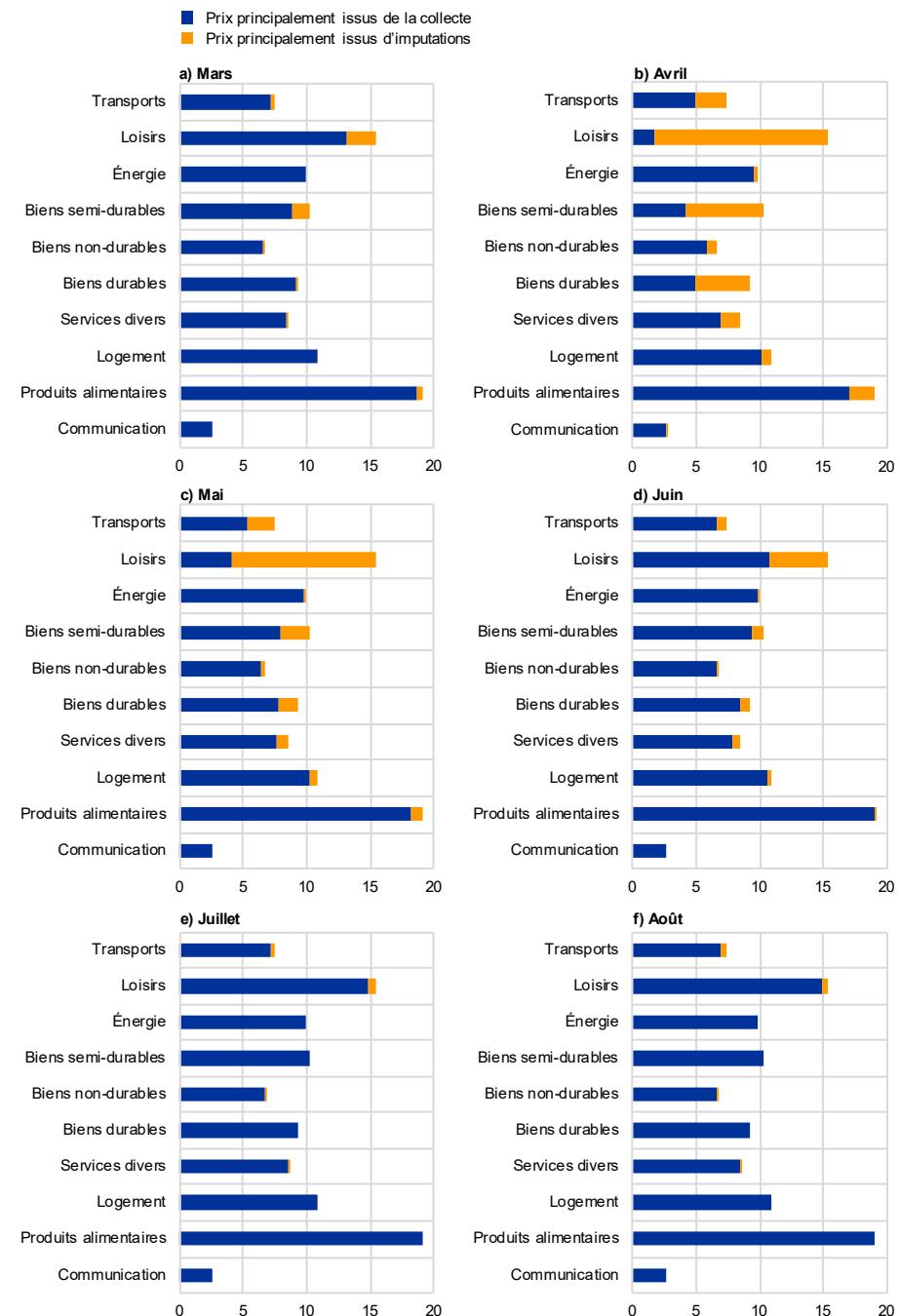
<sup>33</sup> Eurostat et les offices statistiques nationaux des États membres de l'UE ont décidé de ne pas exclure les indices relatifs aux produits pour lesquels les prix échantillonnés ne sont pas disponibles. Les principales raisons de maintenir complète la couverture du panier de l'IPCH, même si les opérations effectives ont été très limitées dans plusieurs de ses catégories de produits, sont liées, sans y être limitées, aux obligations réglementaires, aux usages établis (par exemple, dans les contrats), aux besoins de l'utilisateur et au maintien du calcul de l'IPCH conformément à sa conception statistique (présentée dans les règlements de l'UE).

<sup>34</sup> 30 % de l'indice total (en matière de pondération) et non 30 % des prix des composantes (non pondérées).

## Graphique C

### Imputations de prix par composante de l'IPCH (de mars à août 2020)

(en pourcentage)



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Notes : Le graphique présente la part des prix de chaque rubrique de l'IPCH (niveau COICOP-2) en pourcentage de l'IPCH total, divisée en deux catégories : les prix majoritairement collectés (barres bleues) et les prix majoritairement imputés (barres jaunes). Les prix « majoritairement imputés » représentent des agrégats élémentaires de la composante concernée signalés par un « U » par les offices statistiques nationaux au cours du mois concerné, ce qui signifie que plus de 50 % des prix de l'agrégat élémentaire ont été imputés.

**La modification de la méthode de collecte des prix n'implique pas nécessairement que l'indice de prix qui en résulte manque de fiabilité.**

Par exemple, lorsque les prix des produits alimentaires collectés sur les marchés

traditionnels ont été remplacés par des données scannées dans les grandes surfaces, le comportement effectif du consommateur a été largement pris en compte. Ce fut également le cas quand les prix des vêtements et des chaussures obtenus par « *web-scraping* » ont remplacé les prix normalement collectés dans des points de ventes physiques<sup>35</sup>. Toutefois, s’agissant des voyages organisés, du transport aérien et de nombreux services aux particuliers (comme les coiffeurs et les dentistes), les variations de prix ont dû être imputées dans la mesure où aucun achat effectif de ces produits n’était possible. Conformément aux conventions retenues par les offices statistiques de l’UE, les évolutions des prix ont été imputées par référence à d’autres indices de prix à la consommation, par exemple, à partir de la même catégorie de produits ou sur la base de l’IPCH total. Dans certains cas, les prix ou les variations de prix par rapport à la période précédant la crise ont été utilisés comme estimations<sup>36</sup>.

**Même si les difficultés de mesure de l’IPCH qui sont liées à la pandémie se sont nettement atténuées ces derniers mois, elles perdureront probablement en 2021 et, dans une certaine mesure, en 2022, au moins s’agissant des pondérations des dépenses.** Cet encadré a présenté l’impact estimé des difficultés provoquées par la pandémie en matière de mesure de la variation des prix à la consommation. Cet impact s’explique principalement par l’évolution rapide des profils de consommation et les difficultés de collecte des prix liées aux mesures de confinement. Les difficultés de mesure ont exercé un effet sur les statistiques publiées au cours des premiers mois de la pandémie, mais elles se sont nettement atténuées ces derniers mois. Pour l’avenir, si la pandémie se poursuit, certaines difficultés de mesure perdureront en 2021. Ce sera également le cas en 2022, lorsque les données relatives à la consommation de l’année 2020 devront être utilisées pour élaborer les pondérations de l’IPCH.

---

<sup>35</sup> La collecte de prix sur internet se fait sous la forme d’échantillonnages de prix de l’offre obtenus par *web-scraping*. Ces prix ne reflètent pas nécessairement les achats effectifs.

<sup>36</sup> Cf. « *Guidance on the compilation of the HICP in the context of the COVID-19 crisis* », *methodological note*, Eurostat, avril 2020.

# Articles

## 1 L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro

Katalin Bodnár, Julien Le Roux, Paloma Lopez-Garcia et Bela Szörfi

### 1 Introduction

**La production potentielle est généralement définie comme le niveau maximum d'activité économique qui peut être atteint durablement en utilisant la technologie et les facteurs de production disponibles sans que l'inflation dépasse son objectif.** Les tentatives de dépasser ce niveau de production entraîneront une augmentation des niveaux d'utilisation des facteurs (et un écart de production positif, défini comme la différence entre production effective et production potentielle), ce qui exercera des pressions à la hausse sur les coûts des facteurs et, au final, sur les prix à la consommation. En revanche, lorsque la production effective est inférieure à la production potentielle, il existe des capacités inutilisées dans l'économie (l'écart de production devient négatif), ce qui exerce des pressions à la baisse sur les coûts des facteurs et sur les prix à la consommation. La production potentielle ne pouvant s'observer directement, elle doit être déduite des données existantes, à l'aide de méthodes statistiques et économétriques. Il existe différentes méthodes permettant d'effectuer des estimations et des projections de la production potentielle, et toutes sont entourées d'une très grande incertitude<sup>37</sup>.

**L'important choc macroéconomique résultant de la pandémie de coronavirus (COVID-19) a affecté aussi bien l'offre que la demande.** La production potentielle reflète généralement les conditions d'offre dans l'économie, telles que les variations des facteurs de production clés que sont le capital et le travail et de leur productivité. Dans le même temps, les fluctuations autour de la production potentielle sont liées à des facteurs de demande<sup>38</sup>. Les mesures imposées par les gouvernements afin de contenir la propagation du virus à la suite du choc de la COVID-19 sont un exemple unique de sévères restrictions temporaires du côté de l'offre. La question se pose alors de savoir dans quelle mesure la production potentielle a été affectée.

**Le présent article analyse l'impact de la pandémie de COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro.** Il présente des questions d'ordre conceptuel et examine les canaux par lesquels la pandémie et les mesures mises en

<sup>37</sup> Cf. l'article intitulé « [La production potentielle durant la période d'après-crise](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

<sup>38</sup> Les estimations de la production potentielle sont souvent procycliques et reflètent les évolutions des conditions de la demande. D'une part, cette procyclicité pourrait en partie être un artefact statistique dû à des difficultés méthodologiques, comme le problème bien connu des effets de bord pour les procédures de filtrage. D'autre part, elle pourrait également refléter les fluctuations du cycle d'activité, par exemple des investissements en capital physique ou en recherche et développement et innovation, aboutissant à des estimations procycliques du stock de capital et de la croissance tendancielle de la PGF.

œuvre pour l'endiguer ont affecté et continueront probablement d'affecter la production potentielle. L'article analyse la nature du choc et décrit les canaux par lesquels la pandémie et les mesures d'endiguement qui y sont liées pourraient modifier les contributions du travail, du capital et de la productivité globale des facteurs (PGF) à la production potentielle dans la zone euro. Enfin, l'article présente une série d'estimations quantitatives de l'impact de la pandémie. Il s'agit d'estimations tout à fait provisoires dans la mesure où seulement deux trimestres de données macroéconomiques ont été publiés entre l'apparition de la pandémie et la rédaction du présent article ; en outre, la durée de la pandémie est très incertaine (tout comme d'autres facteurs, tels que la durée et l'ampleur des mesures d'endiguement, la mise au point d'un vaccin ou d'une solution pharmaceutique et les conséquences à long terme sur la santé publique). Dans ce contexte, les estimations quantitatives devraient servir à évaluer la mécanique à l'œuvre, et on peut s'attendre à des révisions *ex post*, au fur et à mesure que l'ampleur de la crise deviendra plus claire.

## 2 La nature du choc lié à la COVID-19

### L'interprétation de la production potentielle durant le choc

**Le niveau de production potentielle durant la crise liée à la COVID-19 dépend de ce qui peut être considéré comme la pleine capacité de l'économie.** Lorsque des mesures de confinement sont en vigueur, les facteurs de production restent en place mais leur pleine utilisation est empêchée. Dans cette situation, la pleine capacité de l'économie, et donc le degré d'utilisation des capacités et la taille de l'écart de production<sup>39</sup>, peuvent être très différents de leurs niveaux en temps normal. Le graphique 1 illustre deux interprétations extrêmes pour la période durant laquelle des confinements ont été imposés au niveau national et les activités des entreprises ont été restreintes, ainsi que lorsque les mesures d'endiguement ont été levées par la suite. La première interprétation prend comme hypothèse que les facteurs de production disponibles ne sont pas affectés par le confinement ni par les mesures d'endiguement qui y sont liées. Par exemple, un restaurant possède toujours le même nombre de tables qu'avant et une usine de montage automobile, le même nombre de machines. Le nombre de travailleurs disponibles est également inchangé, même si, par exemple, ils travaillent un nombre d'heures moins élevé ou sont en situation de chômage partiel ou technique. Enfin, la technologie n'évolue pas de manière significative sur de courtes périodes et demeure disponible. Selon cette interprétation, le degré de pleine capacité est inchangé durant le confinement (cf. graphique 1, partie supérieure, courbe bleue). Lorsque les mesures d'endiguement sont progressivement levées, les facteurs de production sont à nouveau utilisés pleinement (interprétation 1). À l'inverse, une seconde interprétation

<sup>39</sup> Normalement, l'utilisation des capacités constitue une bonne représentation de l'écart de production : « l'utilisation des capacités se définit généralement comme le ratio entre la production effective et une certaine mesure de la production potentielle » (cf. Nelson (Randy A.), « *On the Measurement of Capacity Utilization* », *The Journal of Industrial Economics*, vol. 37, n° 3, Wiley, mars 1989, p. 273-286). Il en résulte que la pleine capacité de l'économie correspond à la production potentielle.

prend comme hypothèse que durant le confinement, aucune des ressources n'est disponible pour la production (c'est-à-dire que le restaurant et l'usine sont fermés et les travailleurs doivent rester à la maison). Par conséquent, la pleine capacité tombe à zéro dans les entreprises fermées, ce qui équivaut à une forte baisse temporaire de l'offre et donc de la production potentielle (cf. graphique 1, partie supérieure, courbe jaune). Dès que le confinement est terminé et que les mesures d'endiguement sont progressivement levées, le degré de pleine capacité augmente graduellement vers son niveau d'avant la crise (interprétation 2).

**Ces interprétations impliquent des écarts de production très différents en raison des fortes fluctuations du niveau effectif de la production durant la crise.** Dans la première interprétation, l'écart de production devient négatif durant la période de confinement (cf. graphique 1, partie inférieure, courbe bleue), la production effective diminuant bien au-dessous de la pleine capacité qui, elle, demeure globalement inchangée. Dans la seconde interprétation, en revanche, l'écart de production n'est pas affecté par le confinement (cf. graphique 1, partie inférieure, courbe jaune), la production effective étant égale à la pleine capacité retenue comme hypothèse. La production potentielle diminue dans la même mesure que le PIB. Ces deux interprétations sont bien sûr des illustrations extrêmes ; en pratique, la vérité se situe quelque part entre les deux. Cela est particulièrement vrai au niveau agrégé, l'impact du choc sur la pleine capacité étant différent d'un secteur à l'autre (notamment en raison des différences concernant les possibilités de travailler à distance).

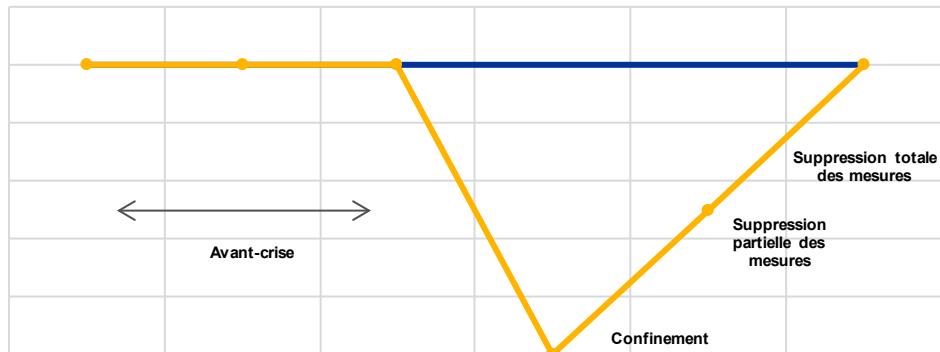
### Graphique 1

#### Interprétation de la production potentielle et de l'écart de production

(pas d'unités – illustration uniquement)

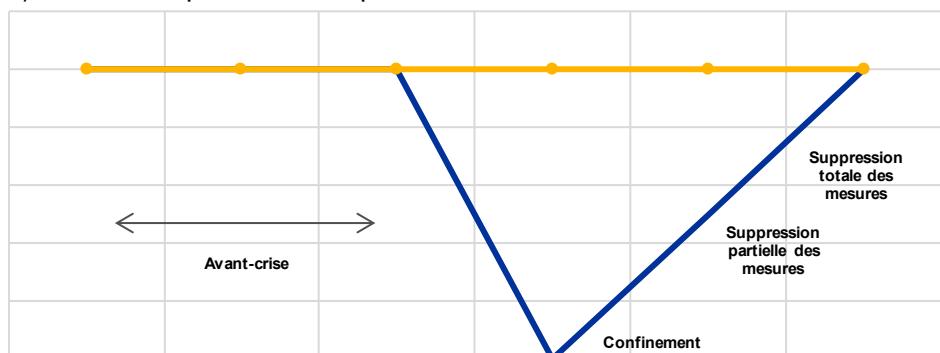
- Pleine capacité, interprétation 1
- Pleine capacité, interprétation 2

##### a) Pleine capacité ou niveau de la production potentielle



- Écart de production, interprétation 1
- Écart de production, interprétation 2

##### b) Utilisation des capacités ou écart de production



Source : Calculs des services de la BCE.

### 3 COVID-19 : interaction entre choc d'offre et choc de demande

**Le choix des interprétations décrites précédemment détermine le degré de cyclicité de la production potentielle à court terme.** Plus la production potentielle est supposée être affectée par les mesures d'endiguement, plus elle fluctuera à court terme avec la mise en œuvre puis la levée des restrictions. Moins cela est supposé être le cas, plus la production potentielle restera constante. Différentes approches empiriques peuvent permettre d'établir quelle interprétation est corroborée par les données, c'est-à-dire le degré auquel l'offre, et par conséquent la production potentielle également, ont été affectées.

**Étant donné l'insuffisance des données, la nature complexe du choc et l'interdépendance des facteurs d'offre et de demande, il est difficile d'opérer**

**une distinction entre ces facteurs** <sup>40</sup>. Ainsi, les variations de l'une des composantes peuvent influer sur l'autre. À cet égard, une étude théorique récente suggère qu'un choc d'offre, qui frappe les secteurs de l'économie de façon asymétrique, est susceptible d'entraîner des contractions de la demande <sup>41</sup>. Dans le même temps, comme l'a montré la grande crise financière, les facteurs de demande peuvent également avoir un impact durable, voire permanent, sur la production potentielle <sup>42</sup>.

**D'après des analyses empiriques, réalisées à partir de données limitées, l'offre comme la demande ont fortement baissé après le choc de la COVID-19.**

Aux États-Unis, une étude a été menée à l'aide des données relatives au nombre d'heures travaillées et aux salaires afin d'estimer les chocs d'offre et de demande de main-d'œuvre pour l'économie dans son ensemble et pour différents secteurs. Elle constate que les chocs d'offre de main-d'œuvre ont représenté une part plus importante de la baisse du nombre d'heures, bien que les deux chocs aient été notables <sup>43</sup>. Une autre étude identifie les chocs d'offre et de demande à partir de données d'enquêtes en temps réel sur l'inflation et la croissance du PIB en volume, et elle constate que, au premier trimestre 2020, la demande négative a joué un plus grand rôle dans la baisse de l'activité mais qu'au deuxième trimestre, c'est la diminution de l'offre qui y a davantage contribué <sup>44</sup>. D'autres données et méthodes suggèrent que les facteurs de demande ont été plus importants et pourraient s'expliquer par l'incertitude ou par la peur d'être infecté <sup>45</sup>. Au total, les études empiriques constatent que l'offre comme la demande ont joué un rôle important aux États-Unis et, la nature du choc ayant été la même dans le monde entier, on peut raisonnablement supposer que cela vaut également pour la zone euro <sup>46</sup>.

**Il est possible que les effets de restrictions plus larges touchant l'offre aient été atténués dans les secteurs qui ont été capables de maintenir et d'adapter leur production.** La production a été maintenue dans les secteurs considérés comme essentiels alors que, du moins dans certains pays et régions, la production a été réduite dans les secteurs non essentiels. En outre, les possibilités plus ou moins grandes de travailler à distance ont influé sur la baisse de l'activité. Selon des

<sup>40</sup> Barry Eichengreen a déclaré « Ayant moi-même estimé de nombreux modèles conçus pour distinguer les chocs d'offre et de demande, je vous souhaite bon courage pour les identifier » (cf. Vaitilingam (Romesh), « *Likelihood of a coronavirus recession: Views of leading US and European economists* », VOX, Centre for Economic Policy Research Policy Portal, 14 mars 2020).

<sup>41</sup> Cf. Guerrieri (Veronica) *et al.*, « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », NBER Working Paper n° 26918, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, avril 2020.

<sup>42</sup> Cf. l'article intitulé « *La production potentielle durant la période d'après-crise* », Bulletin économique, n° 7, BCE, 2018.

<sup>43</sup> Cf. Brinca (Pedro) *et al.*, « *Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19* », Working Paper 2020-011, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, octobre 2020.

<sup>44</sup> Cf. Geert (Bekaert) *et al.*, « *Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis* », Finance and Economics Discussion Series 2020-049, Federal Reserve Board, Washington D.C., 26 mai 2020.

<sup>45</sup> Cf. Goolsbee (Austan) et Syverson (Chad), « *Fear, Lockdown, and Diversion: Comparing Drivers of Pandemic Economic Decline 2020* », NBER Working Paper n° 27432, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, juin 2020.

<sup>46</sup> Deux études le confirment. Cf. Balleer (Almut) *et al.*, « *Demand or Supply? Price Adjustment during the Covid-19 Pandemic* », CESifo Working Paper n° 8394, Munich Society for the Promotion of Economic Research – CESifo, GmbH, Munich, août 2020 et Boham (D.A.R.) et Smadu (A.I.), « *Was COVID-19 a supply or a demand shock? Evidence for Dutch sectors* », mimeo, 2020.

études empiriques, les possibilités de recourir au télétravail varient fortement d'un secteur à l'autre et entre les travailleurs, aussi bien aux États-Unis<sup>47</sup> qu'en Europe<sup>48</sup>, et l'effet sur l'offre du choc lié à la COVID-19 a été plus fort dans les secteurs où les travailleurs étaient moins nombreux à pouvoir exercer leur activité à distance<sup>49</sup>. De plus, des effets de contagion négatifs provenant des entreprises et des secteurs davantage touchés par la distanciation sociale ont imposé des externalités négatives aux entreprises non directement concernées par les mesures de distanciation, en raison des liens entrées-sorties<sup>50</sup>.

**Ce n'est pas seulement le degré de fluctuation à court terme de la production potentielle qui est difficile à évaluer, c'est aussi l'impact à long terme de la pandémie.** Les effets d'offre analysés précédemment peuvent être temporaires, durables ou permanents<sup>51</sup>. D'un point de vue empirique, il n'est pas possible d'isoler ces effets en temps réel, d'où la difficulté à prévoir les effets permanents. Cela étant, une option pour tenter d'évaluer l'impact à long terme consiste à analyser les données relatives à des chocs exogènes passés<sup>52</sup>. L'encadré 1 fournit des éléments empiriques concernant l'effet d'une sélection de chocs exogènes passés sur l'activité économique à long terme.

## Encadré 1

### L'impact à long terme d'une sélection de chocs exogènes passés sur la production dans la zone euro

Katalin Bodnár et Julien Le Roux

Si le choc lié à la COVID-19 est unique, l'analyse d'importants chocs exogènes survenus précédemment constitue néanmoins une approche pertinente pour évaluer son impact à long terme. Le présent encadré examine la grande pandémie de grippe de 1918-1919 et les chocs pétroliers de 1973 et 1979 afin d'évaluer leur incidence à long terme sur la croissance dans les pays qui constituent aujourd'hui la zone euro. Ces épisodes peuvent être reliés au choc de la COVID-19 en raison de leur caractère exogène, même s'ils présentent des différences en termes

<sup>47</sup> Cf. Papanikolaou (Dimitris) et Schmidt (Lawrence D.W.) « *Working Remotely and the Supply-side Impact of Covid-19* », *NBER Working Paper* n° 27330, National Bureau of Economic Research, juin 2020 et del Río-Chanona (R. María) et al., « *Predicting the supply and demand shocks of the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective* », VOX, Centre for Economic Policy Research Policy Portal, 16 mai 2020.

<sup>48</sup> Cf. Barrot (Jean-Noël) et al., « *Sectoral effects of social distancing* », *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n° 3, Centre for Economic Policy Research, 10 avril 2020, p. 85-102.

<sup>49</sup> Après le choc initial, on peut s'attendre à des changements dans notre manière de travailler. Par exemple, d'après des estimations, aux États-Unis, presque 40 % des emplois pourraient s'exercer depuis le domicile. Cf. Dingel (Jonathan) et Neiman (Brent), « *How many jobs can be done at home?* », *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n° 1, Centre for Economic Policy Research, 3 avril 2020, p. 16-24.

<sup>50</sup> Cf. Laeven (Luc), « *Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation* », *CEPR Discussion Paper DP15022*, Centre for Economic Policy Research, 9 juillet 2020.

<sup>51</sup> Des impacts permanents possibles sont analysés dans Cerra (Valerie) et al., « *Hysteresis and Business Cycles* », *IMF Working Paper WP/20/73*, Fonds monétaire international, mai 2020.

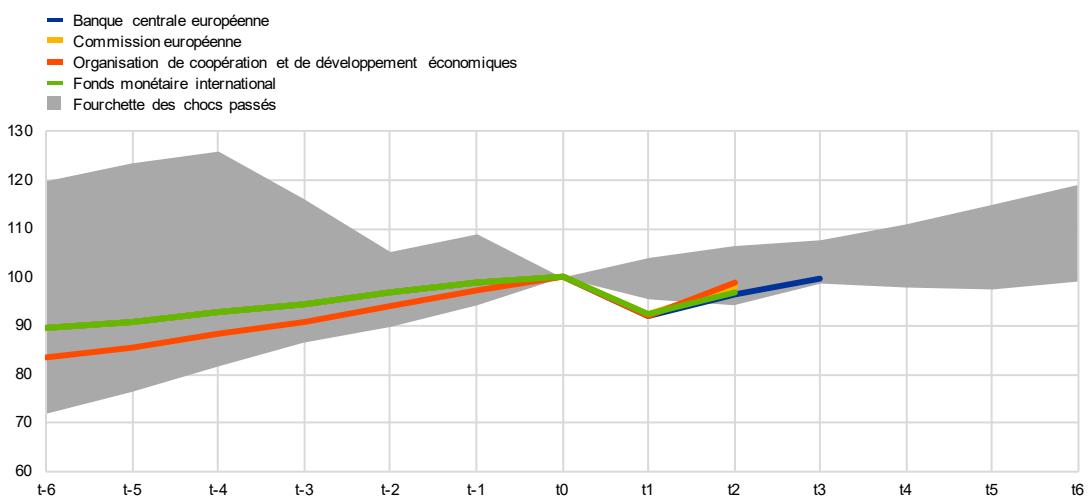
<sup>52</sup> Cf. Ludvigson (Sydney C.) et al., « *COVID-19 and The Macroeconomic Effects of Costly Disasters* » *NBER Working Paper* No 26987, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, septembre 2020 et Jordà (Óscar) et al., « *Longer-run Economic Consequences of Pandemics* », *NBER Working Paper* n° 26934, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, avril 2020.

de sévérité (cf. graphique A). Dans le même temps, la réponse rapide, concertée et de grande ampleur des autorités publiques fait également du choc lié à la COVID-19 un épisode unique.

### Graphique A

Fourchette du PIB en volume lors de chocs exogènes passés et présents survenus dans la zone euro actuelle

(niveau, année avant le choc = 100)



Sources : Maddison Project Database, version 2018 ; Bolt (Jutta) et al., « *Rebasing Maddison: new income comparisons and the shape of long-run economic development* », GGDC Research Memorandum n° 174, janvier 2018 ; Projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosysteme ; Commission européenne (CE) ; Fonds monétaire international (FMI) ; et Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

Notes : Ce graphique retrace le PIB sur les cinq années précédant et suivant le choc exogène pour une agrégation de pays de la zone euro. La légende indique les dates choisies pour t0, c'est-à-dire l'année précédant le choc, ou, si le choc n'est survenu qu'au second semestre, l'année même du choc. Les chocs inclus dans la fourchette sont la grande pandémie de grippe de 1918-1919, les chocs pétroliers de 1973 et 1979 et la grande crise financière de 2007-2008. Les courbes pleines reflètent les dernières projections des organisations internationales, où t0 correspond au niveau de PIB en 2019.

Il apparaît que la grande pandémie de grippe n'a pas eu d'effet négatif durable, significatif d'un point de vue statistique, sur le taux de croissance du PIB. Cette pandémie, qui s'est propagée à l'échelle mondiale en 1918-1919 (c'est-à-dire au cours des dernières années de la Première guerre mondiale), a eu un impact direct sur le facteur travail. Elle a entraîné des taux de mortalité élevés parmi la population en âge de travailler<sup>53</sup>, de l'absentéisme et des fermetures d'entreprises.

Le choc lié à la COVID-19, en revanche, est associé à un taux de mortalité beaucoup plus faible parmi la population en âge de travailler. En outre, son impact économique est davantage lié aux mesures d'endiguement destinées à protéger la population et il s'est traduit par des chocs de confiance et d'incertitude qui ont affecté à la fois les ménages et les entreprises, certains secteurs étant plus touchés que d'autres. En estimant un modèle vectoriel à correction d'erreur incluant les déterminants du taux de mortalité (cf. ci-dessous) pour la période 1901-1925, nous constatons que la grande pandémie de grippe a eu un impact négatif sur la croissance du PIB. Toutefois, selon les estimations, l'effet sur la croissance du PIB a été temporaire, contrairement au choc concomitant à la Première guerre mondiale<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> Les estimations du nombre de décès varient entre 50 millions et près de 100 millions de personnes, soit entre 2,5 % et 5 % de la population mondiale (cf. *Maddison Historical Statistics*, 2020 et Cirillo (Pasquale) et Taleb (Nassim Nicholas), « *Tail risk of contagious diseases* », *Nature Physics*, vol. 16, Nature Research, 25 mai 2020, p. 606-613).

<sup>54</sup> Ce résultat est cohérent avec Barro (Robert J.) et al., « *The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity* », *NBER Working Paper* n° 26866, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, avril 2020.

En revanche, les hausses des prix du pétrole observées en 1973 et 1979 ont été permanentes et ont eu un effet plus durable sur les taux de croissance du PIB de la zone euro. Les chocs pétroliers ont largement frappé les économies européennes, la productivité étant le principal canal de croissance économique touché<sup>55</sup>. Si ce choc a essentiellement affecté l'offre, il a également eu une incidence sur la demande, dans la mesure où les revenus et les dépenses ont diminué dans les pays importateurs de pétrole. La hausse des prix du pétrole a été permanente : les prix du pétrole n'ont jamais retrouvé le niveau observé au début des années 1970. Par conséquent, nous concluons que les chocs pétroliers ont eu un effet négatif permanent sur le niveau du PIB et un effet négatif prolongé sur son taux de croissance. L'avant-dernière colonne du tableau B montre qu'une augmentation permanente de 1 % des prix du pétrole a entraîné une baisse de 0,2 % du PIB de la zone euro à long terme, indépendamment de l'effet du renchérissement du pétrole sur l'intensité en capital, qui a atténué l'impact négatif sur le PIB. Nos conclusions concordent avec d'autres études qui relient les chocs pétroliers à la période de croissance économique réduite qui a suivi<sup>56</sup>.

Notre méthode est fondée sur l'estimation des équations à correction d'erreur, qui relient essentiellement la variation du PIB à celle de l'intensité en capital. Selon la période estimée, nous améliorons nos estimations à l'aide d'autres facteurs explicatifs. Pour la période de la grande pandémie de grippe, l'équation est de forme suivante :

$$\Delta y_{i,t} = c_{st} - \beta_0(y_{i,t-1} - \beta_1 k_{i,t-1} - \beta_2 WAR_{i,t-1}) + \beta_3 FLU_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

où, pour chaque pays  $i$ ,  $y_{i,t}$  est le logarithme du PIB annuel,  $k_{i,t}$  le logarithme de l'intensité en capital,  $WAR_{i,t}$  le taux de mortalité de la Première guerre mondiale et  $FLU_{i,t}$  le taux de mortalité de la pandémie. Les taux de mortalité sont exprimés en pourcentage de la population. L'estimation est réalisée à l'aide d'un panel et inclut des effets fixes par pays qui n'apparaissent pas dans l'équation. Les estimations du coefficient sont présentées dans le tableau A.

#### Tableau A

Modèle à correction d'erreur pour la période de la grande pandémie de grippe

	$c_{st}$	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$
	2,96***	0,13***	0,59**	-112,78***	-5,60***
$R^2$ : 0,19	Échantillon : 1901-1925			Nombre d'observations : 475	

Sources : Calculs des services de la BCE ; Bergeaud (Antonin) et al., « *Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012* », *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n° 3, International Association for Research in Income and Wealth, septembre 2016, p. 420-444 ; Barro (Robert J.) et al., « *The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity* », *NBER Working Paper* n° 26866, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, avril 2020.

Notes : Le taux de croissance du PIB, approximé par sa différence logarithmique, correspond au taux de croissance annuel du PIB en volume exprimé en dollar corrigé de la parité de pouvoir d'achat en 2010. L'intensité en capital correspond au ratio capital/travail exprimé en nombre d'heures travaillées.

Les taux de mortalité sont exprimés en pourcentage de la population. Les valeurs du taux de mortalité de la grippe en dehors de la période 1918-1920 sont fixées à zéro. Les prix du pétrole sont exprimés en niveau logarithmique sur le long terme et en différence logarithmique sur le court terme. L'échantillon de croissance du PIB couvre 21 pays. L'estimation est réalisée à l'aide de la méthode des moindres carrés avec données de panel. Les erreurs types des estimations du coefficient permettent de regrouper les termes d'erreur par année. (\*), (\*\*) et (\*\*\*) représentent un seuil de signification de, respectivement, 10 %, 5 % et 1 %.

S'agissant de la période des chocs pétroliers, l'équation revêt la forme suivante :

<sup>55</sup> Le prix du baril de *Brent* a augmenté de 168 % en 1974, puis de 51 % en 1979 et de 67 % en 1980. Le choc a été déclenché par des événements politiques affectant les principaux pays producteurs.

<sup>56</sup> Blinder (Alan S.) et Rudd (Jeremy B.), « *The Supply-Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited* », dans Bordo (Michael D.) et Orphanides (Athanasios) (eds.), *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press, Cambridge, Massachusetts, juin 2013, p. 119-175.

$$\Delta y_{i,t} = c_{st} - \beta_0(y_{i,t-1} - \beta_1 k_{i,t-1} - \beta_2 o_{i,t-1}) + \beta_3 \Delta o_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

où, pour chaque pays  $i$ ,  $y_{i,t}$  est le logarithme du PIB annuel,  $k_{i,t}$  le logarithme de l'intensité en capital,  $o_{i,t}$  le logarithme du prix du pétrole brut *Brent* en euro. L'estimation est réalisée à l'aide d'un panel et inclut des effets fixes par pays qui n'apparaissent pas dans l'équation.

Les estimations du coefficient sont présentées dans le tableau B.

#### Tableau B

Modèle à correction d'erreur pour la période des chocs pétroliers

	$c_{st}$	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$
	2,10***	0,03***	0,68***	-0,20***	-0,03***
$R^2 : 0,56$	Échantillon : 1963-1986			Nombre d'observations : 216	

Sources : Calculs de la BCE, Bergeaud *et al.*, *op. cit.*, Barro (Robert J.) *et al.*, *op. cit.*

Notes : Le taux de croissance du PIB, approximé par sa différence logarithmique, correspond au taux de croissance annuel du PIB en volume exprimé en dollar corrigé de la parité de pouvoir d'achat en 2010. L'intensité en capital correspond au ratio capital/travail exprimé en nombre d'heures travaillées.

Les taux de mortalité sont exprimés en pourcentage de la population. Les valeurs du taux de mortalité de la grippe en dehors de la période 1918-1920 sont fixées à zéro. Les prix du pétrole sont exprimés en niveau logarithmique sur le long terme et en différence logarithmique sur le court terme. L'échantillon de croissance du PIB couvre 21 pays. L'estimation est réalisée à l'aide de la méthode des moindres carrés avec données de panel. Les erreurs types des estimations du coefficient permettent de regrouper les termes d'erreur par année. (\*), (\*\*) et (\*\*\*), représentent un seuil de signification de, respectivement, 10 %, 5 % et 1 %.

Le choc lié à la COVID-19 devrait être suivi d'une plus forte baisse du PIB dans la zone euro que lors des précédents chocs exogènes ou de la grande crise financière. Cela reflète l'important effet attendu à court terme du choc, bien que l'incertitude concernant le long terme demeure élevée. Il convient également de noter qu'un fort rebond de l'activité économique est attendu au second semestre 2020, ce qui n'était pas le cas durant la crise financière de 2007-2008. Si l'on transpose les résultats du présent encadré au choc actuel, on peut espérer que les dommages à long terme qu'il aura causés à l'économie seront plutôt faibles s'il devait s'atténuer assez rapidement (c'est-à-dire si un vaccin est mis au point afin que le choc ne soit ni durable ni récurrent).

## 4 COVID-19 : canaux d'impact sur la production potentielle

**Le coronavirus et, en particulier, les mesures d'endiguement et de confinement associées devraient affecter la plupart des composantes de la production potentielle.** Ces canaux sont examinés ci-après pour chaque composante (PGF, capital et travail), également en référence à l'expérience acquise pendant et après la grande crise financière.

**Le coronavirus et les mesures d'endiguement exercent une incidence négative sur la PGF tendancielle par le biais de plusieurs canaux.** La perturbation des chaînes d'approvisionnement peut être durable et les entreprises pourraient avoir à trouver de nouveaux fournisseurs, de nouveaux itinéraires de transport ou de nouveaux lieux de production. Ce phénomène pourrait être accentué si la pandémie actuelle renforce le protectionnisme et accélère la démondialisation. Si tel est le cas, les secteurs ayant grandement bénéficié en termes de croissance de la productivité de l'exposition internationale et de la mondialisation pourraient enregistrer une baisse de la PGF tendancielle. Les difficultés financières pourraient accroître les coûts de financement des nouveaux projets productifs et pourraient également

accroître le taux de défaut des entreprises (cf. encadré 2 pour une analyse plus détaillée). La destruction d'emplois résultant d'une hausse des cessations d'entreprises pourrait potentiellement entraîner des pertes de productivité si la réaffectation des travailleurs qui ont perdu leur emploi vers d'autres entreprises est lente et entraîne, à long terme, une détérioration des compétences des travailleurs.

**Toutefois, certains facteurs pourraient contrebalancer l'impact négatif de la PGF tendancielle.** Le choc lié à la COVID-19 a eu un impact asymétrique sur de nombreux secteurs d'activité et peut, ainsi, entraîner une réaffectation sectorielle renforçant la PGF. Cela pourrait être le cas si certains secteurs à faible productivité sont plus durablement touchés et perdent en importance économique au bénéfice des secteurs à forte productivité qui ont été moins touchés. Par exemple, au cours de la grande crise financière, dans certains pays, notamment l'Espagne et l'Italie, la croissance tendancielle de la PGF a commencé à s'améliorer car la crise a été considérée comme accroissant l'efficacité de l'allocation des ressources en les réaffectant du secteur de la construction peu productif vers le secteur manufacturier relativement plus productif. De plus, si les entreprises faiblement productives sont relativement plus affectées par le choc, il pourrait y avoir un « effet d'assainissement »<sup>57</sup>. Cependant, l'encadré 2 montre que, étant donné la nature non économique du choc lié à la COVID-19, il pourrait y avoir moins d'aspects positifs à la crise actuelle que ce n'était le cas pour la grande crise financière. Enfin, bien que l'effet soit probablement plutôt faible à court terme, les mesures d'endiguement pourraient avoir accéléré les progrès en terme d'adoption du numérique par les entreprises dans tous les secteurs et peut-être ainsi améliorer la croissance de la productivité à moyen terme<sup>58</sup>. Néanmoins, l'incidence globalement négative sur la PGF et sa contribution à la croissance potentielle pourrait être considérable.

**Le choc lié à la COVID-19 pourrait affecter négativement le stock de capital dans la zone euro, principalement en raison d'une baisse des investissements.**

Tout d'abord, malgré des conditions de financement favorables, le niveau élevé d'incertitude pourrait avoir un effet défavorable sur les décisions d'investissement. De plus, la baisse de la valeur ajoutée pourrait également affecter l'investissement (accentué par « l'effet d'accélérateur »), tandis que la baisse des marges des entreprises pourrait réduire les dépenses d'investissement.

**Les amortissements et mises au rebut du capital pourraient être affectés par deux effets qui se contrebalancent.** Les liquidations d'entreprise peuvent entraîner une mise au rebut d'une partie des immobilisations avant qu'elles ne soient arrivées en fin de vie (cf. également l'encadré 2). Dans un registre positif, la durée de vie des actifs existant peut être prolongée grâce à une utilisation moins intensive s'ils ont été mis à l'arrêt durant le confinement. Il est également possible que l'équipement des entreprises dans lesquelles les salariés ont largement recours au télétravail se

<sup>57</sup> Cf. Caballero (Ricardo J.) et Hammour (Mohamad L.), « *The Cleansing Effect of Recessions* », *The American Economic Review*, vol. 84, n° 5, décembre 1994, p. 1350-1368.

<sup>58</sup> L'OCDE a estimé qu'une hausse de 10 points de pourcentage dans l'adoption du haut débit (ou service d'informatique « en nuage ») se traduirait par une hausse simultanée de la croissance de la PGF de 1,4 point de pourcentage (Cf. Gal (Peter) et al., « *Digitalisation and productivity: In search of the holy grail – Firm-level empirical evidence from EU countries* », *OECD Economics Department Working Papers* n° 1533, Éditions OCDE, Paris, 12 février 2019).

détériore plus lentement dans la mesure où cet équipement pourrait être fourni par les salariés et non par l'entreprise. Durant la grande crise financière, il semble que le premier effet ait été majoritaire, entraînant une hausse du taux moyen de rebut des immobilisations<sup>59</sup>.

**Les secteurs les plus affectés par la baisse de l'activité économique sont ceux qui contribuent le plus à des modifications du stock de capital productif dans la zone euro.** Traditionnellement, le secteur manufacturier et le commerce de détail, le transport (y compris les voyages), l'hébergement (y compris les hôtels) et le secteur de la restauration ont été les contributeurs principaux aux évolutions de l'investissement dans les machines et les équipements. Les premières données disponibles indiquent une détérioration significative de l'investissement en 2020, mais un rebond de l'activité économique et des investissements est attendu au second semestre. Alors que la contraction au premier semestre 2020 pourrait entraîner une réaffectation permanente du capital des secteurs les plus touchés, l'impact global sur la production potentielle dépend de la persistance avec laquelle les investissements sont *in fine* réduits.

**La contribution du travail à la production potentielle pourrait être sévèrement touchée mais, actuellement, elle est fortement soutenue par le vaste ensemble de mesures prises par les autorités.** Les dispositifs de chômage partiel mis en place dans plusieurs pays<sup>60</sup> pourraient limiter l'hystérèse et les cicatrices à long terme sur le marché du travail de la zone euro. Cependant, si le choc dure plus longtemps et si les politiques d'atténuation sont en fin de compte réduites, des effets d'hystérèse pourraient apparaître, conduisant à une hausse plus persistante du taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (NAIRU). Cela peut se produire si des personnes deviennent chômeurs de longue durée, ce qui a essentiellement tendance à affecter les jeunes et les travailleurs peu qualifiés. D'après l'expérience tirée de la grande crise financière, nous supposons que le NAIRU augmentera à nouveau. Toutefois, il existe quelques différences entre cette crise et la crise actuelle.

- a) La hausse du NAIRU au cours de la grande crise financière a reflété partiellement l'impact de la seconde phase de la crise, qui a été relativement sévère.
- b) Le NAIRU a, selon les estimations, fortement diminué ces dernières années, reflétant des marchés du travail plus flexibles en raison de réformes mises en place dans plusieurs pays de la zone euro. Cette plus grande flexibilité du marché du travail pourrait réduire l'ampleur de la hausse du NAIRU face au choc actuel.
- c) Contrairement au choc actuel, la grande crise financière a principalement affecté le secteur de la construction et l'industrie, mais son impact a été moins fort sur les services marchands, qui ont un poids important dans la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie. Le choc lié à la COVID-19 est, pour sa part, supposé avoir une forte incidence sur tous les principaux secteurs et cette baisse simultanée pourrait

<sup>59</sup> Cf. Anderton (R.) et al., « *Potential output from a euro area perspective* », BCE Occasional Paper Series, n° 156, BCE, novembre 2014.

<sup>60</sup> 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

accroître la probabilité que des effets d'hystérose se produisent. Dans certains sous-secteurs de l'industrie et des services marchands, le choc peut également déclencher ou accélérer des changements structurels. Cela peut signifier un impact plus important et plus immédiat sur le NAIRU que celui observé à la suite de la grande crise financière.

**Si le choc s'avère plus persistant, la croissance de la population en âge de travailler pourrait ralentir en raison d'une plus faible migration.** L'immigration a eu, récemment, un effet haussier sur la croissance de la population en âge de travailler de la zone euro. Les travailleurs frontaliers et immigrés ont tendance à travailler dans des secteurs qui sont fortement affectés par le choc (par exemple l'hébergement, le commerce de détail et la restauration). En raison également d'une part plus grande de contrats précaires, ils sont plus susceptibles d'être licenciés. De plus, des restrictions plus strictes concernant les voyages pourraient prévaloir sur une période prolongée et la propension des travailleurs à se déplacer pourrait diminuer. Cependant, cela pourrait atténuer la réaction du NAIRU au choc dans les pays d'immigration nette. En raison de différences en termes d'immigration nette, l'impact peut varier considérablement selon les pays de la zone euro.

**D'autres composantes de la contribution tendancielle du facteur travail pourraient être également affectées.** Le maintien de la hausse récente du taux d'activité tendanciel pourrait être menacé, par exemple si les travailleurs plus âgés se retirent du marché du travail à la suite du choc<sup>61</sup>. La tendance du taux d'activité des femmes peut également être affectée car elles sont plus représentées dans les secteurs plus durement touchés par le choc (par exemple, les activités d'hébergement et la restauration ; les arts, les spectacles et les loisirs), par rapport à d'autres secteurs moins affectés<sup>62</sup>. Ces deux groupes ont apporté une contribution considérable à la tendance haussière du taux d'activité au cours des dernières décennies.

**L'impact du choc sur les composantes de la production potentielle peut dépendre des secteurs qui sont les plus touchés.** Le choc actuel peut avoir un impact plus durable sur certains secteurs des services, principalement ceux qui s'appuient sur les bénéfices de la mondialisation – à savoir l'hébergement, les voyages et les transports. Mais les secteurs des services domestiques peuvent également être négativement affectés à plus long terme. L'expansion des services observée au cours des dernières décennies a soutenu la croissance de l'emploi et a probablement contribué à la hausse de l'offre de main-d'œuvre. Un choc en forme de L dans ces secteurs peut accentuer la possibilité d'une baisse de la contribution tendancielle du facteur travail, via le NAIRU, mais aussi potentiellement via le taux d'activité tendanciel. De plus, comme décrit précédemment, le capital peut être affecté négativement. Dans le secteur manufacturier, les achats de biens peuvent être reportés (contrairement aux services) et la demande réprimée peut signifier une plus forte croissance à venir. Cependant, au moins certains sous-secteurs peuvent

<sup>61</sup> Cf. l'article intitulé « *Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

<sup>62</sup> Adams (A.) et al., « *Furloughing* », *CEPR Discussion Paper DP15194*, Centre for Economic Policy Research, août 2020.

être affectés de manière permanente car le choc actuel peut coïncider avec l'impact de défis structurels. En revanche, un choc permanent sur certains secteurs manufacturiers peut accroître la probabilité d'un choc plus important sur le capital et les composantes de la PGF.

## Encadré 2

### L'impact sur la production potentielle d'une forte hausse des sorties d'entreprises en raison de la COVID-19

Paloma Lopez-Garcia

La question de savoir si la crise actuelle laissera des séquelles à long terme dépendra notamment du nombre et de la nature des entreprises qui font défaut en raison des tensions sur la liquidité résultant des mesures de confinement et d'endiguement. Cet encadré utilise les comptes financiers, issus des données Orbis et iBACH, des entreprises opérant dans le secteur privé de quatre pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie) pour estimer le nombre d'entreprises présentant un risque de défaut en raison des confinements et de la faible croissance économique qui a suivi. L'objectif de l'analyse est de mesurer les impacts économiques d'une forte hausse des sorties d'entreprises sur les déterminants de la production potentielle, à savoir l'emploi, le capital et la croissance de la productivité.

Afin d'évaluer l'ampleur de ces impacts, l'analyse simule la dynamique de la liquidité des entreprises au fil du temps. L'effondrement soudain des recettes des entreprises à la suite des confinements et leur capacité limitée à ajuster les coûts ont exercé un choc sur les coussins de liquidité qu'elles avaient constitués au cours des dernières années. Afin d'identifier les entreprises confrontées à des pénuries de liquidité en raison du choc<sup>63</sup>, on suppose que les liquidités des entreprises sur un mois donné  $t$  sont égales aux liquidités restantes du mois précédent plus les ventes mensuelles nettes des coûts d'exploitation<sup>64</sup>. Les recettes varient en fonction de la valeur ajoutée spécifique aux différents secteurs en cohérence avec le PIB global attendu. Toutefois, la capacité des entreprises à ajuster les coûts dépend des élasticités estimées des dépenses intermédiaires et des dépenses de main-d'œuvre aux variations du chiffre d'affaires au niveau de l'entreprise<sup>65</sup>.

Notre analyse montre que l'Espagne est le pays le plus affecté, avec 25 % environ des entreprises comptant des salariés qui présentent un risque d'illiquidité au plus fort de la crise (28 % des salariés) dans l'hypothèse d'une absence de mesures de soutien (cf. graphique A, partie supérieure, barre bleue)<sup>66, 67</sup>. Les résultats sont conformes ou légèrement inférieurs à d'autres

<sup>63</sup> Par conséquent, l'analyse ne prend en compte que les entreprises qui avaient des liquidités avant la crise de la COVID-19.

<sup>64</sup> D'après Schivardi (Fabiano) et Romano (Guido), « *A simple method to estimate firms' liquidity needs during the Covid-19 crisis with an application to Italy* », *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n° 35, Centre for Economic Policy Research, 7 juillet 2020, p. 51-69.

<sup>65</sup> La liquidité initiale est évaluée approximativement par le niveau de liquidité des entreprises sur la dernière année disponible (2017 dans le cas de cet exercice) et les ventes et les coûts mensuels sont calculés simplement comme les ventes ou les coûts annuels divisés par 12. Enfin, les données au niveau des entreprises sont pondérées afin d'être représentatives de la population des entreprises dans chaque pays.

<sup>66</sup> Si l'analyse prenait également en compte les entreprises sans salariés et les entreprises individuelles, la part des entreprises encourant un risque d'illiquidité augmenterait de 5 points de pourcentage environ dans tous les pays. Si l'analyse originale incluait les entreprises qui étaient illiquides au début de la crise, la part des entreprises illiquides au moment du pic pourrait doubler dans tous les pays.

<sup>67</sup> L'impact sévère de la crise sur l'Espagne, et dans une moindre mesure sur l'Italie, est lié à sa composition sectorielle et à la prédominance des microentreprises dans la structure productive.

estimations (par exemple, celles de la Commission européenne ou de l'OCDE)<sup>68</sup>. Les entreprises dont les bilans sont solides pourraient cependant surmonter en partie les pertes encourues en utilisant les coussins constitués par leur fonds de roulement. Dans ces conditions, la part des entreprises se retrouvant avec un fonds de roulement négatif est également calculée (cf. graphique A, partie supérieure, barre orange). De plus, parmi toutes ces entreprises sous tension, c'est-à-dire risquant d'être confrontées à des pénuries de liquidité ou de fonds de roulement, celles qui sont très endettées pourraient rencontrer des difficultés pour obtenir des financements externes permettant de couvrir les pénuries temporaires et pourraient par conséquent faire faillite<sup>69</sup>. Selon ce critère, les trois quarts environ des entreprises identifiées comme connaissant des pénuries de liquidité ou de fonds de roulement encourrent un risque de sortie. Elles représentent de 10 % à 23 % de l'ensemble des entreprises comptant des salariés et entre 10 % et 17 % des salariés du secteur des entreprises non financières (cf. graphique A, partie supérieure, les points).

La mise en œuvre rapide de politiques destinées à soutenir la liquidité des entreprises a significativement réduit la part des entreprises en difficulté en raison des confinements. L'une des politiques les plus efficaces a été la mise en place de dispositifs de chômage partiel, qui permettent aux entreprises de réduire leur masse salariale en transférant temporairement à l'État une partie des coûts de main-d'œuvre. Ces dispositifs permettent également aux salariés de rester attachés à leur entreprise, préservant le lien précieux salarié-entreprise. Afin d'évaluer leur efficacité, on suppose que les coûts de main-d'œuvre des entreprises sont réduits proportionnellement à la part des travailleurs couverts par les dispositifs dans chaque pays, qui s'établit en moyenne à 40 % des salariés. Le graphique A (partie supérieure) montre que les dispositifs de chômage partiel divisent par deux la part des entreprises connaissant des tensions sur la liquidité dans la plupart des pays, et réduisent de près des deux tiers les emplois menacés, dans la mesure où les coûts de main-d'œuvre représentent une grande partie des coûts d'exploitation des entreprises. Toutefois, ces dispositifs ne se montrent pas aussi efficaces pour réduire le nombre d'entreprises menacées par des pénuries de fonds de roulement. Cela s'explique par le fait que la trésorerie représente 20 % environ des actifs courants des entreprises. Les dispositifs affectent par conséquent une part relativement faible du fonds de roulement des entreprises.

<sup>68</sup> L'étude la plus similaire, bien que réalisée avec de meilleures données italiennes, est celle de Schiavardi et Romano, *op. cit.*, qui estiment que 20 % environ des entreprises en Italie pourraient être menacées. La Commission européenne estime que 35 % des entreprises dans l'UE27 connaîtraient des tensions sur la liquidité dans le scénario intermédiaire, tandis que l'OCDE estime que 30 % environ des entreprises seraient confrontées à un risque d'illiquidité après deux mois de confinement.

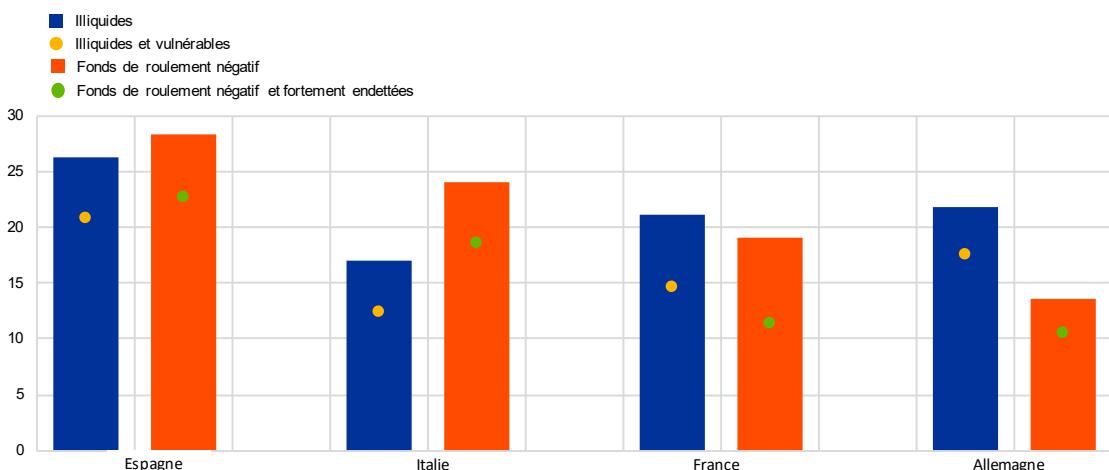
<sup>69</sup> Les entreprises se trouvant dans le quartile supérieur de la distribution de l'endettement par pays/secteur sont supposées être « fortement endettées ».

## Graphique A

### Part des entreprises en danger

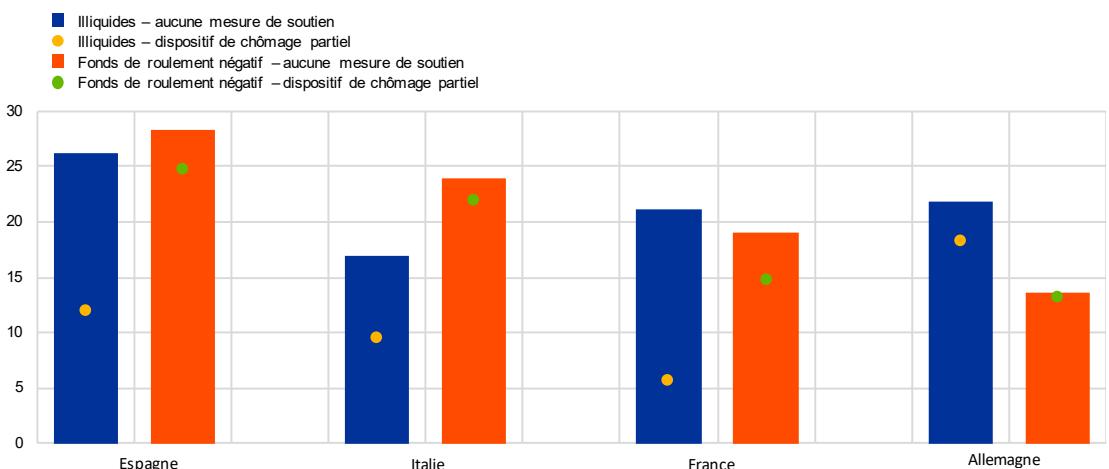
#### Part des entreprises en difficulté dans un scénario sans mesure de soutien

(en pourcentage de la population d'entreprises comptant des salariés)



#### Part des entreprises en difficulté après prise en compte de l'impact des dispositifs de chômage partiel

(en pourcentage de la population d'entreprises comptant des salariés)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données Orbis et iBach.

Le graphique B (partie supérieure) présente le nombre total de salariés travaillant dans des entreprises risquant la sortie (définies comme les entreprises ayant un fonds de roulement négatif et un endettement élevé) dans chaque pays en pourcentage de la main-d'œuvre du secteur des sociétés non financières (SNF). On constate que dans le scénario sans mesure de soutien, entre 10 % et 17 % des salariés du secteur des SNF pourraient perdre leur emploi. La part du stock de capital des SNF installé dans des entreprises menacées par une sortie est présentée dans la partie inférieure. Pour cet exercice, on suppose que 60 % du capital installé peut être réutilisé, ou en d'autres termes, que 40 % du capital est détruit après la sortie de l'entreprise. Dans cette hypothèse, jusqu'à 7 % du stock de capital pourrait être perdu en raison des sorties d'entreprises. Par conséquent, les coûts potentiels des sorties d'entreprises en termes de cessations d'emplois et de destruction de capital peuvent être importants. L'effet modérateur des dispositifs de chômage partiel est représenté par les points dans les deux parties du graphique B.

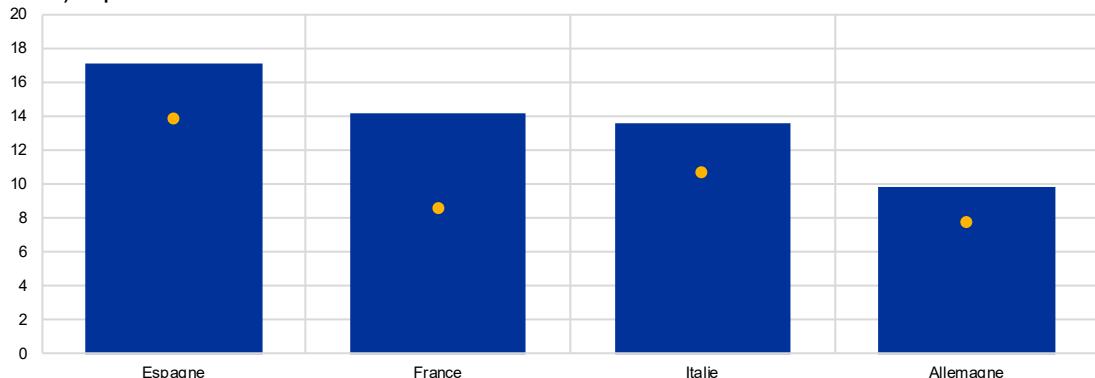
## Graphique B

### Emploi et capital menacés

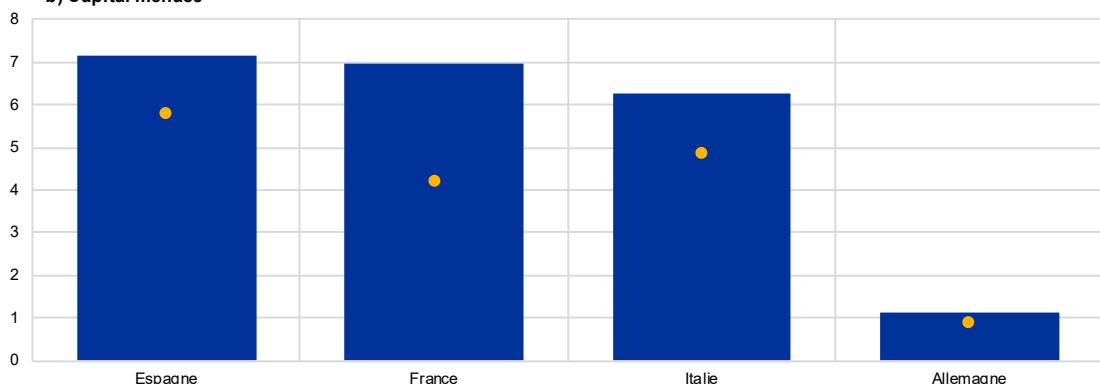
(en pourcentage de l'emploi dans le secteur des SNF)

- Fonds de roulement négatif et vulnérables – aucune mesure de soutien
- Fonds de roulement négatif et vulnérables – dispositif de chômage partiel

#### a) Emploi menacé



#### b) Capital menacé



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données Orbis et iBach.

L'impact des sorties d'entreprises sur la croissance de la productivité agrégée est ambigu. Outre les impacts négatifs attendus des sorties d'entreprises sur la croissance de la PGF qui sont énumérés dans le corps du texte, la crise actuelle pourrait avoir un aspect positif sur cette croissance. En effet, la réallocation entre secteurs déclenchée par la perte d'importance économique des secteurs faiblement productifs, tels que ceux liés au tourisme, et par le gain en importance des secteurs fortement productifs pourrait accroître la croissance agrégée de la PGF à moyen terme. De plus, si les entreprises faiblement productives sont relativement plus affectées par le choc, il pourrait y avoir un « effet d'assainissement ». Il est toutefois possible que cet effet contribue relativement moins à la croissance agrégée de la PGF que lors des crises précédentes. La raison tient au fait que le choc de la COVID-19 n'est pas de nature économique et pourrait par conséquent affecter à la fois les entreprises productives et improductives dans un secteur donné<sup>70</sup>.

<sup>70</sup> Les travaux internes menés par la BCE confirment qu'alors que la productivité moyenne des entreprises encourant un risque de sortie en Espagne et en Italie est nettement inférieure à celle des autres entreprises, cela n'est pas le cas en Allemagne et en France. Dans ces deux derniers pays, la productivité des entreprises menacées de sortie est comparable à celle des entreprises moins vulnérables, même après prise en compte du secteur d'activité. Cette situation est différente des autres crises, dans lesquelles les entreprises sortantes étaient significativement moins productives que celles en place.

Enfin, et surtout, l'accélération du passage au numérique du secteur des entreprises pourrait avoir des effets positifs sur la productivité à moyen terme.

En conclusion, les coûts économiques potentiels importants d'une forte hausse des sorties d'entreprises en raison du choc de la COVID-19 justifient les dispositifs de soutien de grande ampleur mis en place par tous les gouvernements européens. Toutefois, si ces dispositifs sont retirés avant le redressement des revenus des entreprises provenant de l'activité, nous pourrions observer des effets de seuil. Par conséquent, afin d'éviter les séquelles à long terme de la crise, la conception et le calendrier des stratégies de sortie des dispositifs seront aussi importants que ceux des programmes de soutien eux-mêmes.

---

## 5      Estimations quantitatives de l'impact de la COVID-19 sur la production potentielle

Cette section examine les estimations récentes de la production potentielle et plusieurs méthodes statistiques.

**Cette section présente un modèle à composantes non observées (UCM) qui est un outil essentiel pour l'évaluation de la croissance potentielle au sein de la zone euro<sup>71</sup>.** Le modèle UCM combine une approche reposant sur un filtre multivarié avec une fonction de production Cobb-Douglas dans laquelle la production potentielle dépend du travail, du capital et de la PGF. Le modèle sous-jacent est un modèle espace-état rétrospectif qui décompose quatre variables clés observables (le PIB en volume, le taux de chômage, une mesure de l'inflation sous-jacente et une mesure de la hausse des salaires) en une composante tendancielle et une composante cyclique. Il s'appuie sur plusieurs relations économiques, notamment une fonction de production Cobb-Douglas, une courbe de Phillips pour les salaires et les prix et une loi d'Okun<sup>72</sup>. Dans le modèle, un écart de production résorbé est cohérent avec l'absence de pressions excessives sur les prix ou les salaires<sup>73</sup>.

**À l'heure actuelle, la modélisation de la croissance potentielle et des décompositions tendance-cycle est un exercice difficile.** La nature et l'ampleur du choc (cf. section 2) et ses conséquences considérables, notamment pour le marché du travail, ainsi que les interventions importantes de l'État rendent nécessaire un ajustement de la configuration classique du modèle UCM. Quelques aspects qui ont dû être modifiés sont énumérés ci-après, de façon non exhaustive. Premièrement, compte tenu de la forte baisse de l'activité au premier semestre 2020, le modèle UCM appliqué à l'ensemble de la période 1995-2022

<sup>71</sup> Les estimations présentées dans cette section sont conditionnées aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE.

<sup>72</sup> La loi d'Okun établit un lien entre le chômage conjoncturel et l'écart de production.

<sup>73</sup> L'approche fondée sur le modèle UCM estime de manière conjointe les tendances des différents facteurs de la fonction de production dans un système d'équations dans lequel la décomposition tendance-cycle est liée à certaines relations économiques clés, bien que sous forme réduite. Pour une explication plus détaillée, cf. Tóth (M.), « *An Unobserved Components Model to Estimate Potential Output in the Euro Area – a Production Function Based Approach* », ECB Working Paper Series, BCE (à paraître).

entraînerait une révision à la baisse substantielle de la croissance potentielle sur la période qui a précédé la crise. Afin d'éviter cet artefact statistique, l'estimation de la production potentielle est gelée avant 2020 puis recouverte par l'estimation réalisée pour la période 2020-2022. De plus, certaines relations économiques, comme la loi d'Okun, sont affectées temporairement par le choc. Cette relation a dû être ajustée afin de permettre au PIB d'enregistrer une baisse plus forte que la hausse du chômage. Enfin, une part de jugement a dû être introduite pour certaines variables telles que le NAIRU ou le nombre moyen d'heures travaillées afin que leur tendance reflète mieux les variations prévisibles à moyen et long terme.

**On estime que la croissance potentielle dans la zone euro a été fortement affectée tout au long de la crise actuelle.** En se fondant sur les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, le modèle UCM aurait initialement suggéré que la croissance potentielle évoluerait probablement conformément aux observations des dernières années, soit entre 1 % et 2 % en rythme annuel entre 2020 et 2022. La crise de la COVID-19 a modifié le scénario, dans la mesure où les dernières estimations fondées sur les projections macroéconomiques de septembre 2020 indiquent que la croissance potentielle s'établirait en moyenne entre – 0,3 % et 1,1 % en rythme annuel entre 2020 et 2022 (cf. graphique 2, partie supérieure). Par rapport à la grande crise financière, l'impact est bien plus important. À la suite de la crise précédente, la baisse de la croissance potentielle s'était située seulement entre 0,0 % et 0,7 % par an. La production potentielle diminuerait cependant moins que le PIB en volume, entraînant une réduction sans précédent de l'écart de production (cf. graphique 2, partie inférieure).

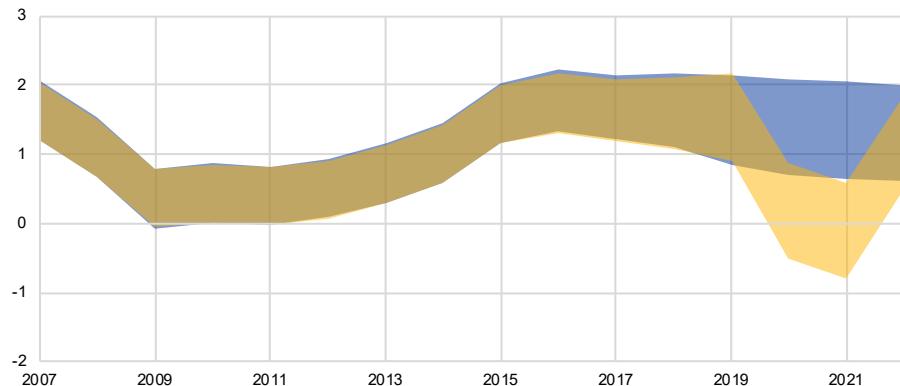
## Graphique 2

### Croissance potentielle et écart de production dans la zone euro

Croissance potentielle

(variation annuelle en pourcentage)

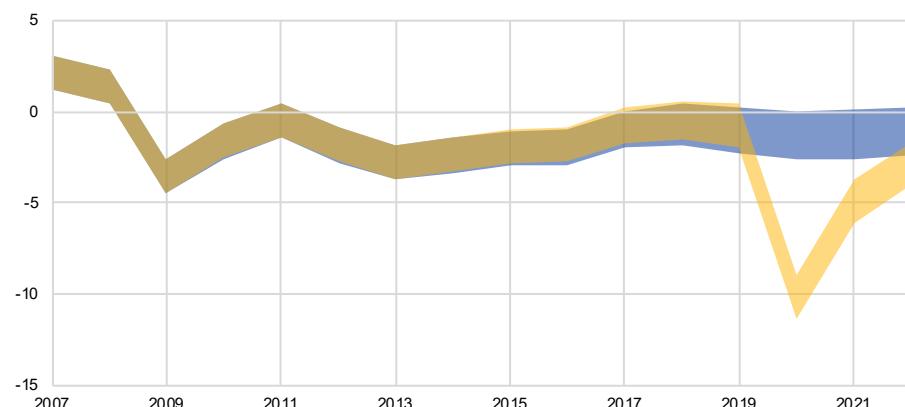
- Estimation avant la crise
- Estimation récente



Écart de production

(en pourcentage de la production potentielle)

- Estimation avant la crise
- Estimation récente



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones ombrées indiquent les estimations par intervalle fondées sur le modèle UCM (représentant une fourchette d'incertitude de plus ou moins deux écarts types autour de l'estimation ponctuelle). La zone bleue représente la projection du modèle UCM fondée sur les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, tandis que la zone jaune représente la projection du modèle UCM fondée sur les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE.

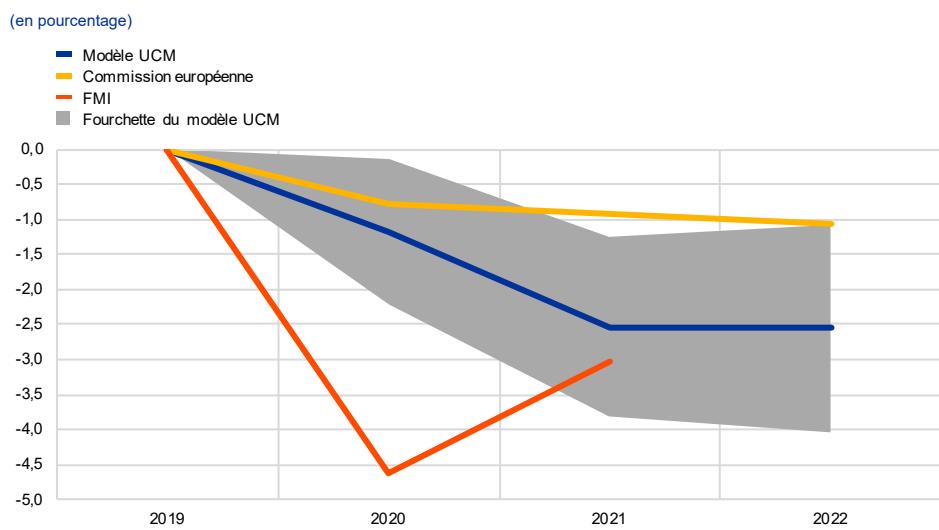
### Le niveau de la production potentielle dans la zone euro demeurerait très inférieur à la trajectoire qui ressortait des projections établies avant la crise.

Une illustration en est donnée par la perte de production potentielle cumulée estimée à l'aide du modèle UCM entre décembre 2019 et septembre 2020 (cf. graphique 3).

Globalement, la baisse du niveau de la production potentielle atteindrait près de 3 % fin 2022. Même si la croissance potentielle retrouvait relativement rapidement ses taux d'avant la crise, le niveau de la production potentielle serait affecté pendant une période plus longue. Le modèle UCM fournit une première ébauche pour évaluer le niveau futur de la production potentielle. La projection se situe entre celle du FMI et celle de la Commission européenne. Toutes ces estimations sont néanmoins soumises à une incertitude considérable, comme indiqué par les zones ombrées dans les graphiques ci-dessus, représentant une fourchette de 95 % entre les

estimations. De plus, la prudence s'impose lorsqu'on utilise ces écarts comme approximation de l'impact de la crise. Les estimations en temps réel de la production potentielle font souvent l'objet de révisions significatives, en particulier en période de crise, et les estimations de l'agrégat de la zone euro masquent une hétérogénéité importante entre les différents pays de la zone euro.

**Graphique 3**  
Perte de production potentielle dans la zone euro



Sources : Calculs des services de la BCE, Perspectives de l'économie mondiale du FMI, Commission européenne.

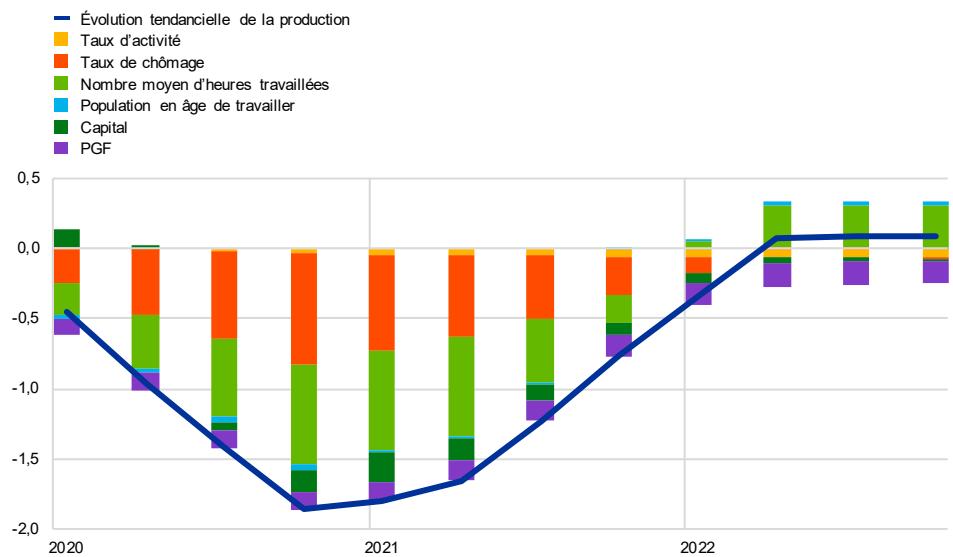
Note : Ce graphique présente la différence observée pour le niveau de la production potentielle avant la crise et en se fondant sur les estimations les plus récentes.

**Selon le modèle UCM, la contribution du facteur travail est primordiale pour les variations de la production potentielle.** La contribution du facteur travail à la croissance potentielle peut être reliée aux évolutions tendancielles de la population en âge de travailler, de la population active, du taux de chômage et du nombre d'heures travaillées par salarié. Les estimations du modèle UCM montrent que c'est la tendance des deux dernières composantes qui serait la plus affectée par la crise. Le NAIRU augmenterait significativement et resterait élevé même en 2022 en raison de phénomènes d'hystérèse. Toutefois, cet effet pourrait être atténué par les dispositifs de chômage partiel, ce qui n'est pas totalement pris en compte par le modèle UCM. L'évolution tendancielle du nombre moyen d'heures travaillées pèserait sur la croissance potentielle jusqu'à fin 2021, avant d'avoir un effet positif en 2022. Plus accessoirement, le stock de capital contribuerait également à la révision à la baisse de la croissance potentielle liée au recul de l'investissement (cf. l'encadré 2 pour une analyse des bilans des entreprises). À l'inverse, les révisions de la croissance de la PGF auraient un effet relativement faible sur la croissance potentielle. Cela peut s'expliquer par la difficulté rencontrée par le modèle pour prendre en compte les changements majeurs qui affecteraient la croissance potentielle : la réallocation des ressources, le développement accéléré du télétravail, la hausse des dépenses consacrées à la recherche et développement ou aux biotechnologies, etc. (cf. graphique 4).

#### Graphique 4

Révisions des composantes de la croissance de la production potentielle en raison de la crise de la COVID-19

(différence annuelle en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Note : Ce graphique présente la différence observée s'agissant de la ventilation des composantes de la croissance de la production potentielle avant la crise et en se fondant sur les estimations les plus récentes.

#### Encadré 3

Une série d'estimations quantitatives de l'impact sur la production potentielle

Bela Szörfi

Différentes méthodes statistiques peuvent être utilisées pour estimer la production potentielle.

Les méthodes présentées dans cet encadré recouvrent des filtres statistiques simples

(Hodrick-Prescott, Beveridge-Nelson), un petit filtre multivarié (une mesure de la sous-utilisation des capacités tirée d'enquêtes<sup>74</sup>), le modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) de Blanchard et Quah (utilisant un taux de chômage augmenté des personnes couvertes par les dispositifs de chômage partiel), le modèle à composantes non observées examiné en détail ci-dessus et le modèle Jarociński-Lenza<sup>75</sup>.

La moyenne des estimations obtenues par six méthodes différentes montre un tassement de la croissance potentielle et un écart de production fortement négatif (cf. graphique A). La plupart des estimations font apparaître une croissance potentielle plus faible, mais toujours positive, en 2020 et, en conséquence, un écart de production négatif important d'au moins – 3,5 % en 2020.

Le modèle Jarociński-Lenza, qui donne comme estimation une baisse significative de la production potentielle et un écart de production plus stable, bien que négatif, constitue une exception<sup>76</sup>.

<sup>74</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Une mesure de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro fondée sur des enquêtes](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

<sup>75</sup> Jarociński (Marek) et Lenza (Michele), « [An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area](#) », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, n° 6, 21 mai 2018, p. 1189-1224.

<sup>76</sup> Toutefois, dans ce modèle, l'estimation de l'écart de production est largement déterminée par le conditionnement à l'inflation que le modèle prescrit.

Globalement, les estimations quantitatives se situent entre les deux interprétations extrêmes présentées dans la section 1, confirmant que la production potentielle de la zone euro a été durement affectée par la COVID-19, mais dans une moindre mesure que le PIB en volume.

L'incertitude qui entoure actuellement les estimations relatives à la production potentielle et à l'écart de production se situe à un niveau élevé. La fourchette des estimations présentée ici devient extrêmement large au deuxième trimestre 2020 : la largeur moyenne de la fourchette pour la croissance potentielle est de 2 points de pourcentage environ, atteignant 5 à 7 points de pourcentage environ durant la grande crise financière, et 16 points de pourcentage au deuxième trimestre 2020. La fourchette se réduit au-delà du deuxième trimestre, principalement parce que deux des six mesures (le modèle Jarociński-Lenza et la mesure de la sous-utilisation des capacités tirée d'enquêtes) n'utilisent pas de données prévisionnelles et ne sont donc pas disponibles entre le troisième trimestre 2020 et le dernier trimestre 2022.

Toutefois, la forte baisse de l'écart de production peut refléter une surestimation des pressions à la baisse sur l'inflation. Cela reflète les importantes mesures de soutien mises en place par l'État en faveur des entreprises et des ménages. Le revenu disponible des ménages a moins diminué que le PIB au premier semestre 2020 et la composante conjoncturelle du revenu disponible pourrait ainsi être moins négative que l'écart de production. En conséquence, l'écart de production pourrait surestimer les pressions à la baisse sur l'inflation. De même, les mesures des capacités inutilisées sur le marché du travail, telles que l'écart de chômage, défini comme la différence entre le taux de chômage et le NAIRU, pourraient ne pas être non plus la mesure la plus adaptée des tensions inflationnistes sur les salaires. En raison des dispositifs de chômage partiel, le taux de chômage total a moins augmenté que ne l'aurait suggéré le cycle économique. En conséquence, l'écart de chômage peut sous-estimer les pressions à la baisse sur les salaires.

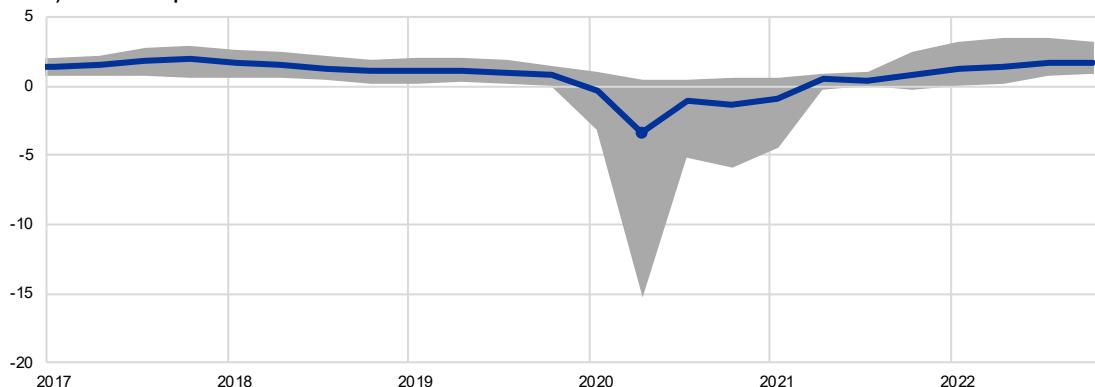
## Graphique A

### Croissance potentielle et écart de production dans la zone euro

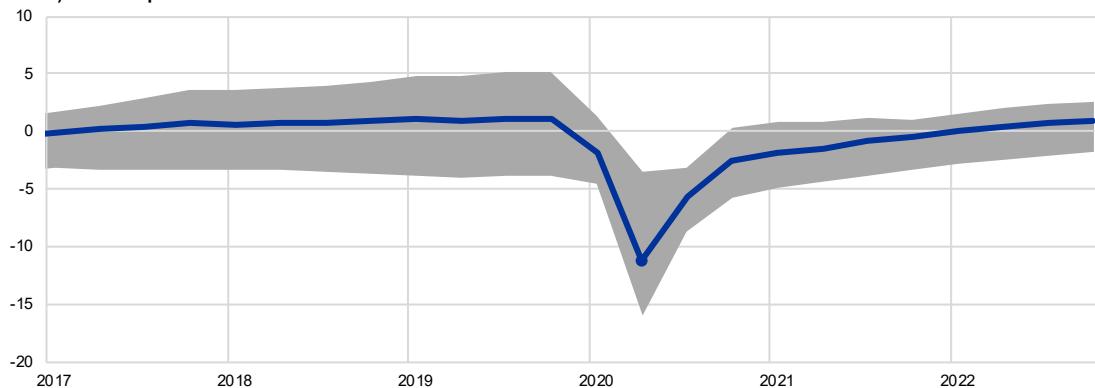
(partie supérieure : variation annuelle en pourcentage ; partie inférieure : en pourcentage de la production potentielle)

■ Fourchette des estimations  
— Moyenne

#### a) Croissance potentielle



#### b) Écart de production



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : La fourchette comporte six indicateurs allant jusqu'au deuxième trimestre 2020, à savoir les filtres Hodrick-Prescott et Beveridge-Nelson, le modèle SVAR de Blanchard et Quah, la mesure de la sous-utilisation des capacités productives tirée d'enquêtes, le modèle UCM et le modèle Jarociński-Lenza, et seulement quatre mesures après le deuxième trimestre (la mesure tirée d'enquêtes et le modèle Jarociński-Lenza étant indisponibles). Le deuxième trimestre 2020 est matérialisé par un rond bleu.

## 6 Conclusions

**La pandémie de COVID-19 et les mesures d'endiguement associées touchent les secteurs et les pays de la zone euro avec une ampleur qui devrait affecter la production potentielle.** Toutefois, l'ampleur de cet impact à court et moyen terme est très incertaine. À court terme, l'amplitude de la fluctuation dépend fortement de la manière dont les mesures d'endiguement sont supposées affecter la production potentielle. À long terme, elle dépend de la durée de la pandémie et de la capacité des mesures prises par les autorités à protéger l'économie de séquelles excessives, entre autres facteurs.

**La crise actuelle devrait entraîner des changements structurels dans l'économie de la zone euro et les politiques économiques joueront un rôle clé pour faciliter ce changement.** En particulier, elles auront un rôle important pour protéger de l'hystérèse les entreprises et les salariés des secteurs en déclin.

Jusqu'à présent, l'analyse de la BCE montre que la mise en œuvre rapide des dispositifs de chômage partiel dans les différents pays européens a atténué les pertes d'emploi permanentes potentielles résultant des confinements<sup>77</sup>. Les prêts garantis par l'État ont également été essentiels pour faciliter l'accès des entreprises à la liquidité afin de combler les déficits de fonds de roulement. Ces mesures sont essentielles pour protéger l'économie de la zone euro de séquelles à long terme.

---

<sup>77</sup> Cf. également l'encadré intitulé « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) » *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

## 2

# L'intégration financière européenne pendant la crise de la COVID-19

Stefano Borgioli, Carl-Wolfram Horn, Urszula Kochanska, Philippe Molitor et Francesco Paolo Mongelli

Cet article fournit une vue d'ensemble de la fragmentation financière durant la crise du coronavirus (COVID-19) et des politiques adoptées pour contrer ses effets, en utilisant un ensemble d'indicateurs à haute fréquence qui permettent de suivre les évolutions de l'intégration financière. Les résultats de ces indicateurs sont ensuite reliés aux événements économiques et politiques en cours et aux principales réponses des politiques monétaire, budgétaire et de stabilité financière, tant au niveau national qu'au niveau européen. Mi-septembre, après une forte fragmentation initiale, l'intégration financière de la zone euro a globalement renoué avec ses niveaux d'avant la crise, mais pas pour tous les indicateurs. Cependant, cette reprise reste fragile et repose sur un soutien budgétaire, monétaire et prudentiel d'une ampleur sans précédent.

## 1 Introduction

**Le coronavirus (COVID-19) a créé un choc d'une nature inédite et a provoqué un ralentissement prononcé de l'économie.** En janvier 2020, le coronavirus a commencé à se propager à travers le monde, y compris dans une grande partie de l'Europe. Le 30 janvier, l'Organisation mondiale de la santé a déclaré la COVID-19 urgence de santé publique de portée internationale et, le 11 mars, a réévalué le statut de la menace au niveau d'une pandémie. Lorsqu'il est apparu clairement que des mesures d'endiguement importantes seraient nécessaires pour maîtriser la propagation du virus, y compris des confinements, l'activité économique dans la zone euro a amorcé un ralentissement sans précédent quant à son échelle et à sa vitesse.

**Le coronavirus est une situation d'urgence sanitaire commune, mais dont les effets ont été variables dans les différentes économies de la zone euro.**

La pandémie a provoqué des chocs à la fois sur l'offre et sur la demande. L'offre a été limitée par les fermetures d'entreprises et par le fait que des travailleurs sont restés chez eux. L'interruption des activités de détail et les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont accompagnées d'une chute de la demande de biens intermédiaires et finaux<sup>78</sup>. Bien que la cause de ces chocs ait été commune à l'ensemble des pays, l'ampleur des retombées économiques a sensiblement varié selon les pays en raison, notamment, des différences entre les conditions macroéconomiques et financières initiales, de la rigueur des mesures de santé

<sup>78</sup> Il a été démontré qu'un choc d'offre affectant les secteurs de façon asymétrique peut entraîner une contraction de la demande plus importante que le choc initial si l'interdépendance entre les secteurs est suffisamment forte. Cf. Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.), Straub (L.) et Werning (I.), « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », document de travail du NBER, avril 2020. Pour les États-Unis, les chocs de demande et d'offre ont été un facteur de la crise de la COVID-19. Cf. Brinca (P.), Duarte (J.B.) et Faria-e-Castro (M.), « *Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19* », document de travail, n° 2020-011D, Banque fédérale de réserve de Saint Louis, mai 2020.

publique et de la vigueur des mesures budgétaires nationales de soutien à l'économie, par exemple les reports d'impôts, les garanties sur les crédits, la suspension du paiement des cotisations de sécurité sociale, les garanties à l'exportation, le soutien à la liquidité et les dispositifs de chômage partiel.

**La crise du coronavirus a exercé des tensions exceptionnelles sur l'économie réelle et les marchés financiers, ce qui a entraîné une forte fragmentation initiale des marchés financiers de la zone euro.** Dans les jours qui ont suivi le premier cas déclaré de coronavirus en Europe le 24 janvier 2020<sup>79</sup>, l'indicateur composite de tensions systémiques a commencé à se rapprocher de niveaux proches de ceux observés pour la dernière fois durant la crise financière mondiale de 2008 et la crise de la dette souveraine dans la zone euro de 2011-2012 (cf. la ligne jaune du graphique 1). Dans les semaines qui ont suivi la déclaration des premiers cas, l'indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix<sup>80</sup> a diminué pour revenir à des niveaux similaires à ceux observés dans les mois qui ont suivi l'introduction de l'euro (cf. la ligne bleue du graphique 1). La baisse observée entre février et avril 2020 est comparable à celles du début de la crise financière mondiale de 2008 et de la crise de la dette souveraine, et la baisse de mars 2020 a été la quatrième plus forte baisse mensuelle du niveau de cet indicateur depuis le lancement de l'euro. La fragmentation dans les différents pays de la zone euro a suscité des inquiétudes<sup>81</sup>. Une corrélation positive entre les tensions systémiques et la fragmentation sur les marchés financiers de la zone euro – caractéristique des crises précédentes – est réapparue. Toutefois, une caractéristique remarquable de la crise de la COVID-19, qui est documentée dans la section 2, a été le rebond rapide de l'intégration financière grâce à des réponses rapides des autorités et à la résilience créée par les mesures de soutien financier et les réformes mises en œuvre au cours des dix dernières années.

<sup>79</sup> Voir le [calendrier COVID-19](#) du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies.

<sup>80</sup> Cf. Hoffmann (P.), Kremer (M.) et Zaharia (S.), « *Financial integration in Europe through the lens of composite indicators* », *Working Paper Series*, n° 2319, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2019.

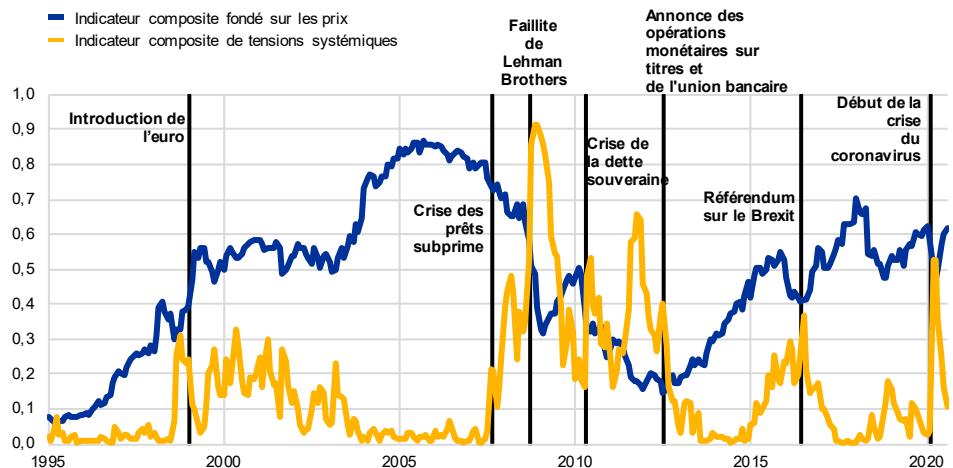
<sup>81</sup> Cf., par exemple, Buti (M.), « *A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation* », *VoxEU*, juillet 2020 ; et aussi de Guindos (L.), « *Financial Stability and the pandemic crisis* », discours lors du *Frankfurt Finance Summit*, juin 2020.

## Graphique 1

### Intégration financière et risque systémique dans la zone euro

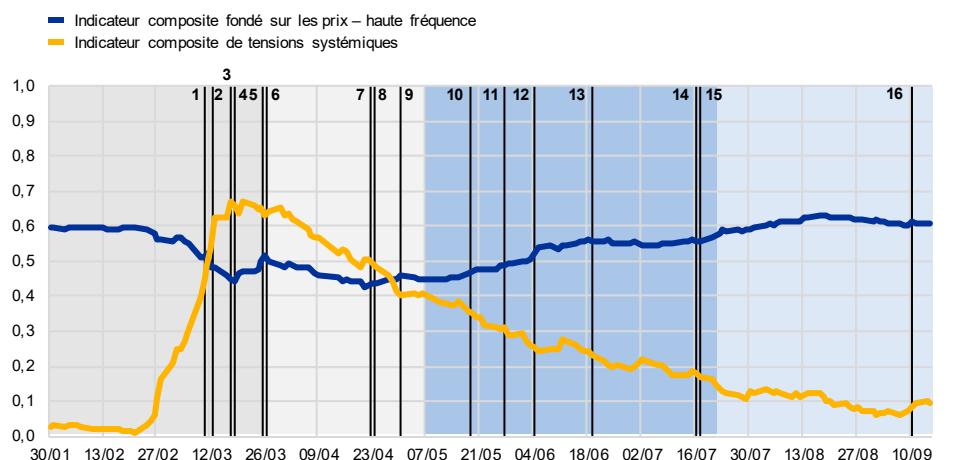
#### a) Chronologie de l'intégration financière fondée sur les prix et du risque systémique de janvier 1995 à août 2020

(données mensuelles)



#### b) Intégration financière fondée sur les prix et risque systémique pendant la crise de la COVID-19 du 30 janvier au 15 septembre 2020

(données quotidiennes)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix de la partie (a) a été développé par Hoffmann (P.) et al., op. cit. et adapté pour obtenir les valeurs quotidiennes présentées dans la partie (b) (cf. encadré 1). Pour plus de détails sur la méthodologie générale relative à cet indicateur composite, cf. Holló (D.), Kremer (M.) et Lo Duca (M.), « *CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system* », Working Paper Series, n° 1426, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2012. Les deux indicateurs sont calibrés pour varier entre 0 et 1. Les zones ombrées de la partie (b) indiquent les quatre phases de la crise définies dans le tableau 1.

Les événements indiqués sous la forme de lignes numérotées dans la partie (b) du graphique sont les suivants :

1. Première réunion du Conseil européen sur la réponse européenne (10 mars)
2. Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE (12 mars)
3. Deuxième réunion du Conseil européen sur la réponse européenne (17 mars)
4. Annonce du PEPP par la BCE (18 mars)
5. Publication de la documentation juridique relative au PEPP (25 mars)
6. Troisième réunion du Conseil européen sur la réponse européenne (26 mars)
7. Gel des notations des garanties de la BCE (22 avril)
8. Quatrième réunion du Conseil européen sur la réponse européenne, avec approbation de la réponse globale de l'Eurogroupe et des propositions d'un fonds de relance (23 avril)
9. Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE (30 avril)
10. Proposition franco-allemande pour un fonds européen de relance de 500 milliards d'euros (18 mai)
11. Proposition de la Commission européenne d'un instrument de relance « *Next Generation EU* » de 750 milliards d'euros (27 mai)
12. Annonce de l'accroissement du PEPP par la BCE (4 juin)
13. Cinquième réunion du Conseil européen sur la réponse européenne (19 juin)
14. Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE (16 juillet)
15. Début de la réunion extraordinaire du Conseil européen (17-21 juillet)
16. Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE (10 septembre).

**Compte tenu de l'évolution rapide de la crise de la COVID-19, la nécessité est apparue d'un suivi à haute fréquence des évolutions de la fragmentation financière sur les différents compartiments du marché.** La BCE suit l'état de l'intégration financière dans la zone euro depuis le lancement de l'euro<sup>82</sup>, car la fragmentation des marchés financiers entrave la transmission harmonieuse et uniforme de sa politique monétaire dans les différents pays membres. Afin de suivre l'intégration financière de la zone euro à une fréquence plus élevée durant la crise de la COVID-19, une panoplie d'indicateurs à haute fréquence a été élaborée à partir de l'ensemble des indicateurs présentés dans un rapport de la BCE sur l'intégration et les structures financières dans la zone euro et dans son annexe statistique<sup>83</sup>. Les aspects techniques de ce processus sont présentés dans l'encadré 1. Ces indicateurs d'intégration financière à haute fréquence sont un outil utile pour suivre la fragmentation financière et peuvent également servir à illustrer les effets des mesures prises en réponse au ralentissement économique.

**Les réponses des autorités de la zone euro à la crise ont été décisives tant au niveau national qu'au niveau supranational.** Elles ont contribué à une rapide inversion de la fragmentation financière, qui a renoué avec les niveaux antérieurs à la crise dès la mi-septembre 2020. Les mesures rapides prises par la BCE en matière de politique monétaire et de surveillance prudentielle ont constitué une première ligne de défense pour atténuer le choc désinflationniste et contrer les effets négatifs de la fragmentation financière sur l'efficacité de sa politique monétaire (cf. la partie supérieure du graphique 2 pour une vue d'ensemble). Ces réponses ont pris la forme d'achats d'actifs supplémentaires dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), de programmes de prêts bancaires à des conditions très favorables (opérations de refinancement à plus long terme ciblées), de mesures prudentielles et de programmes coordonnés de fourniture de liquidité. Les autorités budgétaires nationales ont également réagi immédiatement dans l'ensemble de la zone euro, y compris dans les pays subissant des contraintes budgétaires, même si l'ampleur des mesures budgétaires varie d'un pays à l'autre. En outre, reconnaissant l'importance d'une réponse centralisée à la crise, les autorités européennes ont mis en place, au cours de la crise, diverses mesures paneuropéennes de soutien, telles que les trois filets de sécurité – l'instrument SURE de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), un système de garantie des prêts de la Banque européenne d'investissement (BEI), une nouvelle ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) –, le fonds *Next Generation EU* et le renforcement du cadre financier pluriannuel (CFP) (cf. le graphique 2 pour une vue d'ensemble des mesures européennes monétaires, prudentielles et budgétaires adoptées). Les mesures budgétaires nationales, qui ont été déployées très

<sup>82</sup> Pour la BCE, le marché d'un ensemble donné d'instruments et/ou de services financiers est pleinement intégré si tous les participants potentiels du marché partagent les caractéristiques suivantes : (1) ils sont confrontés à un ensemble de règles unique lorsqu'ils décident d'effectuer des transactions sur ces instruments et/ou ces services financiers ; (2) ils disposent d'une égalité d'accès à l'ensemble des instruments et/ou des services financiers précités ; et (3) ils sont traités sur un pied d'égalité lorsqu'ils sont actifs sur le marché. Pour plus de détails, cf. Baele (L.) et al., « *Measuring financial integration in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 14, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2004.

<sup>83</sup> Cf. « *Financial integration and structure in the euro area* », BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2020, ainsi que son *annexe statistique*.

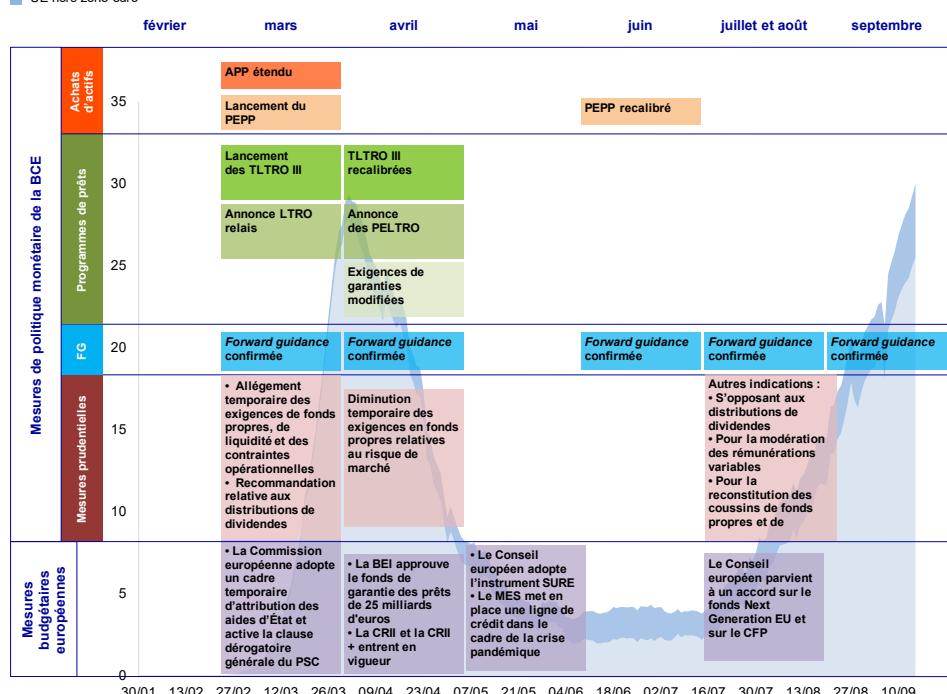
rapidement, ne sont pas reprises dans ce graphique. Ces mesures, conjuguées au degré plus élevé de résilience de l'intégration financière atteint grâce aux réformes institutionnelles de ces dix dernières années, ont contribué à inverser en grande partie la forte fragmentation initiale des marchés financiers. L'intégration financière est globalement revenue à ses niveaux d'avant la crise à partir de mi-septembre. Ce retour apparent à la situation qui a précédé l'épidémie de COVID-19 est toutefois fragile et repose largement sur la poursuite des mesures de soutien.

## Graphique 2

### Vue d'ensemble des mesures de politique monétaire et budgétaire européennes

(nouveaux cas (moyenne mobile sur sept jours, en milliers))

Zone euro  
UE hors zone euro



Sources : BCE, Johns Hopkins via Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Les différentes lignes de *swaps* et de pensions introduites par la BCE en coopération avec d'autres banques centrales de la zone euro et hors zone euro ne sont pas mentionnées ici. Des informations sur les lignes de *swaps* et de *pensions* des banques centrales sont disponibles sur le site Internet de la BCE.

**L'indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix et ses sous-composantes indiquent que la crise du coronavirus s'est propagée, globalement, en quatre phases.** La section 2 décrit les évolutions de l'intégration financière au cours de chacune de ces quatre phases (cf. graphique 1 ci-dessus et encadré 1). La phase 1, du 30 janvier au 25 mars 2020, s'est déroulée entre le début de la crise et l'annonce du PEPP. La phase 2, du 26 mars au 7 mai, a donné lieu à des dommages économiques croissants et à une première période d'incertitude quant à une réponse budgétaire paneuropéenne. La phase 3, du 8 mai au 21 juillet, couvre l'assouplissement progressif des confinements et les progrès réalisés vers une réponse budgétaire européenne commune et la décision sur le fonds *Next Generation EU*. La phase 4, du 22 juillet au 15 septembre (date limite de cette analyse), a été principalement une période de consolidation du regain d'intégration

réalisé grâce aux réponses politiques et budgétaires européennes lors des phases précédentes. La section 3 conclut l'article et fournit une perspective prudente.

Faute de place, l'environnement international et la normalisation de la volatilité des marchés à la suite des décisions de politique monétaire d'autres banques centrales ne sont pas abordés ici.

**Il est prudent de mentionner que les analyses réalisées dans cet article présentent plusieurs limites.** Premièrement, en raison de la nécessité de disposer de données à haute fréquence, cet article se concentre uniquement sur les mesures de l'intégration financière fondées sur les prix. Ces mesures prennent en compte les écarts de prix des actifs entre les pays et les secteurs, par opposition avec les mesures fondées sur les quantités, qui reposent sur des portefeuilles transfrontières de différentes catégories d'actifs et ont généralement une fréquence d'observation moins élevée. Deuxièmement, nombre de nos indicateurs ne prennent pas en compte les fondamentaux, y compris les risques associés aux entreprises ou aux pays. De même, en particulier dans les situations de crise, les marchés financiers peuvent agir en fonction d'anticipations prospectives et réagir excessivement aux nouvelles indiquant des évolutions des fondamentaux : de tels changements de comportement général en matière de risque sur les marchés ne sont pas non plus pris en compte dans le présent article. Troisièmement, l'analyse des relations de causalité, ou contrefactuelles dépasse le cadre du présent article. L'article n'offre donc qu'une perspective partielle des événements qui se sont déroulés durant la crise du coronavirus ; une évaluation plus complète de l'état de l'intégration financière et des évolutions structurelles dans le système financier de la zone euro nécessiterait une analyse supplémentaire. En dépit de ces limites, l'analyse des indicateurs à haute fréquence effectuée dans cet article fournit des indications utiles sur les évolutions de l'intégration financière dans la zone euro au cours de cette période.

## Encadré 1

### Indicateurs de l'intégration financière à haute fréquence dans le cadre d'une panoplie d'outils de suivi en temps réel

Urszula Kochanska, Eva Mulder et Alessandro Zito

L'analyse d'impact de la crise du coronavirus (COVID-19) sur l'intégration financière nécessite une panoplie d'outils de suivi en temps réel agile et complète. L'objectif du présent encadré est donc de décrire l'évolution de l'indicateur de l'intégration financière à haute fréquence fondé sur les prix et de présenter la panoplie d'outils de suivi à haute fréquence.

**Afin d'élaborer cette panoplie, les indicateurs d'intégration financière disponibles ont été passés en revue pour identifier ceux qui pouvaient être actualisés à une fréquence suffisamment haute.** En partant d'un vaste ensemble d'indicateurs tirés du rapport de la BCE sur l'intégration et la structure financières de la zone euro<sup>84</sup> et de son annexe statistique<sup>85</sup> un sous-ensemble a été sélectionné en privilégiant la couverture des segments les plus importants des marchés financiers. La plupart des indicateurs de cette sélection ont trait à la dimension prix de

<sup>84</sup> Cf. « *Financial integration and structure in the euro area* », BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2020.

<sup>85</sup> Cf. l'annexe statistique de « *Financial integration and structure in the euro area* », BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2020.

l'intégration financière, étant donné leur réaction instantanée aux nouvelles informations disponibles. Toutefois, quelques indicateurs fondés sur les quantités ont également été retenus.

La loi du prix unique, selon laquelle les actifs comparables en termes de risque et de rendement devraient avoir un prix identique, est une pierre angulaire de l'intégration financière fondée sur les prix. Dans ce contexte, l'indicateur composite de l'intégration financière mensuel fondé sur les prix mis au point par Hoffmann *et al.*<sup>86</sup> mesure cette intégration en examinant la dispersion entre pays des rendements sur quatre segments de marché, le marché monétaire (MM), le marché obligataire (MO), le marché actions (MA) et le marché bancaire. De nombreux autres indicateurs de l'intégration financière privilégient un segment spécifique du marché, mais cet indicateur propose une mesure synthétique et unique en fusionnant les données de différents segments des marchés financiers. Toutefois, il ne tient pas compte des différents risques selon les pays. En outre, la fréquence d'observation mensuelle de l'indicateur composite fondé sur les prix représente un défi en termes d'analyse rapide de l'intégration financière. En raison du décalage dans la disponibilité des données et du faible nombre d'observations chaque année, cet indicateur relie difficilement les tendances de l'intégration financière à certains événements. Pour cette raison, il paraît utile d'élaborer une version à plus haute fréquence de l'indicateur composite fondé sur les prix.

Pour les marchés monétaire, obligataire et bancaire, la dispersion est calculée en prenant l'écart type des taux d'intérêt entre les pays, tandis que pour le marché actions deux autres indicateurs sont calculés, dénommés MA1 et MA2. L'indicateur MA1, mis au point par Bekaert *et al.*<sup>87</sup> s'appuie sur l'idée que les rendements des bénéfices de secteurs identiques devraient être comparables dans les différents pays pour un marché présentant une bonne intégration. L'indicateur MA2, fondé sur les travaux d'Adjaouté et Danthine<sup>88</sup>, suggère la convergence des effets par pays et par secteur dans les portefeuilles d'actions des marchés intégrés financièrement, où les investisseurs sont à même de diversifier leurs portefeuilles d'actions de façon optimale. Les données à haute fréquence retenues sont disponibles pour l'ensemble des segments de marché, à l'exception du marché bancaire. Les données quotidiennes peuvent être utilisées pour les marchés monétaire et obligataire et pour un sous-indice (MA2) de la composante marché actions. Les données concernant l'autre sous-indice du marché actions (MA1) sont disponibles de manière hebdomadaire, tandis que les données relatives aux marchés bancaires devront être calculées sur une base mensuelle.

L'indicateur composite à haute fréquence fondé sur les prix est construit en vue d'atteindre la plus grande cohérence possible entre les données à haute fréquence et celles à basse fréquence. Les mesures qui entrent dans le calcul de l'indice synthétique ont été traitées conformément aux transformations méthodologiques mensuelles utilisées par Hoffmann *et al.*<sup>89</sup>. Plutôt que des données mensuelles, des données quotidiennes sont utilisées pour MB et MA2 et des données hebdomadaires pour MA1, tandis que pour MM, c'est une moyenne mobile de données quotidiennes calculée sur le mois passé qui est utilisée. L'étape suivante pour MA2 recouvre l'application récursive du filtre de Hodrick-Prescott sur une série constituée d'observations

<sup>86</sup> Hoffmann (P.), Kremer (M.) et Zaharia (S.), « *Financial integration in Europe through the lens of composite indicators* », *Working Paper Series*, n° 2319, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2019.

<sup>87</sup> Bekaert (G.), Harvey (C.R.), Lundblad (C.T.) et Siegel (S.), « *What Segments Equity Markets?* », *Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 12, 2011, p. 3841-3890.

<sup>88</sup> Adjaouté (K.) et Danthine (J.P.), « *European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment* », dans Gaspar (V.) *et al.* (eds.), *Second ECB Central Banking Conference: The transformation of the European financial system*, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2003.

<sup>89</sup> Hoffmann (P.) *et al.*, *op.cit.*

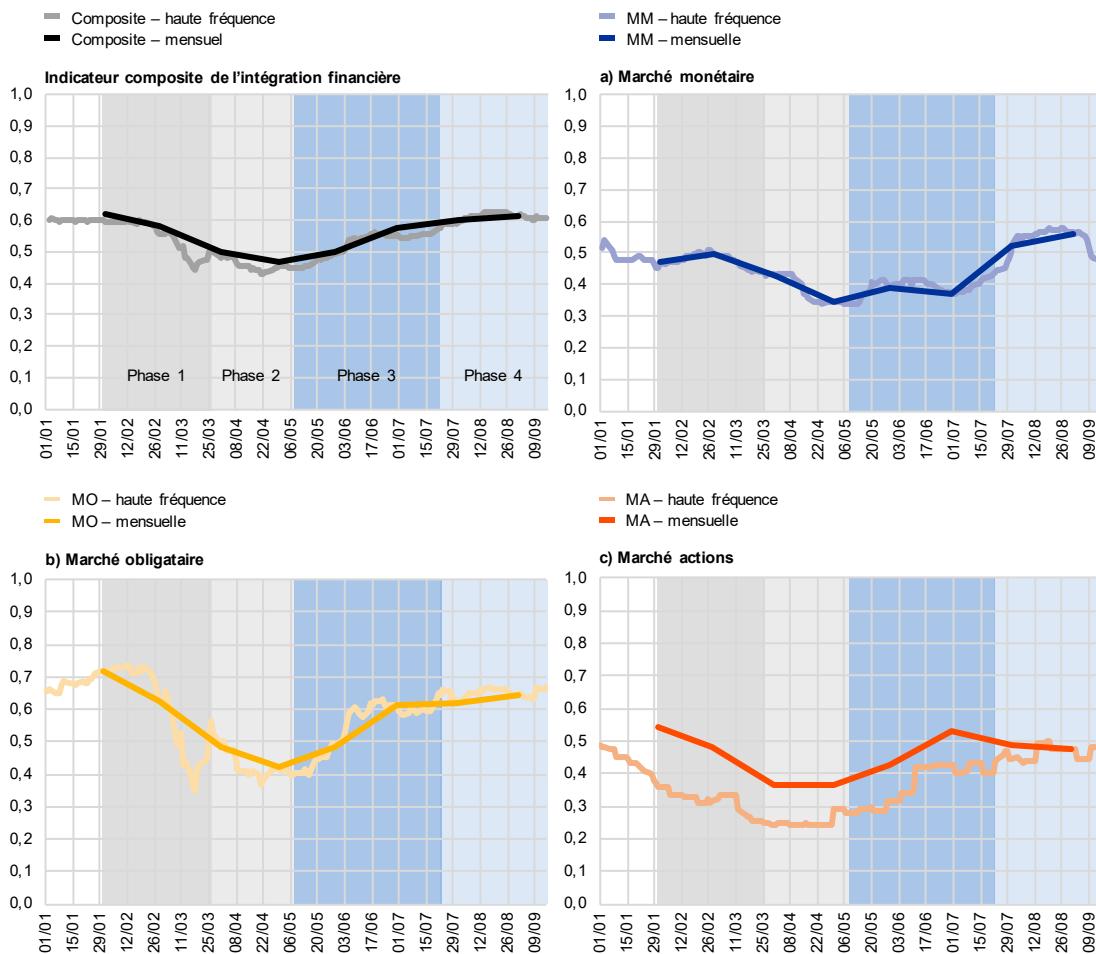
mensuelles passées complétées par les observations quotidiennes les plus récentes. Cela permet d'obtenir une valeur quotidienne pour MA2 qui soit lissée.

Ces mesures à haute fréquence sont ensuite combinées pour former un indicateur composite, là encore en suivant les procédures utilisées pour l'indicateur composite mensuel. Toutefois, cela signifie que des fonctions de distribution cumulatives mensuelles historiques sont utilisées afin d'évaluer les mesures quotidiennes initiales. La procédure de calcul de l'indicateur composite mensuel implique une normalisation fondée sur la fonction de distribution cumulative empirique des mesures d'entrée, en inversant le cas échéant le sens des séries de telle sorte qu'une valeur plus élevée indique un niveau plus élevé d'intégration financière, et enfin en étalonnant les mesures en prenant comme référence un état non observé d'intégration parfaite. À l'aide de la fonction de distribution cumulative mensuelle d'un historique complet, les indicateurs à haute fréquence sont calculés pour la période commençant début 2020 en les transposant sur les distributions correspondantes des indicateurs à fréquence plus basse. Avec l'indicateur relatif au marché bancaire, les mesures d'entrée modifiées représentent les sous-composantes de l'indicateur composite à haute fréquence relatif aux segments des marchés financiers retenus (cf. graphique A).

## Graphique A

L'indicateur composite et ses sous-composantes à fréquence mensuelle et à haute fréquence au cours des différentes phases de la crise de la COVID-19

(données quotidiennes ; du 1er janvier 2020 au 15 septembre 2020)



Sources : BCE, Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'observation relative au marché bancaire du mois précédent est reprise lors de l'agrégation de l'indicateur composite. Les quatre phases correspondent à celles décrites dans le tableau 1.

Les sous-composantes à haute fréquence et l'indicateur mensuel relatif au marché bancaire sont combinés pour former un indicateur composite à haute fréquence. L'indicateur composite est calculé comme une moyenne pondérée par la taille du marché des quatre sous-composantes<sup>90</sup>. Il constitue ainsi un indicateur agrégé quotidien relatif à l'intégration financière dans la zone euro. Le nouvel indicateur permet de suivre l'intégration financière sur une base quotidienne sur toute la durée de la crise (cf. graphique B).

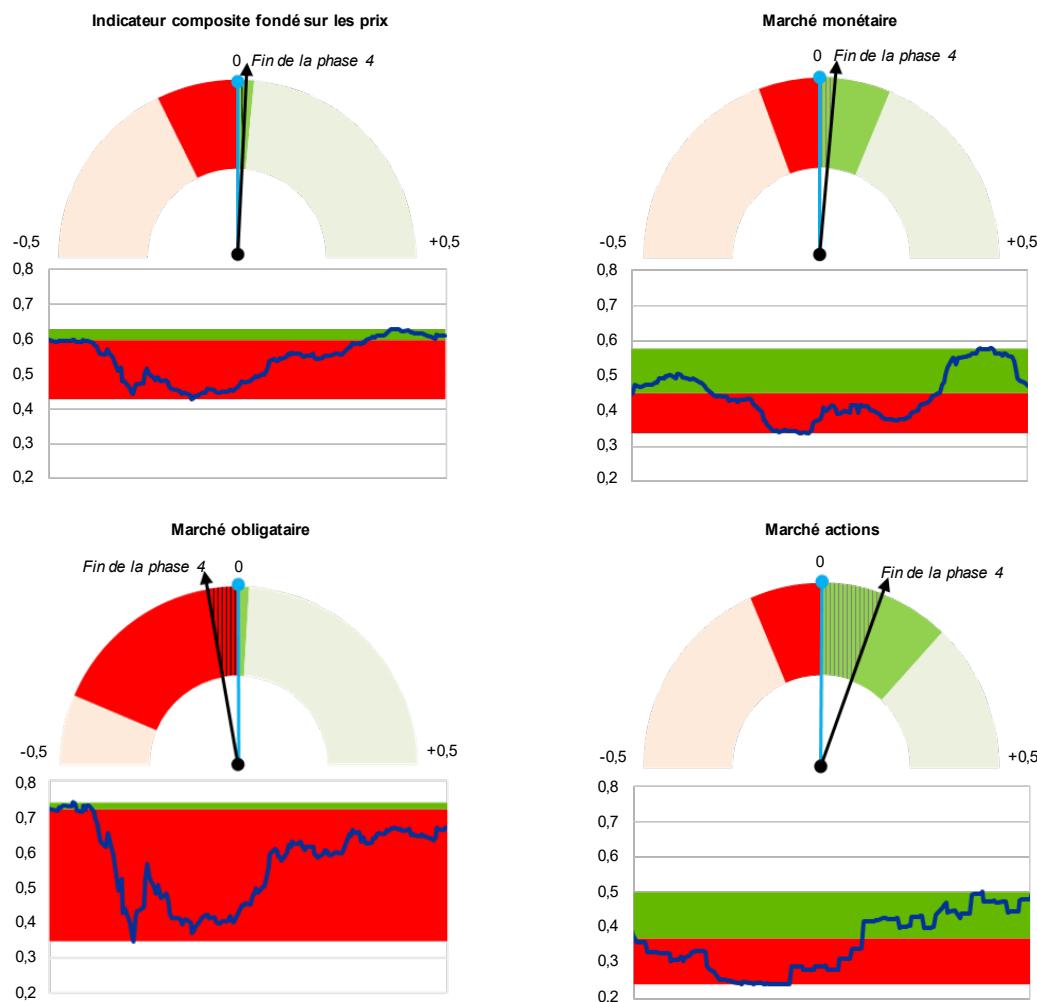
<sup>90</sup> Hoffmann (P.) et al., *op. cit.*, calculent les pondérations en utilisant des encours moyens respectifs tirés des comptes financiers agrégés pour la zone euro sur la période de base 1997-2013, avec les résultats suivants : marchés monétaires 17 %, marchés obligataires 36 %, marchés actions 15 % et marchés bancaires 32 %.

## Graphique B

Indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix et ses sous-composantes depuis le début de la crise liée à la COVID-19 – visualisation sous forme de tableau de bord

(évolutions du niveau des indicateurs, les niveaux des indicateurs sont compris entre zéro (fragmentation totale) et un (intégration totale))  
 Ces graphiques de type tableau de bord illustrent deux fluctuations extrêmes des niveaux des indicateurs (de la date de début au pic et de la date de début au creux) et l'évolution de la date de début à la dernière observation dans la période de crise analysée. La date de début est indiquée en bleu, la fluctuation positive jusqu'au pic est indiquée en vert et la fluctuation négative jusqu'au creux est indiquée en rouge. L'évolution du niveau des indicateurs à la fin de la phase par rapport à la date de début est indiquée à l'aide d'une ligne noire, la zone hachurée entre l'origine et le point final est de couleur rouge ou verte selon que le niveau a diminué ou augmenté, respectivement.

- Début de la phase
- Creux
- Pic
- Fin de la phase



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les données couvrent la période du 30 janvier au 15 septembre 2020. Pour plus d'informations relatives aux indicateurs composites fondés sur les prix, cf. Hoffmann (P.) *et al.*, *op. cit.*

Au-delà de l'indicateur composite fondé sur les prix présenté précédemment, la panoplie d'outils comprend plusieurs autres indicateurs statistiques à haute fréquence. Par exemple, afin de mieux appréhender les évolutions du marché monétaire, la panoplie d'outils inclut un nouvel indicateur de dispersion relatif aux marchés monétaires. L'indicateur est fondé sur les travaux de Duffie et

Krishnamurthy<sup>91</sup> et privilégie les marchés monétaires à très court terme non garantis (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro, Eonia, et taux à court terme de l'euro, €STR<sup>92</sup>) et garantis (repo au niveau des pays)<sup>93</sup>. Dans un marché sans frictions, la dispersion devrait être faible et stable, tandis que des niveaux de dispersion accrus pourraient signaler une efficacité limitée de la transmission de la politique monétaire. S'agissant des segments souverain et entreprises privées du marché obligataire, la panoplie d'outils inclut tant le niveau que la dispersion des écarts de rendement ou des rendements à des maturités différentes. Les indices relatifs aux obligations d'entreprises sont suivis pour les secteurs financiers et non financiers des différents pays.

Les obligations d'entreprises de bonne qualité (*investment-grade*) sont majoritairement suivies pour appréhender les tendances de l'intégration financière sur ce segment du marché particulièrement liquide et qui se prête aux investissements, de même que pour montrer l'importance de la liquidité et de la solvabilité des entreprises dans un environnement de confinements généralisés, ainsi que la possible réapparition du lien États-banques. Pour approfondir l'analyse transnationale du secteur public, la panoplie d'outils inclut en outre les primes quotidiennes des *swaps* de défaut de crédit (CDS) et la prime de risque de redénomination évaluée par le marché, bien que ces dernières ne soient pas traitées dans le présent article.

## 2 Intégration financière durant les quatre phases de la crise

Cette section montre comment la crise du coronavirus a mis à l'épreuve la résilience de l'intégration financière de la zone euro durant chacune des quatre phases présentées dans le tableau 1. Les plages temporelles ont été choisies pour faire ressortir les caractéristiques saillantes des quatre phases des principaux événements qui ont eu lieu.

**Tableau 1**

Les quatre phases de la crise de la COVID-19

Phase	Plage temporelle	Caractéristiques saillantes et principaux événements
1	du 30 janvier au 25 mars	Début de la pandémie de COVID-19, forte fragmentation financière, réponses budgétaires nationales, réponse de politique monétaire de la BCE, PEPP notamment, et mesures prudentielles rapides
2	du 26 mars au 7 mai	Dommages économiques croissants, début de réintégration financière et incertitude relative à la réponse budgétaire européenne
3	du 8 mai au 21 juillet	Assouplissement progressif des confinements et accord sur une réponse budgétaire européenne commune avec la facilité pour la reprise et la résilience de l'UE dans le cadre de <i>Next Generation EU</i> . Forte réintégration financière
4	du 22 juillet au 15 septembre	Poursuite de la réintégration financière, inégale toutefois selon les compartiments financiers

<sup>91</sup> Duffie (D.) et Krishnamurthy (A.), « *Passthrough Efficiency in the Fed's New Monetary Policy Setting* », *Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2016.

<sup>92</sup> Pour plus d'informations sur l'ESTR et la description de la méthodologie, cf. le [site internet de la BCE](#). Cf., également, l'encadré intitulé « *Adieu Eonia, bienvenue à €STR !* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

<sup>93</sup> Corradin (S.), Eisenschmidt (J.), Hoerova (M.), Linzert (T.), Schepens (G.) et Sigaux, (J.-D.), « *Money markets, central bank balance sheet and regulation* », *Working Paper Series*, n° 2483, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2020.

## Phase 1 : Apparition de la COVID-19 et mesures de stabilisation de la BCE

La première phase de la crise s'est déroulée sur la période du 30 janvier au 25 mars 2020. Cette phase a été caractérisée par l'apparition de la COVID-19 et les mesures de stabilisation de la BCE<sup>94</sup>.

**À la suite de l'apparition du coronavirus, les premières « sonnettes d'alarme » ont été tirées par l'indicateur composite de tensions systémiques** (CISS ; cf. graphique 1). Courant février le coronavirus s'est propagé rapidement dans toute la zone euro et le 17 février les ministres des Finances de l'Eurogroupe ont répertorié l'épidémie de coronavirus comme un nouveau risque négatif pesant sur la croissance économique. Le premier confinement régional important a débuté en Lombardie, en Italie, le 23 février. Un confinement national a suivi le 9 mars. Des mesures d'endiguement strictes ont également été décidées dans d'autres pays de la zone euro dans les semaines suivantes<sup>95</sup>.

**La propagation rapide du coronavirus et les mesures d'endiguement qui ont suivi au premier trimestre 2020 ont fortement affecté les marchés financiers, entraînant une importante fragmentation.** Des signes de fragmentation financière dans la zone euro sont apparus en février et se sont accentués début mars. Le CISS pour la zone euro a fortement augmenté pour atteindre des niveaux qui avaient été observés pour la dernière fois durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine de la zone euro (cf. graphique 1). Par la suite, l'indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix a signalé une fragmentation croissante dans la zone euro durant cette première phase, les marchés obligataires étant le compartiment le plus affecté (cf. le tableau de bord du graphique 3). Entre fin janvier et mi-mars, l'indicateur composite fondé sur les prix a chuté de 25 % environ. Cela représente la quatrième baisse la plus importante de cet indicateur depuis l'introduction de l'euro. Cette forte corrélation négative entre risque systémique et intégration financière a également été observée durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine.

<sup>94</sup> Durant cette phase, les nouveaux cas de COVID-19 ont commencé à diminuer en Chine et dans le reste de l'Asie, et l'épicentre de la pandémie s'est déplacé vers l'Europe et les États-Unis. Courant mars, le nombre total de cas confirmés dans la zone euro dépassait le nombre total de cas en Chine.

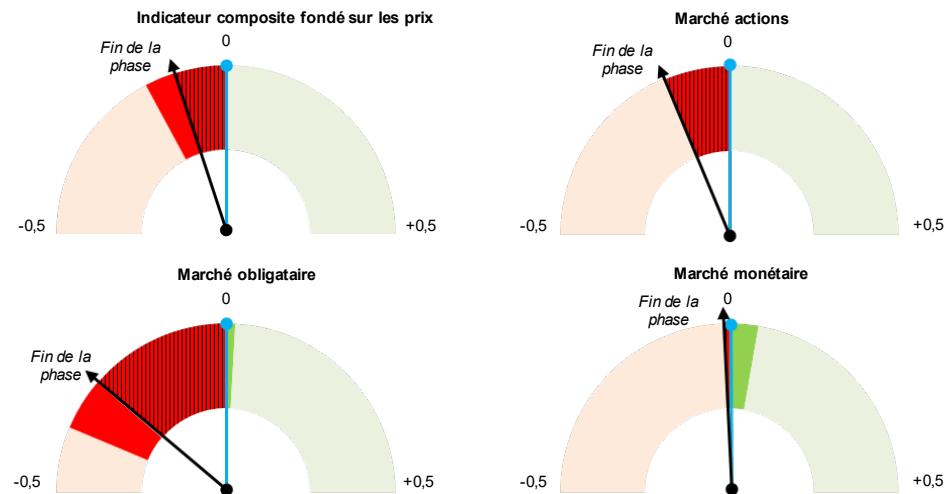
<sup>95</sup> L'Espagne et la France, par exemple, ont imposé des confinements à l'échelle nationale le 14 mars et le 17 mars, respectivement. L'Allemagne a instauré une interdiction des contacts (*Kontaktverbot*) et mis en œuvre des mesures de confinement de grande ampleur le 22 mars.

### Graphique 3

#### Évolutions de l'intégration financière dans la phase 1 – présentation de type tableau de bord

(évolutions du niveau des indicateurs ; les niveaux des indicateurs sont compris entre zéro (fragmentation totale) et un (intégration totale))

- Début de la phase
- Creux
- Pic
- Fin de la phase



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La phase 1 se rapporte à la période du 30 janvier au 25 mars 2020. Cf. le graphique B pour une description plus détaillée du graphique. Pour plus d'informations relatives aux indicateurs composites fondés sur les prix, cf. Hoffmann (P.) et al., *op. cit.*

#### Sur le marché de la dette souveraine, les écarts de rendement ont rapidement divergé en raison de révisions à la baisse importantes des perspectives économiques et financières couplées à une extrême incertitude.

La détérioration des fondamentaux a fait évoluer à la hausse les anticipations de charges budgétaires importantes résultant du soutien public aux entreprises et aux ménages, de potentiels déficits en termes de recettes fiscales et de différences préexistantes s'agissant de la marge de manœuvre budgétaire. Dans le même temps, le système financier mondial a été soumis à des tensions exceptionnelles et les tensions sur l'activité des marchés de la dette sont réapparues. On a assisté à un rééquilibrage brutal des portefeuilles dans le sens d'une plus grande liquidité et d'un plus faible levier. Cela a accentué les risques de ventes forcées sur de nombreux marchés d'actifs, ainsi que de spirales d'illiquidité et de gel des marchés<sup>96</sup>. Afin de limiter les dynamiques auto-réalisatrices de dépassement de la cible et les risques associés pour la stabilité financière, les banques centrales ont mis en place de nouvelles formes d'apport de liquidité et d'achats d'actifs. Ces mesures sont examinées plus précisément ci-après. La divergence des écarts de rendement souverains s'observe sur les maturités courtes et longues (cf. graphique 4) et s'explique par une plus grande vulnérabilité des États membres disposant d'une marge de manœuvre budgétaire plus faible. S'agissant des écarts de rendement souverains à dix ans, la hausse a été la plus notable pour l'Italie, qui a vu son spread

<sup>96</sup> Pour des informations complémentaires sur le rôle des flux d'investissements de portefeuille transfrontières, cf., Lane (P.), « *The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme* », *The ECB Blog*, BCE, juin 2020.

se creuser de 132 points de base le 17 février à 281 points de base le 17 mars. En termes de niveaux, toutefois, les écarts de rendement sur les émetteurs souverains sont restés très inférieurs aux pics enregistrés lors de la crise de la dette souveraine de 2011-2012. Durant les premières phases de la crise, la dynamique des *spreads* était compatible avec des mouvements de report vers les valeurs sûres qui ont porté les capitaux vers les actifs sûrs allemands, ce qui a entraîné une nouvelle baisse des rendements allemands (cf. graphique 5).

#### Graphique 4

Écart type entre pays des *spreads* des obligations souveraines vis-à-vis de l'Allemagne du 30 janvier au 15 septembre 2020

(en points de pourcentage ; données quotidiennes)

- Écart type entre pays des *spreads* des obligations souveraines à 10 ans
- Écart type entre pays des *spreads* des obligations souveraines à 2 ans



Sources: Refinitiv et calculs de la BCE.

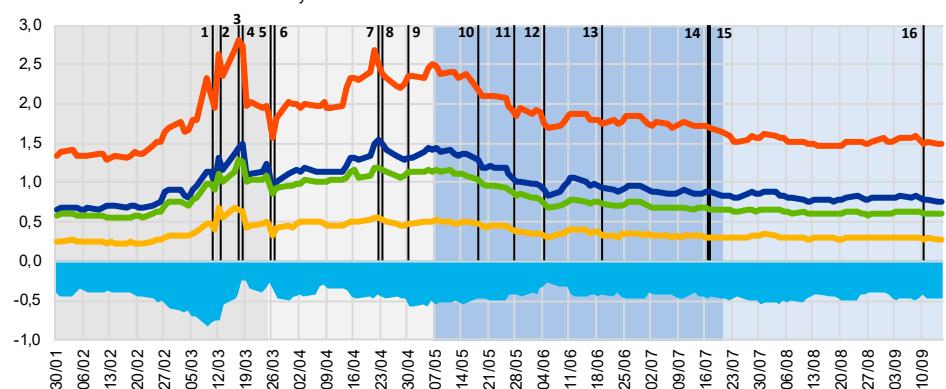
Notes : Les zones ombrées marquent les quatre phases de la crise définies dans le tableau 1. Pour une liste détaillée des événements présentés sous forme de lignes numérotées dans ce graphique, cf. les notes du graphique 1.

#### Graphique 5

Spreads des obligations souveraines à 10 ans vis-à-vis du rendement allemand à 10 ans du 30 janvier au 15 septembre 2020

(en points de pourcentage ; données quotidiennes)

- Espagne
- Italie
- Allemagne (rendement)
- France
- Moyenne de la zone euro



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Les zones ombrées marquent les quatre phases de la crise définies dans le tableau 1. Pour une liste détaillée des événements présentés sous forme de lignes numérotées dans ce graphique, cf. les notes du graphique 1.

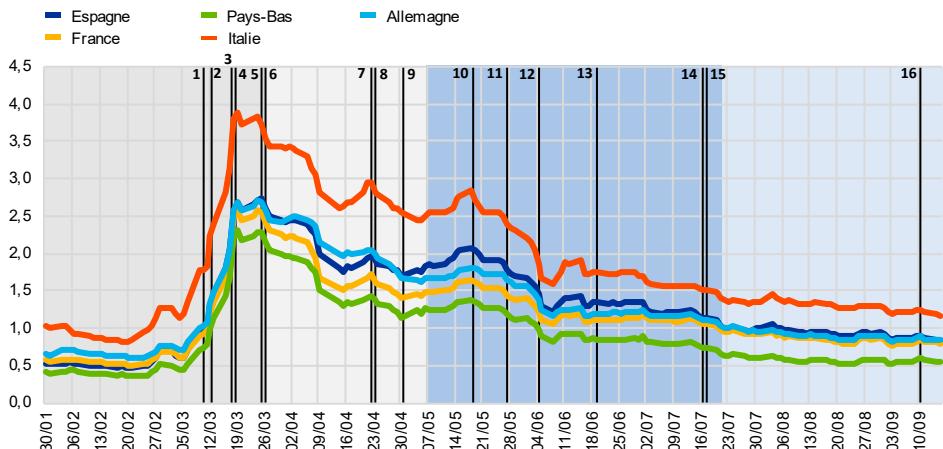
**Au début de la crise de la COVID-19, les marchés des obligations d'entreprises ont présenté des dynamiques comparables à celles des marchés de la dette souveraine.** Les rendements des obligations des sociétés financières et non financières dans les principaux pays de la zone euro ont plus que quadruplé entre mi-février et mi-mars (cf. graphique 6). Si l'augmentation uniforme des rendements des obligations d'entreprises laisse penser que la pandémie et les mesures d'endiguement qui en ont résulté représentaient un risque commun pour la viabilité de l'ensemble des entreprises de la zone euro, cette même période a également été le témoin d'une forte divergence des rendements, l'écart type des rendements des obligations des sociétés financières et non financières étant presque multiplié par quatre et par trois, respectivement, entre le 18 février et le 23 mars. En particulier, les rendements divergents des obligations des sociétés financières italiennes étaient cohérents avec la réapparition du lien entre banques et émetteurs souverains. On a également pu observer un lien entre sociétés d'assurance ainsi que fonds de pension et émetteurs souverains, mais ce phénomène n'est pas étudié ici.

## Graphique 6

Rendement des obligations d'entreprises du 30 janvier au 15 septembre 2020

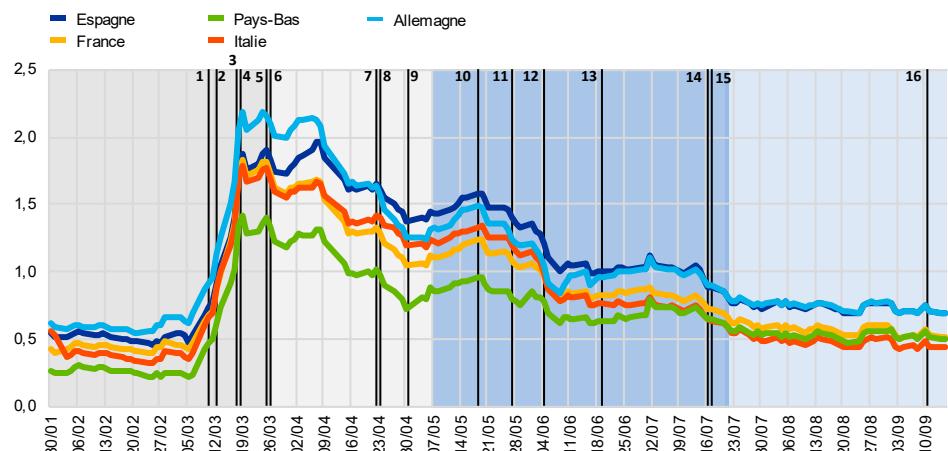
### a) Rendements des obligations des sociétés financières

(en points de pourcentage ; données quotidiennes)



### b) Rendements des obligations des sociétés non financières

(en points de pourcentage ; données quotidiennes)



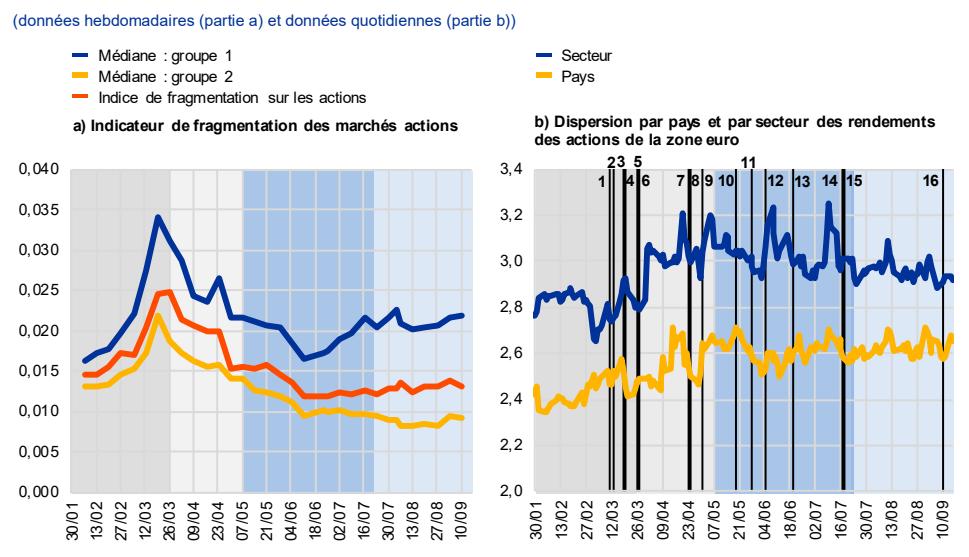
Sources : IHS Markit iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Les zones ombrées marquent les quatre phases de la crise définies dans le tableau 1. Pour une liste détaillée des événements présentés sous forme de lignes numérotées dans ce graphique, cf. les notes du graphique 1.

**La fragmentation des marchés actions a elle aussi fortement augmenté durant la première phase de la crise** (cf. graphique 7, partie gauche). Cela reflète une contraction de l'activité économique dans les différents pays membres, y compris le krach boursier mondial de la dernière semaine de février. Toutefois, la fragmentation des marchés actions a été plus prononcée dans les pays du groupe 1, dont les économies sont plus petites et les marchés actions moins liquides que les pays du groupe 2, dont les marchés actions sont plus profonds (cf., respectivement, les lignes bleues et jaunes de la partie gauche du graphique 7).

## Graphique 7

### Fragmentation des marchés actions du 30 janvier au 15 septembre 2020



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie gauche, le groupe 1 se compose de la Belgique, de l'Irlande, de la Grèce, de la Finlande et de l'Autriche (pays de petite taille dont les marchés actions sont relativement moins liquides) ; le groupe 2 se compose de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, des Pays-Bas et du Portugal (pays de plus grande taille dont les marchés actions sont relativement plus liquides). Pour une description technique des indicateurs, cf. le graphique 13 (pour l'indicateur de la partie gauche) et le graphique 10 (pour l'indicateur de la partie droite) de l'annexe statistique du rapport de la BCE de mars 2020 intitulé « *Financial integration and structure in the euro area* ». Les zones ombrées marquent les quatre phases de la crise définies dans le tableau 1. Pour une liste détaillée des événements présentés sous forme de lignes numérotées dans ce graphique, cf. les notes du graphique 1.

### La BCE a annoncé un train de mesures complet entre mi-mars et fin mars.

L'objectif était de stabiliser les marchés, de préserver la distribution de crédit à l'économie et de neutraliser les évolutions désinflationnistes résultant de la pandémie (cf. graphique 2). Au nombre de ces mesures figuraient un allègement temporaire des exigences de fonds propres et des contraintes opérationnelles pour les banques, grâce à des prêts aux banques européennes à des taux négatifs, et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) <sup>97</sup> qui a dégagé 750 milliards d'euros pour les achats de titres jusqu'à fin 2020 (cf. graphique 2). Le PEPP représente un programme d'achats d'actifs temporaire et flexible de titres du secteur privé et du secteur public pour lutter contre la fragmentation financière et contribuer à stabiliser l'économie de la zone euro afin de garantir une transmission fluide de la politique monétaire dans les différents pays. Ces mesures ont contribué à faire cesser et à inverser partiellement le mouvement de divergence des rendements obligataires sur les marchés des obligations émises par les entreprises et les emprunteurs souverains <sup>98</sup>.

**En dépit des tensions sur les marchés, les améliorations dans la gouvernance et l'infrastructure institutionnelle de la zone euro depuis la crise financière mondiale ont contribué à limiter la fragmentation.** La crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont laissé en héritage une refonte de la gouvernance et de l'infrastructure institutionnelle de la zone euro avec le

<sup>97</sup> La documentation juridique relative au PEPP a été publiée le 25 mars 2020.

<sup>98</sup> Cf. Lane (P.R.), « *The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge* », speech at the 62nd NABE Annual Meeting « *Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic* », octobre 2020.

lancement du Mécanisme européen de stabilité (MES) et, quelques années plus tard, du Mécanisme de surveillance unique (MSU), entre autres. Durant la crise de la COVID-19, en sa qualité de superviseur unique, la BCE a été en mesure d'agir de manière rapide et coordonnée à l'égard des banques. La nouvelle architecture institutionnelle mise en place après la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine a contribué à limiter la fragmentation. En effet, même durant les épisodes de volatilité extrême sur les marchés au plus fort de la crise durant la phase 1 et avant l'annonce du PEPP, l'accroissement de la fragmentation a été nettement moins impressionnant que lors de ces crises précédentes, de 2008 à 2012.

## Phase 2 : Dommages économiques croissants et incertitude quant à la réponse budgétaire européenne

La deuxième phase de la crise a concerné la période du 26 mars au 7 mai 2020. Elle s'est caractérisée par des dommages économiques et financiers étendus, ainsi que par les premiers défis liés à la formulation d'une réponse budgétaire européenne commune s'ajoutant aux initiatives budgétaires nationales<sup>99</sup>.

**Au cours de cette phase, la pandémie a exercé des effets inégaux selon les compartiments du marché financier.** Les données relatives aux sous-composantes de l'indicateur composite fondé sur les prix suggèrent que les marchés actions ont été le seul compartiment pour lequel l'intégration financière a rebondi durant la deuxième phase, tandis qu'elle a continué à reculer pour les autres compartiments (cf. graphique 8). Cette réintégration s'est produite à la fois sur les marchés actions plus et moins liquides (cf. graphique 7, partie gauche) et illustre la « déconnexion » apparente entre les évolutions économiques réelles (les perspectives se dégradaient rapidement d'après les données macroéconomiques et les données tirées d'enquêtes) et la performance du marché actions pendant la crise<sup>100</sup>. Toutefois, la dispersion et la volatilité des rendements prévisionnels des indices boursiers sont demeurées en hausse au cours des phases 2 et 3, en particulier entre les différents secteurs. Ce constat est cohérent avec l'évolution de la volatilité des marchés actions. La volatilité des marchés actions calculée à partir des options s'est nettement accentuée pendant la première phase de la crise, atteignant des niveaux que l'on avait observés pour la dernière fois au plus fort de la crise financière mondiale. Elle s'est atténuée depuis lors, tout en restant supérieure à son niveau d'avant la crise de la COVID-19. La dispersion des rendements des actions de la zone euro s'est inscrite en hausse tant par pays que par secteur ; il est cependant rassurant de constater qu'elle demeure moins élevée par pays que par secteur, ce qui indique que les entreprises ont continué de bénéficier d'une

<sup>99</sup> La deuxième phase a été marquée par une hausse continue et forte des nouveaux cas, les États-Unis ayant affiché le taux de croissance le plus élevé, tandis que les pays de la zone euro commençaient à montrer des signes d'amélioration. Au cours des semaines suivantes, les nouvelles infections confirmées ont commencé à baisser dans les économies avancées, tout en continuant d'augmenter dans les économies de marché émergentes.

<sup>100</sup> Cf. également, Igag (D.), Kirti (D.) et Martinez Peria (S.), « *The Disconnect between Financial Markets and the Real Economy* », Special Notes Series on COVID-19, FMI, août 2020.

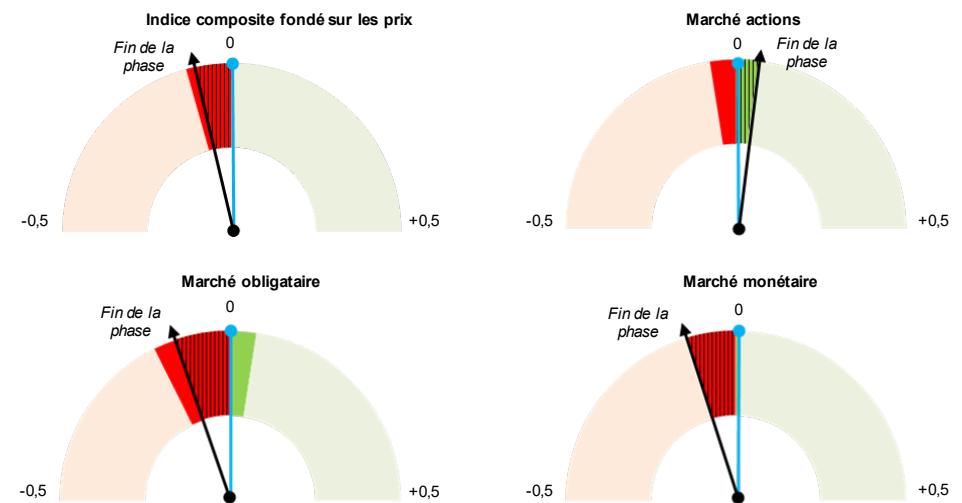
diversification sectorielle et géographique et ce, même durant la crise (cf. graphique 7, partie droite).

### Graphique 8

#### Évolution de l'intégration financière dans la phase 2 – présentation de type tableau de bord

(variation des indicateurs en niveau ; les niveaux des indicateurs sont compris entre zéro (fragmentation totale) et un (intégration totale))

- Début de la phase
- Creux
- Pic
- Fin de la phase



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La phase 2 porte sur la période du 26 mars au 7 mai 2020. Cf. graphique B pour une description plus détaillée du graphique. Pour plus d'informations sur les indicateurs composites fondés sur les prix, cf. Hoffmann (P.) et al., *op. cit.*

**De plus, l'évolution différente des marchés actions et des marchés des obligations souveraines suggère un certain degré de « déconnexion » entre les marchés d'actions et les marchés de titres à revenus fixes au cours de cette phase de la crise.** Si l'intégration des marchés actions s'est améliorée au cours de la phase 2, les marchés des obligations souveraines, en particulier, ont perdu une grande partie de l'élan d'intégration qu'ils avaient obtenu par le biais du PEPP. Le niveau et la dispersion entre pays des écarts de rendement des obligations souveraines se sont fortement accrus. Cette dynamique ne s'est interrompue qu'à la suite de la décision de la BCE du 22 avril de « geler » les notations souveraines pour ses opérations de prêts adossées à des garanties et de la quatrième réunion du Conseil européen, qui a conduit à l'accord sur un premier ensemble de mesures budgétaires européennes communes consistant en trois filets de sécurité : le MES, la BEI et les fonds de l'instrument SURE.

#### L'accord sur le filet de sécurité de 540 milliards d'euros a constitué une étape décisive de la réponse budgétaire paneuropéenne à la crise de la COVID-19.

L'accord sur un filet de sécurité à trois volets conclu durant la quatrième réunion spéciale du Conseil européen qui s'est tenue le 23 avril a constitué une avancée majeure dans la formulation d'une réponse budgétaire européenne commune. Ce filet de sécurité recouvre les 100 milliards d'euros de l'instrument SURE, un fonds de garantie paneuropéen de 200 milliards d'euros pour les prêts aux

entreprises de la BEI et une ligne de crédit de soutien de 240 milliards d'euros dans le cadre de la crise pandémique par le MES. De plus, lors de cette réunion, le Conseil européen a chargé la Commission européenne d'élaborer une proposition de fonds de relance européen pour faire face à la crise, même si des divergences persistaient quant à la conception d'un tel fonds en termes de distribution des aides et des prêts. Rétrospectivement, les discussions qui se sont tenues à ce sujet lors des précédentes réunions du Conseil européen ont été nécessaires pour atteindre un consensus sur ces filets de sécurité et, au final, pour parvenir à un accord sur le fonds *Next Generation EU*, qui a exercé plusieurs des effets escomptés sur l'intégration financière.

**Ces signes positifs de progrès vers une réponse budgétaire européenne commune pour lutter contre la pandémie ont soutenu la confiance des marchés et marqué un tournant dans l'intégration financière (cf. graphique 1).** Ils ont ravivé la tendance à la réintégration des marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprises déclenchée par le PEPP et les autres mesures de stabilité monétaire et financière (cf. graphique 2). Une autre mesure a contribué à cette réintégration des marchés financiers : la décision prise par la BCE le 22 avril de « geler » les notations de ses opérations de prêts adossées à des garanties, c'est-à-dire de maintenir l'éligibilité des actifs négociables qui respectent les exigences minimales en matière de qualité du crédit dans l'éventualité d'une détérioration des notations de crédit<sup>101</sup>.

### Phase 3 : Assouplissement des confinements et fonds *Next Generation EU*

La troisième phase de la crise a concerné la période du 8 mai au 21 juillet 2020. Elle s'est caractérisée par un assouplissement progressif des confinements et l'accord sur le fonds *Next Generation EU*<sup>102</sup>.

**Durant la troisième phase de la crise, plusieurs événements ont soutenu l'intégration financière.** Ces événements incluent les propositions franco-allemande et de la Commission européenne de créer un fonds de relance de l'UE, un assouplissement progressif des confinements, une augmentation plus importante que prévu (à hauteur de 600 milliards d'euros) de l'enveloppe d'achats du PEPP et l'accord final sur le fonds de relance *Next Generation EU*. Les sous-composantes de l'indicateur composite fondé sur les prix dénotent une évolution positive de

---

<sup>101</sup> Pour plus d'informations sur les politiques d'assouplissement des garanties de la BCE, cf. de Guindos (L.) et Schnabel (I.), « *Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures* », *The ECB Blog*, BCE, avril 2020.

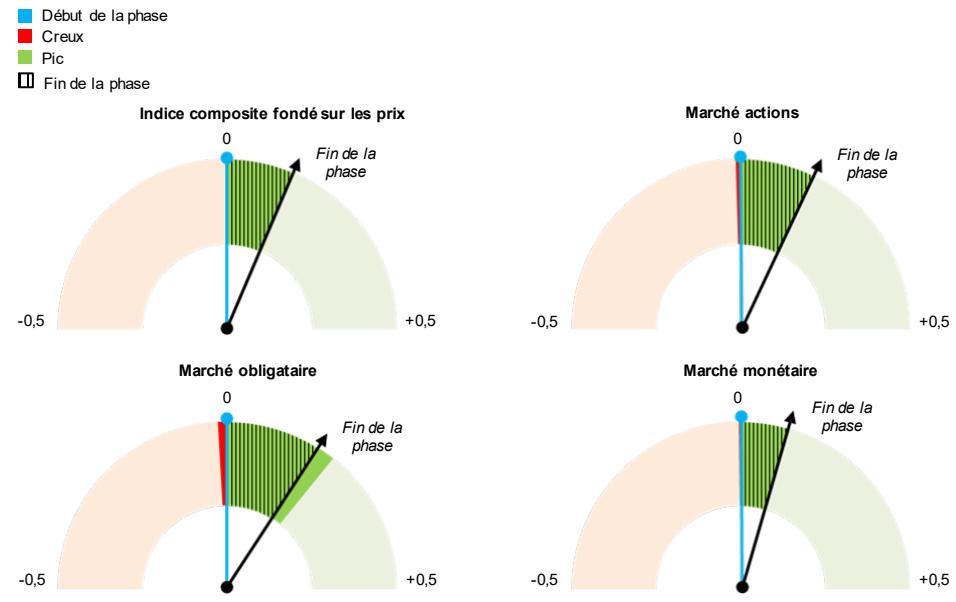
<sup>102</sup> Durant cette phase, les contaminations à la COVID-19 ont continué d'augmenter au niveau mondial, sans signe de stabilisation. Mi-juillet, plus de 200 000 nouveaux cas ont été recensés quotidiennement dans le monde, soit plus du double du nombre auquel elles s'étaient temporairement stabilisées en avril. Fin juillet, le nombre total de cas de COVID-19 a atteint un point haut de 17 millions. Différentes dynamiques sous-jacentes ont déterminé ces évolutions, les économies de marché émergentes connaissant un nombre de cas en hausse constante. Toutefois, à la fin de cette période, les économies avancées, zone euro comprise, ont également connu une résurgence des cas de COVID-19.

l'intégration financière sur les différents marchés pendant cette phase (cf. graphique 9).

### Graphique 9

#### Évolution de l'intégration financière dans la phase 3 – présentation de type tableau de bord

(variation des indicateurs en niveau ; les niveaux des indicateurs sont compris entre zéro (fragmentation totale) et un (intégration totale))



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à la phase 3 portent sur la période du 8 mai au 21 juillet 2020. Cf. graphique B pour une description plus détaillée du graphique. Pour plus d'informations sur les indicateurs composites fondés sur les prix, cf. Hoffmann (P.) et al., *op. cit.*

**L'intégration financière s'est améliorée sur les différents compartiments de marché, dans un contexte de flux de données contrastées.** D'une part, les nouvelles données obtenues durant cette phase indiquent une baisse des infections à la COVID-19 et un ralentissement des taux de mortalité, qui ont conduit à l'assouplissement progressif des mesures d'endiguement européennes. D'autre part, les données font état d'une contraction économique historique et de révisions à la baisse des prévisions. Dans ce contexte, la proposition franco-allemande du 18 mai de créer un fonds de subventions de 500 milliards d'euros et la proposition *Next Generation EU* de la Commission européenne du 27 mai de 750 milliards d'euros d'aides et de prêts (financées toutes deux via le budget de l'UE) ont entraîné des réductions significatives et une reconvergence marquée des écarts de rendement des obligations souveraines et des rendements des entreprises, notamment pour les pays vulnérables (cf. graphiques 4, 5 et 6). Ces évolutions positives ont encore été renforcées par la décision prise le 4 juin par le Conseil des gouverneurs de la BCE d'accroître de 600 milliards d'euros l'enveloppe du PEPP (la portant ainsi à 1 350 milliards d'euros) et de prolonger la période de réinvestissement du programme au moins jusqu'à fin 2022.

**La réponse budgétaire européenne conjointe est une étape majeure qui renforce l'intégration financière.** Les effets apaisants de ces propositions visant à soutenir la relance européenne (ainsi que d'autres facteurs parallèles) se reflètent

également dans les rendements des obligations d'entreprises de la zone euro, quoique avec un certain décalage s'agissant des rendements des obligations des sociétés non financières. Selon le pays considéré, la plupart ou toutes les hausses de rendement observées fin avril/début mai étaient corrigées fin mai. Les différences de taille des marchés des obligations d'entreprises des pays de la zone euro, tant en valeur absolue que rapportées aux économies respectives des pays concernés, peuvent expliquer une partie de l'évolution des rendements obligataires et de la fragmentation <sup>103</sup>.

**La fin de cette phase a été marquée par l'accord sur la Facilité pour la reprise et la résilience, dans le cadre de la proposition de fonds *Next Generation EU, et le CFP 2021-2027*.** L'accord a résolu une partie de l'incertitude entourant une réponse budgétaire européenne commune <sup>104</sup> et a exercé un effet positif immédiat sur l'intégration financière d'un large éventail de marchés, plus particulièrement les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprises. Il a ainsi renforcé l'évolution positive de l'intégration à la suite de la proposition franco-allemande et de la proposition de la Commission européenne formulées en mai.

**La fragmentation a été moins prononcée sur les marchés monétaires que sur les autres compartiments des marchés financiers.** Même si les marchés monétaires ont affiché des signes de fragmentation depuis le début de la phase 1 et pendant une grande partie de la phase 2 (mais à un degré moindre que les autres marchés), les indicateurs relatifs au compartiment du marché monétaire ont commencé à revenir à des niveaux de dispersion moins élevés fin avril 2020 (cf. la partie gauche du graphique 10). Les différentes opérations de prêts et les ajustements des critères d'octroi de crédits et des garanties éligibles ont soutenu une baisse progressive du degré de dispersion, en particulier pour les taux des opérations en blanc du marché monétaire tels que l'€ESTR. La dispersion des taux des opérations garanties du marché monétaire a atteint un pic autour de ces dates clés de la crise du coronavirus, en raison de la dynamique de report vers des valeurs sûres, et autour des dates de livraison des contrats à terme sous l'effet de la pénurie de titres apportés en garantie. Début mai 2020, elle a de nouveau approché son niveau d'avant la crise, autour duquel elle a largement continué à fluctuer (cf. partie droite du graphique 10).

---

<sup>103</sup> Par exemple, en termes absolus, la France dispose du marché des obligations d'entreprises le plus important (et le plus développé) de tous les pays de la zone euro, suivie de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne. En part du PIB, toutefois, le marché allemand est plus petit que les marchés français, italien, néerlandais ou même espagnol. La principale raison en est que le compartiment des sociétés non financières est moins développé en Allemagne qu'en France ou aux Pays-Bas, les entreprises allemandes dépendant encore aujourd'hui davantage des prêts bancaires. Parallèlement à la transformation de l'environnement de risque pour les entreprises des différents pays observée au fil du temps, cette situation peut expliquer pourquoi les rendements des sociétés non financières allemandes sont parfois les plus élevés de l'ensemble des pays considérés dans le graphique 5.

<sup>104</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Les implications budgétaires du plan de relance de l'UE* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

## Graphique 10

### Intégration des marchés monétaires du 30 janvier au 15 septembre

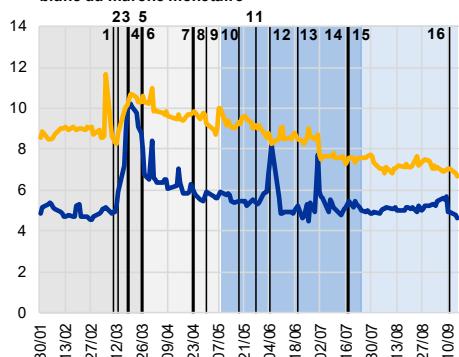
(données quotidiennes)

Opérations garanties du marché monétaire  
Opérations en blanc du marché monétaire

#### a) Indice agrégé de dispersion du marché monétaire



#### b) Indice de dispersion des opérations garanties et en blanc du marché monétaire



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour des détails techniques concernant la construction de cet indicateur, cf. Corradin (S.) et al., *op. cit.* Pour une liste détaillée des événements présentés sous forme de lignes numérotées dans ce graphique, cf. les notes du graphique 1.

## Phase 4 : Signes durables de normalisation financière

La quatrième phase de la crise a concerné la période du 22 juillet au 15 septembre et s'est caractérisée par une amélioration de la mesure de l'intégration financière pour un large éventail d'indicateurs<sup>105</sup>.

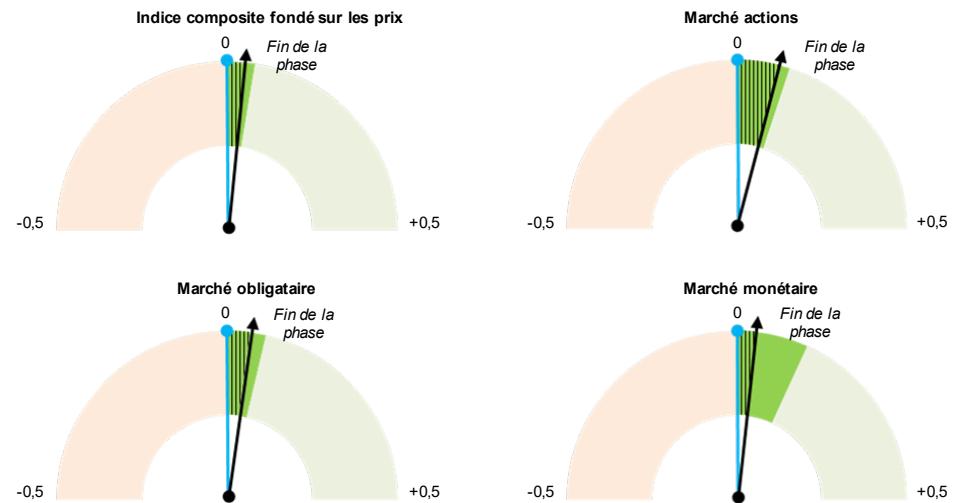
<sup>105</sup> Durant cette phase, le nombre global de nouveaux cas confirmés a continué d'augmenter jusqu'à début août. Le nombre quotidien de cas est demeuré élevé, dépassant 300 000 à la mi-septembre. Les nouveaux cas se sont rapidement accrus dans les économies avancées à l'exception des États-Unis. Le nombre de cas a fortement augmenté dans la zone euro, faisant monter la crainte d'une deuxième vague.

### Graphique 11

#### Évolution de l'intégration financière dans la phase 4 – présentation de type tableau de bord

(variation des indicateurs en niveau ; les niveaux des indicateurs sont compris entre zéro (fragmentation totale) et un (intégration totale))

- Début de la phase
- Creux
- Pic
- Fin de la phase



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à la phase 4 portent sur la période du 22 juillet au 15 septembre 2020. Cf. graphique B pour une description plus détaillée du graphique. Pour plus d'informations sur les indicateurs composites fondés sur les prix, cf. Hoffmann (P.) et al., *op. cit.*

**L'amélioration généralisée de l'intégration financière s'est poursuivie durant cette phase.** Les données de l'indicateur composite fondé sur les prix et ses sous-composantes suggèrent que, tout au long de cette phase de la crise, l'accord sur le fonds de relance de l'UE et le CFP ont continué d'avoir un impact positif sur le niveau d'intégration financière. De fait, l'indicateur composite a renoué fin août avec son niveau d'avant la crise (cf. graphique 1). La poursuite de la tendance à la réintégration sur les marchés financiers européens est également illustrée par la baisse du niveau et de la dispersion des écarts de rendement des obligations souveraines à 10 ans au cours de la quatrième phase de la crise (cf. graphique 5). De plus, le marché des obligations d'entreprises a affiché une tendance baissière continue vers des niveaux observés pour la dernière fois en mars 2020, qui résulte également d'une atonie du marché primaire et d'une relative faiblesse de la liquidité de marché pendant l'été.

**La stabilisation actuelle et le retour apparent à la situation d'avant l'épidémie de COVID-19 appellent toutefois plusieurs réserves.** Il convient d'examiner le retour des mesures d'intégration financière aux niveaux d'avant la crise dans le contexte de l'ampleur considérable de relance monétaire et budgétaire sur laquelle il repose et qui est essentiel à sa pérennité. Bien qu'une part de l'incertitude ait été levée à la suite de l'accord sur un instrument de relance européen, le redressement de l'économie après la crise reste très incertain, en particulier au vu de la nouvelle hausse des taux de contamination dans les différents pays européens, qui accroît la

possibilité de nouvelles mesures de confinement, et de l'attente de la ratification du fonds *Next Generation EU* par les parlements nationaux.

### 3 Conclusion

**Cet article a présenté un ensemble d'indicateurs à haute fréquence visant à suivre l'évolution de l'intégration financière pendant la crise de la COVID-19.** Il se concentre sur un indicateur composite de l'intégration financière fondé sur les prix et ses sous-composantes pour les marchés monétaires, obligataires, boursiers et bancaires. Une contribution originale de cet article est de transformer cet indicateur et ses sous-composantes en s'appuyant sur les techniques du *big data* afin d'obtenir des observations à haute fréquence. La panoplie d'instruments de suivi à haute fréquence présentée ici est fondée sur l'analyse conduite à la BCE et dans l'Eurosystème. Elle inclut de nouveaux indicateurs à haute fréquence pour les marchés monétaires, ainsi que différents indicateurs retracant les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprises. Cette panoplie d'instruments est flexible et peut être étendue dans le temps.

**Les données tirées de ces indicateurs financiers à haute fréquence peuvent être utilisées pour retracer le déroulement de la crise de la COVID-19 et interpréter les effets des réponses apportées par les autorités au plan monétaire, budgétaire et financier du point de vue de l'intégration financière dans la zone euro.** Les indicateurs suggèrent que le défi le plus significatif en matière de résilience de l'intégration financière dans la zone euro est apparu au cours des phases initiales de la crise de la COVID-19. Le début de la crise a été particulièrement sévère en ce qui concerne l'évolution de la fragmentation, notamment avant l'annonce du PEPP. Par la suite, des signes durables de réintégration financière ont émergé à mesure que des progrès étaient accomplis en vue d'une réponse budgétaire européenne conjointe, mettant ainsi en évidence les effets puissants de la coordination des politiques monétaire et budgétaire dans la résistance aux crises économiques.

**Une image nuancée se dégage lorsque l'on compare l'indicateur composite d'intégration financière fondé sur les prix avec les indicateurs spécifiques à chaque compartiment.** L'indicateur composite de l'intégration financière a enregistré un point bas mi-avril 2020, mais a dépassé mi-août 2020 son niveau d'avant la crise du coronavirus. Toutefois, une telle réintégration n'a pas été observée sur tous les compartiments de marché ; de même, tous les pays de la zone euro n'en ont pas bénéficié dans la même mesure. Les marchés monétaires ont fortement contribué au rebond de l'intégration financière fondée sur les prix, qui a renoué avec son niveau de début 2020. S'agissant des marchés des obligations tant souveraines que d'entreprises, la tendance à la réintégration ne s'est stabilisée qu'en août 2020, et l'intégration n'a renoué avec son niveau d'avant la crise que vers la fin de la période sous revue. L'intégration des marchés actions a affiché des trajectoires divergentes entre les différents pays et s'est légèrement redressée par rapport à début juillet 2020, mais demeure proche des niveaux d'avant la crise.

**À l'heure actuelle, la réintégration des marchés financiers de la zone euro reste fragile et inégale, et le retour progressif à la situation antérieure à la pandémie de COVID-19 repose sur les mesures de relance monétaire et budgétaire d'une ampleur sans précédent actuellement en place.**

Si de nombreux indicateurs de l'intégration financière se sont améliorés au cours des phases 3 et 4 de la crise, cette tendance à la réintégration est soumise au risque d'autres vagues de contaminations et de nouvelles mesures de confinement.

Jordi Gutiérrez Curos, Jürgen Herr, Rafael Quevedo, Mirna Valadzija et Me-Lie Yeh

## 1 Introduction et importance des fonds de pension

**Les fonds de pension jouent un rôle important dans l'économie de la zone euro.** Ils permettent aux ménages d'épargner en vue de leur retraite et, dans le même temps, de contribuer à une allocation efficace des capitaux à long terme. Les actifs liés aux pensions sont généralement l'un des principaux actifs des ménages (représentant environ 20 % du patrimoine financier net des ménages de la zone euro), en particulier dans les pays où les pensions professionnelles sont très répandues.

**Les nouvelles statistiques relatives aux fonds de pension**<sup>106</sup> **combinent des données relatives aux différents régimes de retraite des pays de la zone euro dans un unique ensemble harmonisé de statistiques.** Elles offrent un ensemble d'informations très enrichi, essentiel pour le suivi des évolutions des fonds de pension du point de vue de la politique monétaire, de la stabilité financière et des structures financières. Les régimes de retraite fournis par l'intermédiaire des administrations publiques (par exemple les régimes<sup>107</sup> de sécurité sociale) et les plans de retraite proposés par les sociétés d'assurance sont exclus du champ d'application du règlement. La première déclaration de statistiques relatives aux fonds de pension par les banques centrales nationales auprès de la BCE a débuté, conformément au règlement, avec des données trimestrielles portant sur les actifs et passifs pour le troisième trimestre 2019 et des données annuelles relatives au nombre de membres des régimes de retraite pour 2019. La première diffusion publique de l'ensemble de données relatif aux fonds de pension a été réalisée le 31 juillet 2020 sur le *Statistical Data Warehouse (SDW)*<sup>108</sup> (Entrepôt de données statistiques) de la BCE.

**Au cours des deux dernières décennies, les actifs financiers des fonds de pension, et leur pourcentage du PIB, ont fortement augmenté dans la zone euro.** Les actifs des fonds de pension de la zone euro ont presque doublé depuis 2008, pour atteindre à l'heure actuelle quelque 3 000 milliards d'euros au total, et leur pourcentage du PIB de la zone euro a été pratiquement multiplié par deux, passant de 13 % du PIB en 2008 à 25 % en 2019 (cf. graphique 1). À titre de

<sup>106</sup> Fonds de pension autonomes, tels que définis par le Système européen des comptes nationaux et régionaux ([SEC 2010](#)). Les fonds de pension ne comprennent que les fonds de pension qui sont des unités institutionnelles distinctes des unités qui les ont créés ; par exemple, les fonds de pension non autonomes créés par des établissements de crédit ou des sociétés non financières ne sont pas couverts. Les plans de retraite individuels proposés par les sociétés d'assurance ou d'autres institutions sont également exclus du champ d'application du règlement, tout comme les régimes de sécurité sociale.

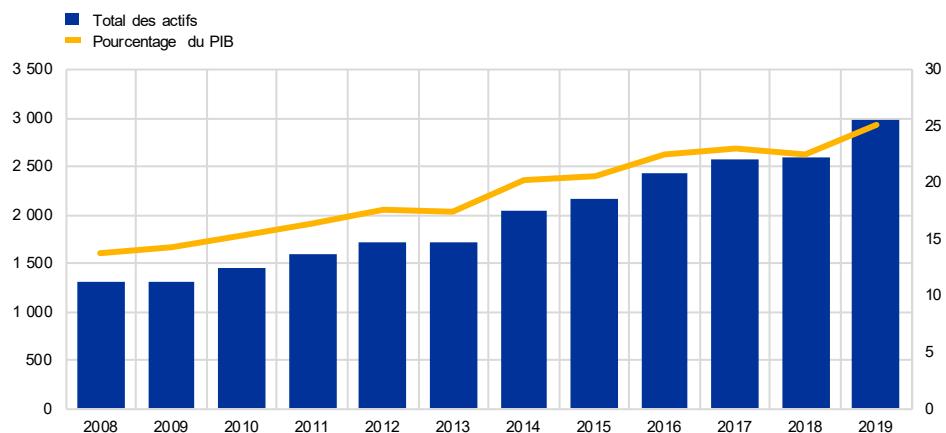
<sup>107</sup> Cf. l'article intitulé « [Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

<sup>108</sup> Les statistiques relatives aux fonds de pension sont disponibles sur le site Internet de la BCE dans le [Statistical Data Warehouse \(Entrepôt de données statistiques\) de la BCE](#).

comparaison, selon les données de l'OCDE, la valeur des actifs des fonds de pension privés américains représentait environ 140 % du PIB en 2018<sup>109</sup>.

**Graphique 1**  
Total des actifs des fonds de pension de la zone euro

(échelle de gauche : total des actifs, en milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage du PIB de la zone euro)



Source : Calculs de la BCE.

**Depuis la crise financière, les fonds de pension<sup>110</sup> ont été un secteur financier de la zone euro dont la croissance a été dynamique.** Le graphique 2 montre la rapidité de la croissance des fonds de pension en tant que secteur financier entre la crise financière de 2008 et le premier trimestre 2020, lorsque les fonds de pension de la zone euro comptaient environ 75 millions de membres.

<sup>109</sup> Cette évolution reflète la part plus élevée des retraites privées dans le total des pensions aux États-Unis et le rôle plus important des retraites de sécurité sociale publiques dans presque tous les pays de la zone euro. Cf. « *Pension Markets in Focus* », OCDE, 2019 et « *OECD Pensions Outlook* », OCDE, 2018.

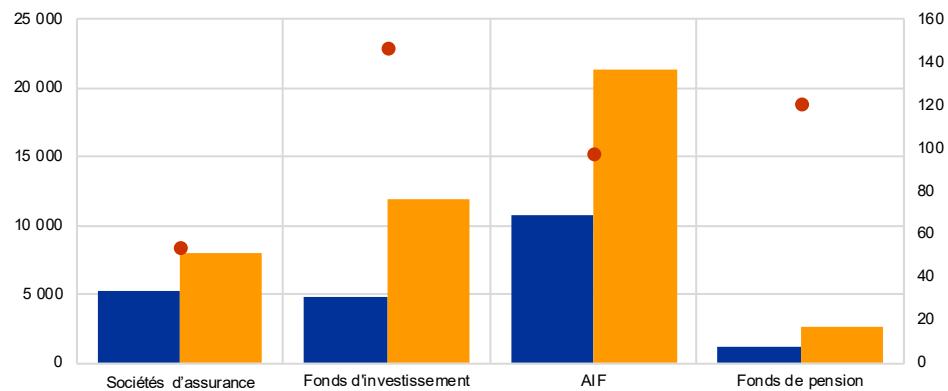
<sup>110</sup> Y compris les pensions du « deuxième pilier » et (en partie) les pensions du « troisième pilier » (cf. également la section 2).

## Graphique 2

### Total des actifs et croissance de certains secteurs financiers non IFM

(échelle de gauche : total des actifs, en milliards d'euros ; échelle de droite : croissance en pourcentage entre T1 2008 et T1 2020)

■ T1 2008  
■ T1 2020  
● Croissance



Source : Calculs de la BCE.

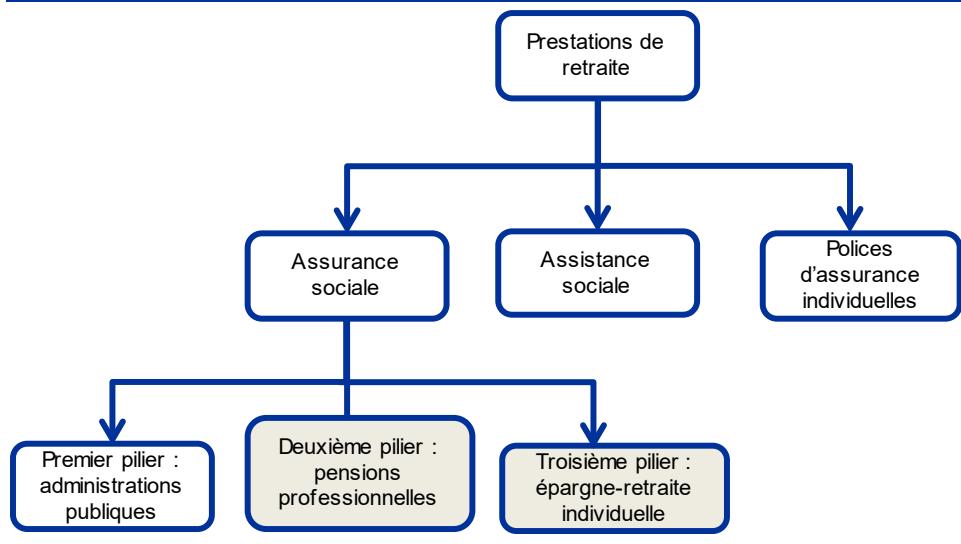
Note : AIF signifie « Autres intermédiaires financiers ».

**Dans la zone euro, les fonds de pension sont très diversifiés du point de vue des dispositifs juridiques et réglementaires, ce qui correspond à des rôles différents d'un pays à l'autre dans les systèmes de protection sociale.**

Les régimes de retraite sont généralement classés en trois piliers, selon la nature du contributeur (Banque mondiale, 2008<sup>111</sup>) (cf. figure 1). Les retraites du premier pilier sont organisées par l'État. Les retraites du deuxième pilier sont des régimes de retraite professionnelle liés à l'emploi, dont la plupart sont associés à un employeur, à un groupe d'employeurs, à un secteur économique ou à un partenaire social spécifique. Les retraites du troisième pilier sont des produits d'épargne-retraite individuelle ou de l'épargne.

<sup>111</sup> *The World Bank Pension Conceptual Framework, World Bank Pension Reform Primer Series*, Washington, DC, 2008.

**Figure 1**  
Piliers des régimes de retraite



Sources : Banque mondiale, Eurostat.

Notes : L'assurance sociale et l'assistance sociale sont définies dans le Guide des pensions<sup>112</sup> d'Eurostat. Le règlement de la BCE couvre les régimes de retraite dans les cases grisées de la figure, à savoir les régimes d'assurance sociale relevant des deuxième et troisième piliers.

**Les pays de la zone euro fournissent souvent des régimes de retraite au titre du premier pilier et dans le cadre d'une approche par répartition<sup>113</sup>.**

Ces prestations de retraite sont très différentes quant à leur niveau et à leur nature, allant de la « protection contre la pauvreté » dans certains États membres jusqu'à un remplacement pouvant atteindre 80 % des derniers salaires dans d'autres pays<sup>114</sup>.

**Les rôles, la taille et la nature des retraites privées sont également très variés dans les différents pays de la zone euro.** Il convient de noter que dans quelques États membres les niveaux des retraites sont très bas au titre du premier pilier, mais que l'épargne retraite privée y est importante (en particulier dans le secteur des pensions professionnelles) et que les valeurs d'actifs y sont élevées par rapport au PIB de l'État membre<sup>115</sup>. Aux Pays-Bas, les fonds de pension professionnels représentent environ deux tiers de l'ensemble de ces pensions dans la zone euro. Les régimes de retraite professionnels sont souvent négociés par les employeurs et les partenaires sociaux et sont fréquemment soumis à la législation sociale et au

<sup>112</sup> Cf. Eurostat « [Guide Technique de Compilation des données sur les pensions de retraite dans les comptes nationaux – Édition 2020](#) » : « Les régimes d'assurance sociale sont des systèmes dans lesquels les participants sont tenus ou encouragés par un tiers de souscrire une assurance contre certains risques sociaux ou certaines circonstances susceptibles d'affecter défavorablement leur bien-être ou celui des personnes à leur charge. [...] Contrairement aux prestations d'assurance sociale, les prestations d'assistance sociale sont payables sans avoir à justifier de cotisations préalables à un régime d'assurance sociale. »

<sup>113</sup> Les systèmes par répartition impliquent que les pensions payées aux retraités actuels sont financées par les cotisations versées par les travailleurs actuels. Il existe donc une relation essentielle entre le nombre de travailleurs et le nombre de retraités dans le système.

<sup>114</sup> Cf., par exemple, Commission européenne, « [Rapport 2018 de la Commission sur l'adéquation des retraites : adéquation actuelle et future des revenus des personnes âgées dans l'UE](#) », avril 2018.

<sup>115</sup> Aux Pays-Bas, par exemple, la moitié environ de l'ensemble des revenus des retraites provient du deuxième et du troisième pilier des pensions (le premier pilier constituant un filet de sécurité pour prévenir la pauvreté). C'est l'explication principale du ratio élevé des actifs au titre des pensions rapportés au PIB (qui a dépassé 200 %).

droit du travail du pays, ce qui a une incidence sur les structures de gouvernance des fonds de pension.

**Le secteur des fonds de pension de la zone euro est fortement concentré dans quelques pays.** Dans la zone euro, les Pays-Bas se distinguent par leur part exceptionnellement importante, suivis par l'Allemagne. Une autre caractéristique du secteur des fonds de pension dans la zone euro est l'hétérogénéité du nombre d'établissements déclarants avec, dans certains pays, de grands nombres de déclarants représentés par des fonds de pension de petite taille (par exemple, en Irlande et à Chypre<sup>116</sup>), tandis que d'autres pays ne comptent qu'un petit nombre de fonds de pension.

**Les actifs des fonds de pension ont augmenté dans la plupart des pays de la zone euro depuis 2008.** Bien que cette croissance en pourcentage du PIB d'un pays ait varié d'un pays à l'autre, la tendance à la hausse a été continue, dans la plupart des cas, en dépit de la crise financière (cf. graphique 3).

### Graphique 3

#### Total des actifs en pourcentage du PIB national

(données annuelles, 2008 à 2019 ; l'échelle de droite s'applique aux Pays-Bas)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La Grèce, l'Irlande, l'Italie et Chypre sont exclues en raison de données manquantes. La France et Malte sont exclues en l'absence de secteur des fonds de pension au sens du SEC 2010 au cours de la période couverte par le graphique.

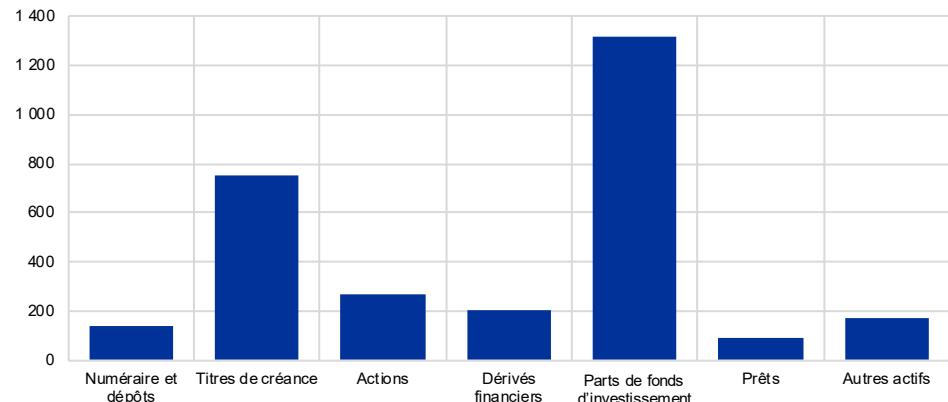
**Les catégories d'actifs les plus couramment détenues par les fonds de pension de la zone euro sont les parts de fonds d'investissement, suivies par les titres de créance (cf. graphique 4).** Les autres investissements, à plus petite échelle, comprennent les actions, les produits financiers dérivés, les devises et les prêts.

<sup>116</sup> Dans le cadre des travaux préparatoires menés lors de la rédaction du projet de règlement, plus de 75 000 fonds de pension ont été identifiés en Irlande et environ 2 000 à Chypre.

#### Graphique 4

#### Actifs détenus par les fonds de pension de la zone euro

(en milliards d'euros ; T2 2020)



Source : Calculs de la BCE

Note : Les « autres actifs » comprennent les réserves de fonds de pension, les actifs non financiers et les autres actifs.

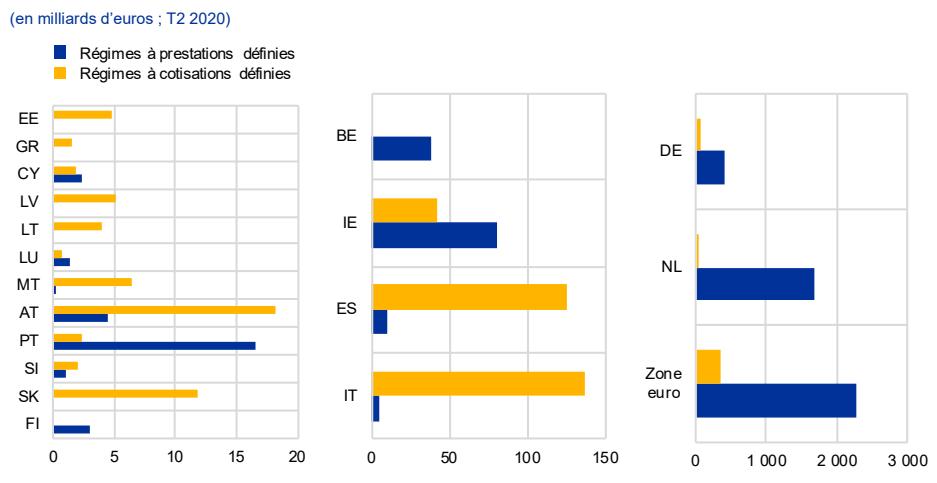
#### Les principaux engagements des fonds de pension (plus de 95 % du total dans la zone euro) sont les provisions techniques d'assurance/les droits à pension.

Dans la zone euro, les régimes à prestations définies<sup>117</sup> représentent plus de 85 % du total des droits à pension. Toutefois, dans la plupart des pays de la zone euro, un changement s'est produit ces dernières années au détriment des régimes à prestations définies et au profit des régimes à cotisations définies<sup>118</sup>, mais son effet sur les encours ne devrait pas être observable avant quelques années d'accumulation (cf. graphique 5).

<sup>117</sup> Dans un régime de retraite à prestations définies, les prestations au moment de la retraite sont prédéterminées par une formule fondée sur l'historique des revenus, la durée de vie active et l'âge de la personne. Les prestations à l'âge de la retraite ne dépendent pas directement des rendements des placements, car ils sont fixés à l'avance. En revanche, dans les régimes à cotisations définies, des comptes individuels sont ouverts à l'intention des cotisants et les prestations sont définies en fonction des montants crédités sur ces comptes et des produits des placements. Dans ces dispositifs, les prestations futures fluctuent sur la base des produits des placements, et les prestataires (généralement les employeurs) n'ont aucune obligation d'apporter d'autres contributions au dispositif s'il évolue défavorablement ; cela est expliqué plus en détail avec les nouvelles statistiques disponibles dans la section 3. Les dispositifs hybrides comprennent à la fois des composantes à prestations définies et des composantes à cotisations définies.

<sup>118</sup> Cf. Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, *Consumer Trends Report 2019*, Luxembourg, Office des publications de l'Union européenne, 2019.

**Graphique 5**  
Droits à pension par pays et type de régime



Source : Calculs de la BCE.

## 2 Règlement de la BCE relatif aux statistiques sur les fonds de pension

**Les exigences juridiques applicables aux statistiques harmonisées relatives aux fonds de pension sont définies dans le Règlement BCE/2018/2<sup>119</sup>.**

Le règlement définit les normes statistiques à respecter par les fonds de pension pour la déclaration des informations portant sur leurs actifs et leurs passifs. Avant l'introduction des statistiques harmonisées, les données ont été collectées dans la mesure du possible par les banques centrales nationales, qui ont utilisé des sources autres que la collecte directe pour calculer ces données. Le règlement est complété par l'orientation BCE/2019/18<sup>120</sup>, qui définit les procédures que les banques centrales nationales doivent suivre pour la déclaration des statistiques relatives aux fonds de pension auprès de la BCE.

**Le règlement de la BCE vise à améliorer la disponibilité et la qualité des données déclarées par les fonds de pension et à accroître l'harmonisation et la comparabilité des données entre pays.** Les nouvelles statistiques sur les fonds de pension fournissent un ensemble de données plus vaste et plus harmonisé, ce qui se traduit par une base d'informations plus solide pour la prise de décision en matière de politique monétaire, à des fins de stabilité financière (y compris du point de vue<sup>121</sup> macroprudentiel) et pour un meilleur calcul des statistiques des comptes de la zone euro. Des données supplémentaires impliquent davantage de transparence sur les activités des fonds de pension. Cela est vital, dans la mesure

<sup>119</sup> Règlement (UE) 2018/231 de la Banque centrale européenne du 26 janvier 2018 relatif aux obligations de déclaration statistique applicables aux fonds de pension (BCE/2018/2) (JO L 45, 17.02.2018, p. 3).

<sup>120</sup> Cf. l'Orientation (UE) 2019/1386 de la Banque centrale européenne du 7 juin 2019 modifiant l'orientation BCE/2014/15 relative aux statistiques monétaires et financières (BCE/2019/18) (JO L 232, 06.09.2019, p. 1)

<sup>121</sup> Cf. Serrano (A.S.) et Peltonen (T.), « *Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives* », Occasional Paper Series, n° 17, CERS, juillet 2020.

où les réformes du secteur des retraites concernent l'ensemble de l'Union européenne et où on observe également une évolution au détriment des régimes à prestations définies et au profit des régimes à cotisations définies. Un autre avantage des données supplémentaires déclarées dans le cadre du règlement BCE est qu'elles ouvrent de nouvelles pistes de recherche sur des sujets tels que l'impact des fonds de pension sur l'économie et le secteur financier. Plusieurs exemples d'utilisation des nouvelles statistiques relatives aux fonds de pension sont présentés en détail dans la section 3.

**Le règlement couvre les fonds de pension autonomes, tels que définis par le Système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC 2010)<sup>122</sup>.**

Les fonds de pension sont des sociétés financières qui sont principalement impliquées dans l'intermédiation financière en raison de la mutualisation des risques sociaux et des besoins de leurs membres et de leurs bénéficiaires. Environ 76 % des droits à pension totaux sont des engagements<sup>123</sup> des fonds de pension d'après les comptes de la zone euro (cf. graphique 6). Les sociétés d'assurance peuvent également proposer des dispositifs d'épargne qui sont enregistrés comme des pensions, notamment si la participation à un tel système est intégrée à un contrat de travail. Les engagements des sociétés d'assurance représentent 9 % du total des droits à pension<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> Au moment de la mise en œuvre du règlement, il n'existait en France aucun fonds de pension satisfaisant à la définition du SEC 2010.

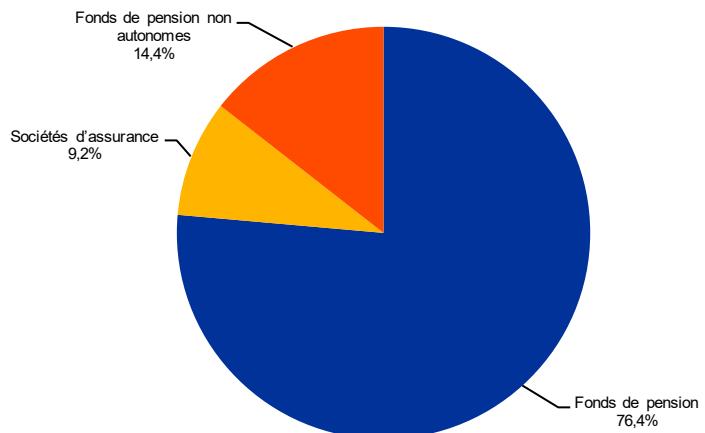
<sup>123</sup> Ces droits à pension sont ceux couverts par le deuxième pilier (les pensions professionnelles) et le troisième pilier (par exemple, les régimes de retraite individuels proposés par les fonds de pension) dans la figure 1.

<sup>124</sup> Les régimes de retraite proposés par les sociétés d'assurance entrent dans le cadre des statistiques relatives aux sociétés d'assurance. Les produits d'épargne volontaire, comme les polices d'assurance vie individuelle et les rentes, ne sont pas considérés comme des régimes de retraite mais sont enregistrés comme assurance vie et rentes dans les statistiques d'assurance et dans les comptes de la zone euro.

## Graphique 6

### Droits à pension par secteur

(parts du total des droits à pension dans la zone euro ; T1 2020)



Sources : Comptes de la zone euro et calculs de la BCE.  
Note : Les « fonds de pension non autonomes » recouvrent les sociétés non financières, les institutions financières monétaires, les autres institutions financières, les administrations publiques et les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

**Seuls les fonds de pension qui sont des unités institutionnelles distinctes des unités qui les créent sont inclus dans les statistiques relatives aux fonds de pension.** Dans certains pays, les employeurs peuvent créer des dispositifs de retraite pour leurs employés sans recourir à un fonds de pension ou à une société d'assurance. Ces dispositifs non autonomes ne sont pas inclus dans les statistiques relatives aux fonds de pension. Lorsque les engagements au titre des retraites sont inscrits au bilan des employeurs, ils sont recensés dans les comptes de la zone euro. Les dispositifs non autonomes représentent environ 14 % du total des droits à pension. Les régimes de sécurité sociale ne sont pas inclus dans la définition de base des pensions<sup>125</sup> (cf. le premier pilier de la figure 1).

**Les statistiques relatives aux fonds de pension constituent une source importante de données pour les comptes de la zone euro, non seulement en ce qui concerne les données relatives au sous-secteur des fonds de pension, qui est présenté séparément dans les comptes financiers<sup>126</sup>, mais également s'agissant des informations sur les placements financiers des ménages auprès de ces fonds.** Le règlement relatif aux fonds de pension fournit une base stable pour les encours et la ventilation des flux entre les transactions financières, les réévaluations et les autres variations en volume<sup>127</sup>. Cela améliore

<sup>125</sup> Les droits à pension en tant qu'actifs et passifs financiers comptabilisés dans le cadre des comptes financiers nationaux et des prestations de sécurité sociale sont présentés ensemble dans le tableau 29 « Droits à pension acquis à une date donnée dans le cadre de l'assurance sociale » du [programme de transmission des données du SEC 2010](#) (cf. également l'encadré intitulé « [Droits à pension acquis à une date donnée par les ménages dans les différents pays de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019).

<sup>126</sup> Dans les comptes du secteur non financier, les fonds de pension sont couverts en tant que partie des comptes financiers ; les transactions non financières ne sont généralement pas disponibles par sous-secteur.

<sup>127</sup> Il s'agit de reclassements dans le cadre du règlement BCE.

significativement la compilation des données relatives aux fonds de pension et aux placements financiers des ménages dans les comptes financiers.

**La coopération avec l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) a été un facteur essentiel pour réduire au minimum la charge déclarative pesant sur les fonds de pension et garantir la cohérence entre les données prudentielles et les données statistiques.** Les instances concernées de l'AEAPP et de la BCE ont coopéré étroitement afin d'élaborer les définitions, le cadre méthodologique et le format de transmission pour les statistiques du SEBC et pour les déclarations d'informations prudentielles<sup>128</sup>. On est parvenu à un degré très élevé de convergence entre les obligations de déclaration, le contenu des données, leur délai de fourniture et leur couverture. Cela donne aux autorités nationales la possibilité de mettre en place un flux de déclaration unique pour les fonds de pension afin de réduire la charge déclarative et de maximiser la cohérence entre les données utilisées pour la supervision et celles utilisées dans les statistiques macroéconomiques<sup>129</sup>.

**En 2017, la BCE a lancé une consultation publique<sup>130</sup> sur le projet de règlement relatif aux obligations de déclaration statistique pour les fonds de pension.** Les documents clés – à savoir le projet de règlement, une synthèse de l'analyse comparative des avantages et des coûts menée en 2016, et les questions fréquemment posées – ont été mis à disposition sur le site internet de la BCE au titre des informations générales. La consultation publique a été déterminante pour trouver un juste équilibre entre les besoins des utilisateurs et les coûts pour les agents déclarants et a également constitué le fondement de certains réglages fins sur le plan technique.

**Conformément au cadre de déclaration des fonds de pension, les banques centrales nationales déclarent à la BCE les données de stocks de fin de trimestre<sup>131</sup> ainsi que les ajustements trimestriels liés aux reclassements et aux réévaluations.** De plus, les données annuelles relatives aux membres des régimes de retraite sont également ventilées entre membres en activité, titulaires de droits différés et membres à la retraite. Les stocks se rapportent à la valeur de l'actif ou du passif à la fin du trimestre ou de l'année de référence. Les ajustements au titre des réévaluations se rapportent aux variations des stocks liées aux variations des prix ou des taux de change. Les transactions se rapportent à la somme de l'ensemble des achats nets (moins les cessions) d'un type d'actif donné au cours de la période et de l'accroissement net (entrées moins sorties) des passifs. De plus, la distinction entre les régimes à prestations définies et les régimes à cotisations

<sup>128</sup> Cf. « *Decision of the Board of Supervisors on EIOPA's regular information requests towards NCAs regarding provision of occupational pensions information* », EIOPA-BoS/18-114, 10 avril 2018.

<sup>129</sup> Un cadre technique commun, fondé sur la taxonomie XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), a été mis en place par l'AEAPP pour faciliter l'intégration.

<sup>130</sup> Les documents relatifs à la consultation publique peuvent être consultés [ici](#).

<sup>131</sup> Les BCN établissent des estimations trimestrielles des passifs s'ils ne sont pas déclarés par le secteur. Les droits à pension sont la rubrique principale qui doit être estimée. Comme fixé par le règlement, quand les données relatives aux passifs ne sont pas déclarées directement chaque trimestre, les BCN doivent calculer des estimations trimestrielles des passifs des fonds de pension à partir des données fournies annuellement. À cet effet, la BCE a publié un guide d'élaboration des statistiques (*Compilation Guide*), qui recense les exigences prudentielles et statistiques en collaboration avec l'AEAPP et les méthodologies adoptées pour l'estimation des passifs trimestriels.

définies peut être complétée par les informations déclarées titre par titre<sup>132</sup> et par la liste des fonds de pension<sup>133</sup>. Les taux de croissance seront calculés à partir d'un indice obtenu en divisant les transactions par les stocks au début de la période à laquelle ils se rapportent.

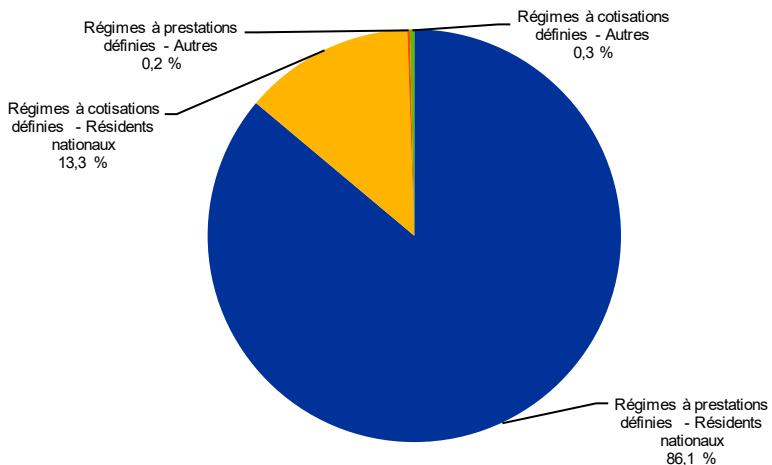
### 3 Nouvelles données de la zone euro pour les statistiques relatives aux fonds de pension

**Les fonds de pension de la zone euro se procurent des capitaux auprès des membres résidents.** Plus de 99 % des droits à pension, la principale rubrique du passif, proviennent de l'État membre dans lequel est situé le fonds de pension, faisant apparaître un biais domestique important et mettant également en évidence le faible niveau des activités transfrontières exercées par les fonds de pension (cf. graphique 7).

**Graphique 7**

Répartition géographique des droits à pension dans la zone euro par régime – lieu de résidence des bénéficiaires

(en milliards d'euros ; T2 2020)



Source : Calculs de la BCE.

#### Les fonds de pension investissent dans une zone géographique plus large.

Les actifs des fonds de pension de la zone euro ont une répartition géographique plus large que leurs passifs, avec seulement 55 % des actifs investis au niveau domestique. Les parts de fonds d'investissement sont principalement investies dans des fonds d'investissement domestiques, tandis que les titres de créance, par

<sup>132</sup> Les déclarations titre par titre et la liste des fonds de pension seront également des données complémentaires essentielles dans l'analyse du passage de régimes à prestations définies à des régimes à cotisations définies où les risques liés à l'investissement sont supportés par les adhérents ou les bénéficiaires. Même si ce changement peut réduire les risques financiers directs pour les fonds de pension, il nécessite un suivi renforcé des régimes à cotisations définies, qui peuvent avoir un impact économique significatif sur le patrimoine net des ménages.

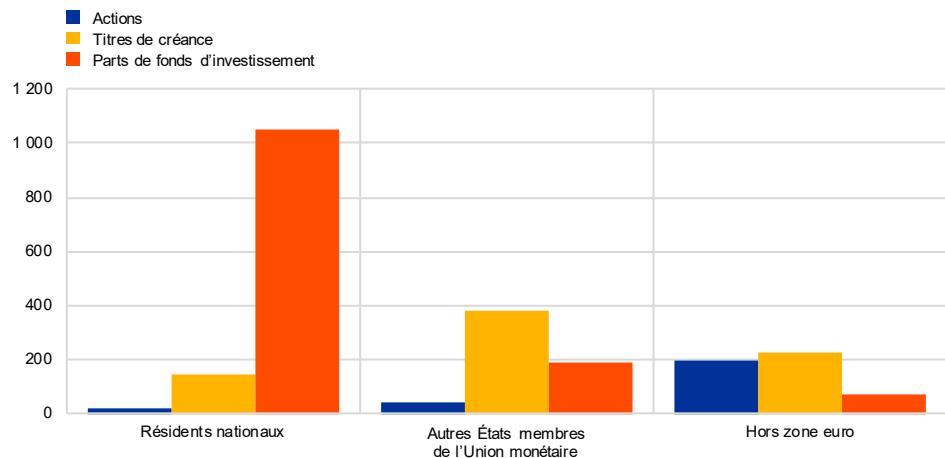
<sup>133</sup> Cf. l'[Orientation \(UE\) 2019/1335](#) de la Banque centrale européenne du 7 juin 2019 modifiant l'orientation (UE) 2018/876 sur le registre des données relatives aux institutions et aux filiales (BCE/2019/17) (JO L 208, 08.08.2019, p. 47)

exemple, ont tendance à être investis sur des émetteurs situés dans d'autres pays de la zone euro (c'est-à-dire en dehors du pays dans lequel est situé le fonds de pension). En ce qui concerne les actions, les avoirs les plus importants proviennent d'émetteurs résidant hors de la zone euro (cf. graphique 8).

### Graphique 8

#### Répartition géographique des actifs

(en milliards d'euros ; T2 2020)



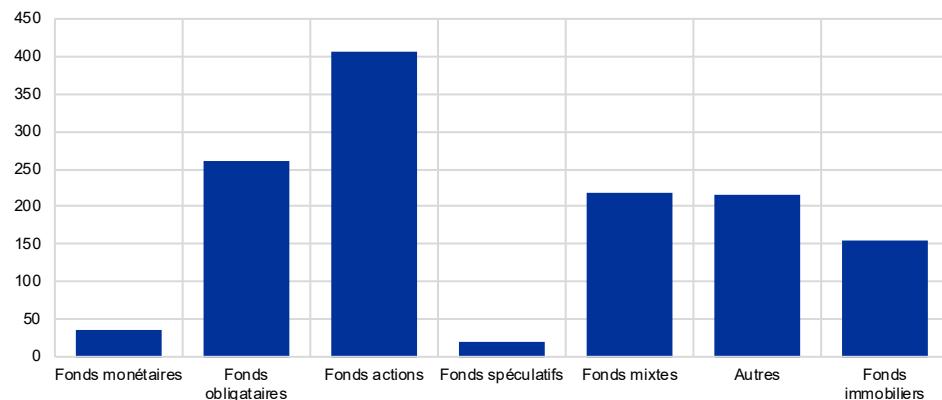
Source : Calculs de la BCE.

**La ventilation par types de fonds d'investissement, à présent disponible, est essentielle pour l'analyse de l'interconnexion du secteur des fonds de pension.** Dans la précédente collecte des données relatives aux fonds de pension, seul le montant en valeur absolue de toutes les parts de fonds d'investissement – la catégorie d'actifs détenus la plus importante – était déclaré. Par conséquent, les données relatives à l'exposition réelle des fonds de pension aux variations des marchés boursiers et des marchés de la dette n'étaient pas disponibles. Dans le cadre du règlement, lorsque les fonds de pension déclarent des parts de fonds d'investissement, ils doivent spécifier dans quel type de fonds ils investissent (à savoir, fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds spéculatifs, fonds immobiliers ou autres fonds) (cf. graphique 9). Les nouvelles déclarations montrent que les actions sont la principale catégorie de parts de fonds d'investissement détenues par les fonds de pension de la zone euro, suivies par les fonds obligataires et les fonds mixtes, qui combinent les deux catégories précédentes.

### Graphique 9

#### Parts de fonds d'investissement par catégorie

(en milliards d'euros ; T2 2020)



Source : Calculs de la BCE.

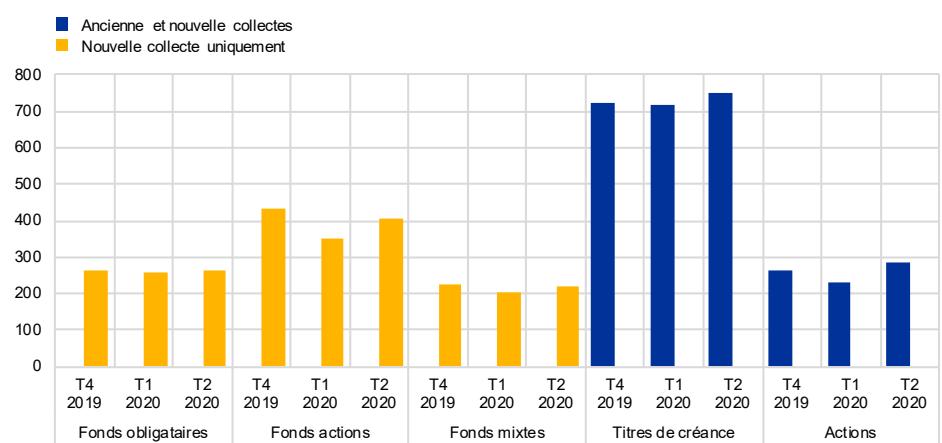
### L'exposition des fonds de pension de la zone euro aux marchés boursiers et de la dette peut être analysée plus en détail à l'aide des nouvelles ventilations.

Par exemple, l'effet de la crise de la COVID-19 sur les fonds de pension au premier trimestre 2020 peut à présent être analysé en détail : la pandémie a affecté l'actif des bilans des fonds de pension principalement par le biais de leur exposition aux marchés boursiers, mesurée non seulement par les actions qu'ils détiennent directement mais également par leurs parts de fonds d'investissement actions (et mixtes) (cf. graphique 10). Les avoirs en parts de fonds actions ont diminué de 15 % tandis que ceux en fonds obligataires ont été stables tout au long du trimestre, les moins-values de réévaluation étant principalement compensées par des transactions positives. Sans cette nouvelle ventilation, toutes les données relatives aux types de fonds seraient fusionnées, dressant ainsi un tableau moins clair.

### Graphique 10

#### Avoirs en instruments de dette et en actions

(en milliards d'euros ; T2 2020)



Source : Calculs de la BCE.

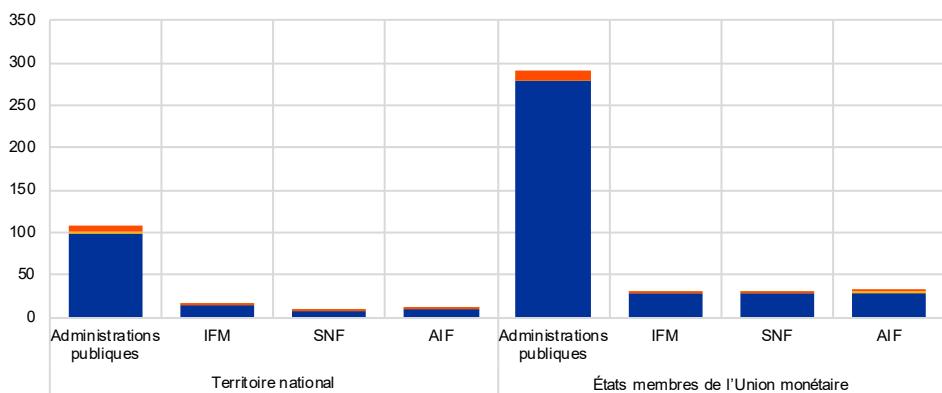
**Sur les marchés de la dette, les fonds de pension investissent principalement à long terme et en obligations d'État.** Parmi les titres de créance détenus, 96 % ont des durées initiales supérieures à un an. Aussi bien au niveau domestique que dans les autres pays de la zone euro, les fonds de pension détiennent davantage d'instruments de dette des administrations publiques que d'instruments de dette des institutions monétaires et financières et des sociétés non financières cumulés (cf. graphique 11).

### Graphique 11

Avoirs en titres de créance par principaux secteurs émetteurs, zones géographiques et échéances

(en milliards d'euros ; T2 2020)

■ > à 2 ans  
■ > à 1 an et ≤ à 2 ans  
■ ≤ à 1 an

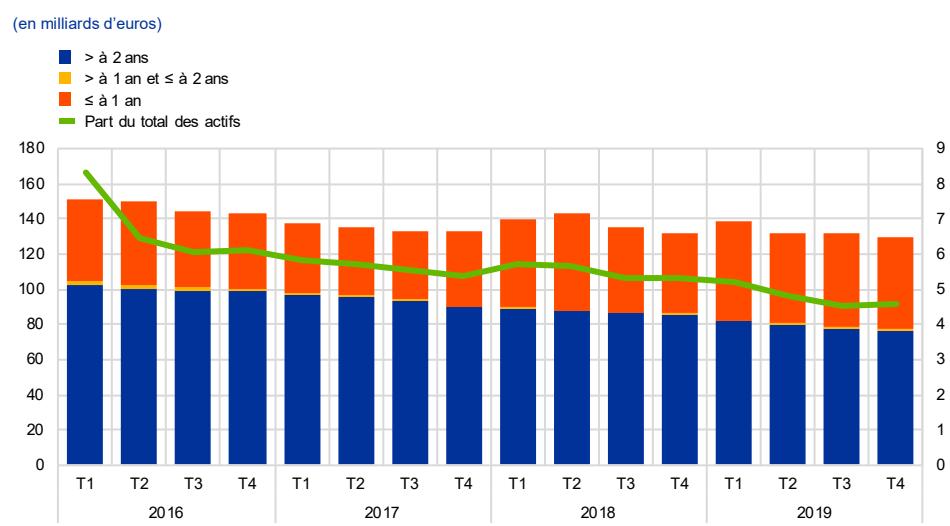


Source : Calculs de la BCE.

Note : « IFM » signifie institutions financières monétaires, « SNF » sociétés non financières et « AIF » autres institutions financières.

**Les placements en numéraire et dépôts sont également davantage orientés à long terme.** Fin 2019, 60 % des avoirs en numéraire et dépôts des fonds de pension de la zone euro avaient des échéances supérieures à deux ans (cf. graphique 12). Même si la part des dépôts à court terme a augmenté au fil du temps, le numéraire et les dépôts ont légèrement perdu de l'importance dans les bilans des fonds de pension dans le cadre d'un mouvement général en faveur des placements à plus long terme.

**Graphique 12**  
Avoirs en numéraire et dépôts



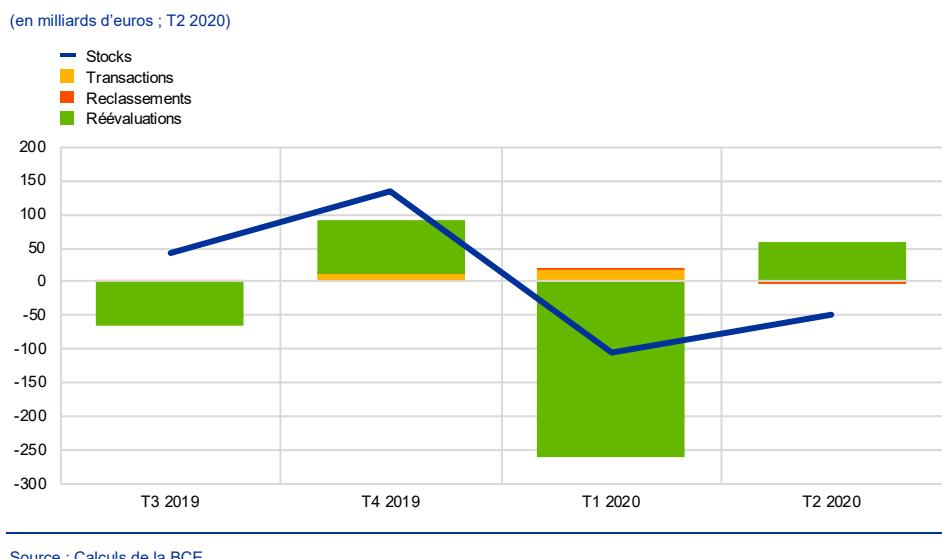
Source : Calculs de la BCE.

**La valeur nette correspond au solde d'un compte de patrimoine dans le bilan statistique<sup>134</sup> et son évolution peut être mieux comprise à l'aide des nouvelles données relatives aux ajustements liés aux réévaluations.** Dans un régime de retraite à prestations définies, le niveau des prestations de retraite promises aux salariés affiliés est calculé selon une formule convenue d'avance. Dans la mesure où les actifs sont valorisés aux prix de marché, leur valeur pourrait être supérieure ou inférieure aux droits à pension promis, entraînant une valeur positive ou négative du fonds de pension, respectivement. Lorsque la valeur nette devient négative, un fonds de pension peut être considéré comme étant en situation de sous-financement<sup>135</sup>. Un autre avantage de la nouvelle collecte de données est la disponibilité de données relatives aux réévaluations et aux reclassements, qui peuvent contribuer à expliquer pourquoi la valeur nette augmente ou diminue. La valeur nette des fonds de pension de la zone euro a diminué, revenant de 124 milliards d'euros au quatrième trimestre 2019 à – 122 milliards au premier trimestre 2020. Cette baisse peut s'expliquer principalement par les réévaluations négatives nouvellement déclarées au premier trimestre 2020 (cf. graphique 13), reflétant les évolutions exceptionnelles observées sur les marchés au cours de ce trimestre en raison de la pandémie.

<sup>134</sup> Dans un régime à cotisations définies, les prestations versées dépendent de la performance des actifs acquis par le régime de retraite. Le passif d'un tel régime est égal à la valeur de marché courante des actifs du fonds. La valeur nette de celui-ci est toujours nulle.

<sup>135</sup> Les nouvelles statistiques relatives aux fonds de pension couvrent également les éventuelles positions financières entre les fonds de pension et les « gérants des systèmes de pension », tels que définis par le SEC 2010. Si l'employeur reste responsable en cas de déficit de financement, le fonds de pension peut enregistrer une créance vis-à-vis de celui-ci. Dans la pratique, les pénuries de financement peuvent être résolues en augmentant les contributions des employeurs et des salariés et/ou en ajustant les prestations en fonction des dispositions légales nationales.

**Graphique 13**  
Évolution de la valeur nette



Source : Calculs de la BCE.

## 4 Conclusions

**Les fonds de pension ont un rôle double : aider les particuliers à se constituer une épargne-vieillesse et allouer les capitaux à long terme de manière efficiente entre les entreprises, les secteurs et les marchés mondiaux.** Sur les marchés mondiaux de capitaux, les fonds de pension figurent parmi les investisseurs les plus importants et qui enregistrent la croissance la plus rapide. Leurs placements sont diversifiés en termes d'instruments financiers, de secteurs et de lieux géographiques. Leur rôle dans le financement des administrations publiques de la zone euro et des sociétés non financières par le biais de leurs placements en titres de créance et en actions est également en augmentation. Les répercussions de la crise financière et de la pandémie, l'environnement de taux d'intérêt bas et le vieillissement de la population européenne ont mis en évidence la nécessité de disposer de données de meilleure qualité, plus granulaires et d'une plus grande comparabilité sur ce secteur. Auparavant, les lacunes dans les données et la comparabilité insuffisante d'un pays à l'autre rendaient difficile une compréhension globale du rôle de ce secteur dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, des flux de trésorerie et des risques associés aux obligations au titre des pensions, ainsi que des risques associés aux stratégies d'investissement des fonds de pension et de leur interconnexion avec le reste du système financier et l'économie réelle. C'est pour cette raison qu'il est essentiel de disposer de statistiques de bonne qualité et harmonisées sur les fonds de pension de la zone euro.

**Les nouvelles statistiques de la zone euro relatives aux fonds de pension constituent à plusieurs égards une amélioration de l'ensemble de données précédent.** Le nouvel ensemble de données se caractérise par a) des concepts harmonisés respectant les normes statistiques internationales et garantissant la

cohérence de l'ensemble de données avec les données prudentielles ; b) une couverture exhaustive des institutions ; c) des ventilations détaillées des actifs et des passifs, y compris par échéance, secteur de contrepartie et zone géographique ; d) des données sur les transactions et les ajustements (par exemple les réévaluations et les reclassements) et e) une publication plus rapide des données. De plus, elles constituent une composante essentielle pour la compilation des données relatives aux fonds de pension et aux placements financiers des ménages dans les comptes financiers.

# 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> (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro euro <sup>2)</sup> (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	2,2	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,3	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T3	0,6	0,6	0,3	0,0	1,0	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
T4	0,4	0,6	0,1	-1,8	1,6	0,0	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 T1	-3,5	-1,3	-2,5	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
T2	-6,9	-9,0	-19,8	-7,9	11,7	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
2020 Avril	—	—	—	—	—	—	0,8	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
Mai	—	—	—	—	—	—	0,7	1,5	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1
Juin	—	—	—	—	—	—	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3
Juillet	—	—	—	—	—	—	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
Août	—	—	—	—	—	—	1,2	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4	0,5	0,0	1,7	-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
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	4,0	8,0
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,3	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,6	-0,3	-0,8
2019 T4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,9	-2,2	0,6
2020 T1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,2
T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,3
T3	51,8	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,5	51,5	48,9	—	—	—
2020 Mai	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,3	32,9	-8,4	-6,8	-10,0
Juin	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-9,7	-9,2	-10,3
Juillet	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	-4,5	-4,8	-4,1
Août	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	4,0	2,4	5,9
Septembre	52,6	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	52,9	52,4	51,0	—	—	—
Octobre	—	55,5	—	—	—	49,4	—	—	—	—	—	—

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) <sup>2)</sup>	Zone euro <sup>1)</sup>						États-Unis	Japon
		Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	–	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02	
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05	
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08	
2020 Mars	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09	
Avril	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01	
Mai	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03	
Juin	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05	
Juillet	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05	
Août	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05	
Septembre	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09	

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

### 2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantané			
	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	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020 Mars	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09	
Avril	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01	
Mai	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12	
Juin	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03	
Juillet	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04	
Août	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15	
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	

Source : Calculs de la BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0		
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7		
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2		
2020 Mars	308,5	2824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2652,4	18974,0		
Avril	310,3	2839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2763,2	19208,4		
Mai	322,1	2909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2919,6	20543,3		
Juin	353,9	3237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3104,7	22486,9		
Juillet	362,0	3316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3207,6	22529,5		
Août	361,8	3297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3391,7	22874,2		
Sept.	359,2	3260,7	800,6	228,0	255,8	101,8	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3365,5	23306,9		

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>	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			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans					
	1	2	3	4			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2019	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48		
	Octobre	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44		
	Novembre	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47		
	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41		
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,62	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43		
	Février	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41		
	Mars	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39		
	Avril	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44		
	Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42		
	Juin	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42		
	Juillet	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,91	4,83	5,27	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40		
	Août <sup>(p)</sup>	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,87	5,46	5,34	5,90	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40		

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (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 renouvelables et découverts		Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :					≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
		≤ 2 ans	> 2 ans				Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an				
	1	2	3				4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2019	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54				
	Octobre	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56				
	Novembre	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55				
	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56				
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55				
	Février	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52				
	Mars	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46				
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47				
	Mai	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46				
	Juin	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49				
	Juillet	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51				
	Août <sup>(p)</sup>	0,00	-0,20	0,38	1,85	1,88	1,90	1,93	1,57	1,40	1,47	1,29	1,30	1,20	1,51				

Source : BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes <sup>1)</sup>							
	Total	IFM (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	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1 283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2020	Mars	1 368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
	Avril	1 478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
	Mai	1 595	521	184	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
	Juin	1 670	535	190	.	119	673	153	516	198	82	.	46	139	50
	Juillet	1 666	513	158	.	122	728	146	477	181	59	.	41	157	39
	Août	1 665	504	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
Long terme															
2017	15 353	3 560	3 059	.	1 224	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15 745	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16 312	3 818	3 397	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7	
2020	Mars	16 515	3 846	3 421	.	1 336	7 276	636	250	58	66	.	16	91	19
	Avril	16 708	3 943	3 417	.	1 373	7 326	648	460	135	70	.	54	180	20
	Mai	16 878	3 945	3 416	.	1 407	7 447	663	341	58	52	.	50	162	19
	Juin	17 104	3 973	3 452	.	1 434	7 569	676	424	100	94	.	38	172	20
	Juillet	17 108	3 936	3 161	.	1 445	7 891	675	305	55	66	.	32	140	12
	Août	17 199	3 930	3 180	.	1 443	7 969	678	162	21	45	.	3	85	8

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 finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres ad- ministrations publiques			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2017	16 593,3	4 079,8	3 214,5	.	1 293,4	7 304,7	700,9	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6			
2018	16 962,3	4 192,8	3 331,2	.	1 319,0	7 445,8	673,5	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2			
2019	17 595,3	4 368,2	3 577,9	.	1 405,5	7 557,2	686,5	8 595,6	546,0	1 410,7	6 638,8			
2020	Mars	17 883,1	4 392,0	3 603,9	.	1 439,4	7 725,9	721,9	6 448,6	333,9	975,0	5 139,7		
	Avril	18 186,3	4 470,5	3 602,9	.	1 490,6	7 863,6	758,7	6 969,6	343,3	1 081,6	5 544,7		
	Mai	18 472,9	4 466,5	3 599,8	.	1 535,6	8 063,6	807,3	7 276,6	362,9	1 115,6	5 798,1		
	Juin	18 774,1	4 508,0	3 641,6	.	1 552,5	8 242,3	829,6	7 513,9	392,0	1 171,0	5 950,8		
	Juillet	18 774,6	4 448,9	3 318,8	.	1 566,6	8 618,8	821,5	7 439,4	380,0	1 149,4	5 910,0		
	Août	18 864,1	4 433,3	3 333,4	.	1 564,3	8 713,2	820,0	7 726,8	398,8	1 191,3	6 136,7		
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	Mars	2,7	1,8	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0		
	Avril	4,4	3,4	4,6	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0		
	Mai	5,9	3,2	4,1	.	10,2	6,4	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0		
	Juin	7,3	4,5	4,6	.	11,7	8,2	20,3	0,0	-0,2	0,1	0,0		
	Juillet	7,3	3,1	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1		
	Août	7,7	2,8	4,5	.	12,1	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3		

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
2017	97,5	93,5	92,4	89,1	80,5	94,1	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4
2019 T4	97,7	92,4	91,8	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4
2020 T1	97,5	91,8	91,6	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2
T2	98,8	93,1	92,8	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4
T3	101,2	94,9	94,7	-	-	-	121,7	95,6
2020 Avril	98,2	92,6	92,5	-	-	-	117,5	93,1
Mai	98,4	92,8	92,2	-	-	-	117,6	93,0
Juin	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1
Juillet	100,5	94,6	94,0	-	-	-	120,3	94,9
Août	101,6	95,2	95,1	-	-	-	122,4	96,1
Septembre	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,5	95,8
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2020 Septembre	0,0	-0,2	-0,1	-	-	-	0,0	-0,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2020 Septembre	3,5	2,1	3,0	-	-	-	6,2	4,1

Source : BCE.

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

### 2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
T2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
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
2020 Avril	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
Juin	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
Juillet	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
Août	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
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
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2020 Septembre	-2,0	0,5	2,2	-0,1	3,3	-0,7	1,7	1,0	0,5	1,2	0,2	-0,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2020 Septembre	2,6	1,9	3,4	-0,3	8,5	5,3	2,7	2,1	2,6	-2,5	-1,1	7,2

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	T3	28 130,2	28 289,3	-159,1	11 619,9	9 430,6	9 659,0	12 064,2	-88,7	6 113,1	6 794,4	827,0	15 370,8
	T4	27 888,1	27 893,4	-5,3	11 525,2	9 371,8	9 908,1	12 136,7	-50,3	5 691,4	6 384,9	813,6	14 734,6
2020	T1	27 524,7	27 557,2	-32,5	11 273,3	9 310,5	8 904,3	11 168,6	-64,0	6 544,8	7 078,1	866,3	15 505,2
	T2	28 050,8	28 062,8	-12,0	11 192,0	9 363,8	9 859,8	11 934,7	-33,0	6 127,1	6 764,3	905,0	15 182,1
encours en pourcentage du PIB													
2020	T2	243,5	243,6	-0,1	97,2	81,3	85,6	103,6	-0,3	53,2	58,7	7,9	131,8
Flux													
2019	T3	492,2	401,8	90,4	180,5	151,4	150,6	195,5	-2,1	163,0	54,9	0,1	-
	T4	-341,5	-423,6	82,1	-144,7	-62,6	155,2	11,6	-5,3	-344,2	-372,7	-2,5	-
2020	T1	609,3	597,7	11,6	-33,4	-60,5	-127,4	59,1	12,2	754,5	599,1	3,4	-
	T2	93,1	87,1	6,0	22,9	155,8	383,3	188,8	37,5	-353,8	-257,6	3,3	-
2020	Mars	-9,6	-11,0	1,4	-53,5	-47,6	-212,9	-98,1	-2,0	255,3	134,8	3,6	-
	Avril	92,2	118,9	-26,7	-6,8	24,8	165,1	1,7	10,6	-78,3	92,4	1,7	-
	Mai	95,0	103,7	-8,7	81,8	139,7	104,0	58,5	9,3	-101,7	-94,4	1,7	-
	Juin	-94,1	-135,6	41,4	-52,1	-8,6	114,2	128,6	17,6	-173,7	-255,6	-0,1	-
	Juillet	174,2	188,4	-14,2	33,0	13,8	25,3	58,7	6,4	110,1	116,0	-0,5	-
	Août	98,4	62,7	35,7	62,1	36,6	41,8	44,5	-0,1	-6,8	-18,3	1,3	-
flux cumulés sur 12 mois													
2020	Août	687,2	524,5	162,8	-18,3	115,0	548,8	445,7	45,1	112,6	-36,2	-0,9	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2020	Août	6,0	4,6	1,4	-0,2	1,0	4,8	3,9	0,4	1,0	-0,3	0,0	-

Source : BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	PIB										Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Demande intérieure								Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total des bâtiments	Total des machines					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2017	11 216,7	10 731,3	6 041,3	2 301,2	2 312,1	1 099,7	714,7	491,2	76,8	485,3	5 305,5	4 820,2		
2018	11 587,6	11 119,5	6 222,7	2 368,7	2 431,3	1 178,5	745,7	500,5	96,8	468,1	5 576,2	5 108,1		
2019	11 935,4	11 492,0	6 378,0	2 453,9	2 624,3	1 259,0	771,9	586,6	35,9	443,5	5 755,6	5 312,2		
2019 T3	2 995,8	2 862,6	1 600,5	616,9	641,0	316,8	194,1	128,4	4,2	133,1	1 447,2	1 314,1		
T4	3 014,8	2 904,8	1 606,6	621,6	678,2	317,6	192,6	166,3	-1,6	110,0	1 450,6	1 340,6		
2020 T1	2 916,9	2 820,4	1 539,0	624,8	649,4	312,3	174,3	161,1	7,1	96,5	1 389,9	1 293,4		
T2	2 598,6	2 514,2	1 346,7	624,1	541,7	273,2	140,3	126,5	1,7	84,4	1 109,1	1 024,7		
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 chainés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2019 T3	0,3	-1,1	0,3	0,6	-5,0	0,9	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,4		
T4	0,0	1,1	0,1	0,3	5,6	-0,3	-0,8	29,4	-	-	0,0	2,2		
2020 T1	-3,7	-3,3	-4,5	-0,8	-5,1	-2,3	-9,8	-4,9	-	-	-3,8	-2,9		
T2	-11,8	-11,3	-12,4	-2,5	-17,1	-12,7	-19,6	-23,0	-	-	-18,8	-18,3		
variations annuelles en pourcentage														
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,3	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 T3	1,4	1,4	1,6	2,2	3,5	3,6	2,0	5,5	-	-	2,8	2,8		
T4	1,0	1,3	1,2	2,0	4,9	2,0	0,4	17,2	-	-	1,7	2,4		
2020 T1	-3,3	-1,7	-3,9	0,6	1,3	-2,2	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,3		
T2	-14,8	-14,3	-16,0	-2,4	-21,0	-14,2	-28,5	-25,3	-	-	-21,4	-20,9		
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2019 T3	0,3	-1,1	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,4	-	-		
T4	0,0	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	-0,1	1,3	-0,3	-1,0	-	-		
2020 T1	-3,7	-3,2	-2,4	-0,2	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-		
T2	-11,8	-11,0	-6,6	-0,5	-3,8	-1,4	-1,2	-1,3	-0,1	-0,8	-	-		
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 T3	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,4	0,1	0,2	-0,7	0,1	-	-		
T4	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	-	-		
2020 T1	-3,3	-1,7	-2,1	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-		
T2	-14,8	-13,9	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	-0,1	-0,9	-	-		

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	10055,8	176,2	2001,8	498,9	1909,3	469,5	468,2	1134,6	1146,6	1900,0	350,7	1160,9
2018	10383,7	174,5	2052,2	528,2	1965,0	500,3	476,8	1167,3	1206,6	1957,9	354,9	1203,9
2019	10693,0	178,5	2064,5	570,1	2026,8	530,5	481,3	1204,8	1251,4	2020,4	364,7	1242,4
2019 T3	2683,8	44,8	517,0	143,8	508,8	133,6	120,9	301,9	314,1	506,9	91,8	312,0
T4	2701,8	45,2	519,1	145,5	511,3	135,0	120,1	305,5	316,2	511,8	92,0	313,0
2020 T1	2623,9	45,1	498,3	142,0	479,4	132,9	121,2	303,5	305,5	509,6	86,4	293,0
T2	2344,6	44,8	429,9	125,9	383,3	127,5	115,3	299,5	257,1	493,0	68,3	254,0
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 T3	0,3	0,3	0,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	0,7
T4	0,0	0,7	-0,7	0,1	0,1	0,5	-0,1	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,0
2020 T1	-3,4	-1,5	-4,0	-3,1	-6,3	-1,4	-0,9	-0,9	-3,4	-2,1	-6,7	-6,6
T2	-11,9	-2,5	-14,4	-12,9	-20,6	-4,4	-2,4	-2,1	-16,4	-7,3	-21,6	-11,1
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	1,7	2,4	1,9	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,5	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,6	1,6
2019 T3	1,4	1,1	-0,6	3,1	2,0	4,8	1,3	1,5	1,7	1,1	2,0	1,9
T4	0,9	0,8	-1,3	1,6	1,6	4,3	1,1	1,7	0,6	1,1	1,4	1,7
2020 T1	-3,0	-0,8	-5,0	-2,7	-5,8	1,8	-0,1	0,3	-2,9	-1,5	-6,3	-5,9
T2	-14,6	-3,0	-18,3	-14,9	-25,3	-4,8	-3,0	-2,1	-19,1	-8,8	-26,9	-16,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2019 T3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	—
2020 T1	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	—
T2	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,2	-1,9	-1,4	-0,7	—
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	0,4	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	0,1	—
2019 T3	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	—
T4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	—
2020 T1	-3,0	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	—
T2	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,8	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,7	-0,9	—

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	Travailleurs indépendants	Agri-culture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<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 T3	1,1	1,3	-0,2	-2,2	0,7	1,7	1,0	3,3	-0,3	1,7	1,2	1,6	0,8	
T4	1,0	1,3	-0,3	-1,7	0,2	1,2	1,3	2,7	0,2	-0,2	1,1	1,6	0,9	
2020 T1	0,4	0,6	-1,2	-3,4	-0,4	1,0	0,3	2,3	0,1	-0,9	0,3	1,2	-0,1	
T2	-2,9	-3,0	-2,4	-4,4	-2,2	-1,1	-6,0	0,0	-1,8	-2,3	-3,9	0,3	-5,5	
<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 T3	0,7	1,0	-0,9	-3,1	0,1	1,1	0,6	3,3	0,0	1,6	0,8	1,3	0,7	
T4	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,7	0,1	1,3	0,7	1,2	0,2	
2020 T1	-4,0	-3,2	-7,4	-4,7	-4,3	-4,5	-6,2	0,7	-2,5	-4,9	-2,7	-1,3	-8,2	
T2	-16,8	-15,5	-22,4	-7,7	-15,8	-18,0	-27,8	-6,6	-6,7	-15,6	-16,4	-5,5	-28,3	
<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 T3	-0,4	-0,3	-0,7	-1,0	-0,6	-0,6	-0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	
T4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,2	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,5	-0,3	-0,4	-0,7	
2020 T1	-4,3	-3,8	-6,2	-1,3	-3,9	-5,4	-6,5	-1,6	-2,6	-4,1	-2,9	-2,5	-8,1	
T2	-14,3	-12,9	-20,5	-3,4	-13,9	-17,1	-23,3	-6,6	-5,0	-13,6	-13,1	-5,7	-24,1	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3 Activité économique

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Population active, millions	Sous-emploi, % de la population active	Chômage <sup>1)</sup>										Taux de vacance d'emploi <sup>3)</sup> % du total des postes	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>2)</sup>	Par âge			Par sexe					
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2019			100,0		81,9			18,3		51,3		48,7		
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,302	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,290	7,2	5,978	7,9	2,3
2019 T3	163,085	3,4	12,141	7,4	3,2	9,915	6,7	2,225	15,5	6,263	7,2	5,878	7,8	2,2
T4	163,376	3,4	11,979	7,3	3,2	9,756	6,5	2,223	15,6	6,110	7,0	5,869	7,7	2,2
2020 T1	162,278	3,4	11,737	7,2	3,1	9,521	6,4	2,217	15,7	5,970	6,9	5,768	7,6	1,9
T2	159,646	3,5	11,671	7,3	2,5	9,416	6,4	2,256	16,5	6,145	7,2	5,526	7,5	1,6
2020 Mars	–	–	11,819	7,2	–	9,646	6,5	2,173	15,4	6,063	6,9	5,756	7,6	–
Avril	–	–	11,945	7,4	–	9,670	6,5	2,275	16,7	6,249	7,2	5,696	7,6	–
Mai	–	–	12,146	7,6	–	9,881	6,7	2,265	17,0	6,269	7,3	5,877	7,9	–
Juin	–	–	12,574	7,8	–	10,219	6,9	2,355	17,6	6,562	7,6	6,012	8,1	–
Juillet	–	–	12,937	8,0	–	10,546	7,1	2,391	17,8	6,724	7,8	6,212	8,3	–
Août	–	–	13,188	8,1	–	10,728	7,2	2,460	18,1	6,841	7,9	6,347	8,4	–

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme de moyennes simples des données mensuelles. 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, pour le premier et le deuxième trimestre 2020, des données sur l'Allemagne 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 couvrent 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						Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatriculations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	3,0	8,0	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,8	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,4	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 T4	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,5	0,0	-5,8	2,1	0,6	3,5	-0,6	12,5
2020 T1	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,7	-4,7	-10,1	-27,4
T2	-20,2	-21,3	-19,5	-28,1	-13,6	-10,5	-15,6	-26,3	-6,8	3,0	-11,1	-29,4	-50,8
T3	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	-6,9
2020 Avril	-28,6	-30,2	-26,6	-41,0	-18,6	-13,4	-30,9	-37,0	-19,3	2,1	-32,1	-47,8	-79,6
Mai	-20,4	-21,6	-19,4	-28,0	-14,9	-10,5	-10,5	-28,3	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,5
Juin	-12,0	-12,5	-12,8	-15,6	-7,5	-7,4	-4,7	-13,4	1,4	1,1	3,9	-14,0	-28,1
Juillet	-7,1	-7,3	-8,8	-9,4	-2,0	-5,7	-3,4	-10,5	-0,1	1,1	-0,3	-6,3	-3,8
Août	-7,2	-7,7	-5,4	-13,2	-3,2	-3,6	-0,9	-6,7	3,7	3,2	5,9	-4,9	-15,7
Septembre	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	-1,8
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2020 Avril	-18,1	-19,5	-16,8	-26,1	-13,1	-5,8	-18,1	-24,0	-11,9	-5,5	-16,3	-28,7	-46,7
Mai	12,5	13,5	9,9	25,6	5,9	2,9	29,3	11,8	20,5	2,5	38,9	38,7	141,2
Juin	9,5	10,3	7,0	14,5	6,1	2,9	5,4	20,7	5,5	-3,2	12,1	19,3	40,1
Juillet	5,0	5,7	5,0	6,5	4,7	1,5	0,3	2,1	-1,8	0,0	-4,6	8,9	29,3
Août	0,7	0,2	3,1	-1,6	-0,7	2,3	2,6	4,6	4,4	2,4	6,1	2,1	1,0
Septembre	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	0,9

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

### 3 Activité économique

#### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 T1	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
T2	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
T3	87,0	-13,4	-	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	-	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 Mai	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
Juin	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
Juillet	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
Août	87,5	-12,8	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9
Septembre	91,1	-11,1	-	-13,9	-9,6	-8,7	-11,1	-	53,7	57,1	48,0	50,4
Octobre	-	-	-	-15,5	-	-	-	-	54,4	57,8	46,2	49,4

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)

Taux d'épargne (brut)	Ménages							Sociétés non financières					
	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement	
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) <sup>1)</sup>	Variations annuelles en pourcentage						En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,8	1,6	2,3	5,4	4,7	4,6	35,1	7,0	77,4	4,6	9,6	3,0
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,2	2,6	4,6	35,4	5,8	77,9	2,2	6,9	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	5,0	5,6	3,8	34,6	5,6	77,8	2,3	3,5	1,9
2019 T3	12,9	93,5	2,2	2,5	4,6	4,7	3,8	34,7	5,6	79,4	1,7	0,6	1,6
T4	12,9	93,8	1,0	2,6	3,1	5,6	3,8	34,6	5,6	77,8	2,3	-7,8	1,9
2020 T1	13,8	93,6	0,9	2,7	0,0	2,9	4,2	33,6	4,4	79,0	2,3	0,0	2,0
T2	16,5	94,8	-3,5	3,3	-14,3	3,8	4,3	30,9	3,8	83,6	2,6	-28,1	1,9

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital <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	T3	1103,8	1021,6	82,3	605,3	520,8	252,4	224,9	217,5	206,3	28,5	69,7	10,2	12,9
	T4	1096,7	1038,3	58,4	611,5	520,4	255,3	250,5	200,5	204,6	29,3	62,7	16,4	19,0
2020	T1	1060,7	1018,6	42,1	586,5	498,4	241,1	258,8	203,4	196,2	29,7	65,2	10,8	10,8
	T2	860,3	805,3	55,0	466,5	412,2	190,4	172,9	177,7	150,1	25,8	70,1	10,5	15,3
2020	Mars	327,2	316,4	10,8	183,6	152,6	72,8	79,6	61,8	64,3	9,0	19,9	4,1	4,3
	Avril	274,9	259,4	15,6	142,2	130,8	61,4	55,6	62,7	50,5	8,7	22,5	3,8	5,8
	Mai	283,2	267,0	16,2	155,0	136,8	63,2	57,3	57,0	45,3	8,0	27,7	3,5	4,5
	Juin	302,2	278,9	23,3	169,3	144,7	65,8	60,0	58,1	54,3	9,0	19,9	3,3	5,0
	Juillet	312,2	295,3	17,0	180,6	150,5	65,5	61,7	56,3	61,9	9,8	21,3	3,3	3,1
	Août	313,5	293,6	19,9	184,8	152,8	63,7	61,5	56,0	59,6	9,1	19,6	4,1	1,9
2020	Août	4011,9	3788,2	223,7	2232,5	1909,5	900,3	875,8	766,2	741,9	112,8	261,1	48,0	54,6
2020	Août	34,8	32,9	1,9	19,4	16,6	7,8	7,6	6,6	6,4	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 :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2019	T3	3,2	0,6	586,3	278,8	117,7	178,0	489,1	531,2	297,7	87,9	137,3	388,4	60,2
	T4	2,3	-2,0	592,5	276,4	125,3	179,4	497,1	526,3	290,6	86,6	138,8	385,8	60,7
2020	T1	-1,7	-4,1	578,0	275,2	115,7	175,8	480,5	507,2	283,5	82,6	133,8	370,3	56,5
	T2	-23,6	-21,5	447,4	217,8	87,2	133,0	369,0	422,4	220,9	76,9	118,5	319,3	26,1
2020	Mars	-6,0	-10,3	182,8	88,6	35,4	54,5	149,4	155,9	86,8	26,7	41,3	113,9	14,2
	Avril	-30,0	-25,3	135,8	69,6	26,4	37,4	109,6	135,3	73,2	24,7	36,3	99,6	7,9
	Mai	-29,9	-26,7	148,0	71,8	28,8	44,4	123,3	139,4	71,8	25,3	39,9	106,9	7,7
	Juin	-10,5	-12,1	163,7	76,4	32,0	51,2	136,1	147,7	75,9	26,8	42,3	112,8	10,5
	Juillet	-10,5	-14,4	173,1	79,9	34,9	54,8	145,5	153,8	79,9	27,6	43,3	116,6	11,4
	Août	-12,3	-13,5	176,5	.	.	.	147,7	154,6	.	.	.	118,3	.
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2019	T3	1,0	1,6	106,8	109,2	103,3	106,3	106,2	109,9	108,4	111,2	113,2	112,1	96,7
	T4	0,1	-1,7	107,3	108,3	108,5	106,1	107,2	107,5	105,2	105,9	113,2	110,1	96,2
2020	T1	-4,1	-4,8	103,7	106,7	100,3	102,5	102,3	103,8	103,5	100,1	108,7	104,9	98,5
	T2	-23,6	-16,6	81,8	86,4	75,9	79,0	79,1	91,9	89,9	94,0	96,7	91,1	81,3
2020	Février	-1,3	-2,0	106,9	108,2	107,7	107,1	106,6	107,0	106,0	100,7	113,6	109,4	101,1
	Mars	-7,8	-9,1	98,8	104,2	91,8	94,8	95,3	97,2	98,4	94,0	100,6	95,8	92,6
	Avril	-29,9	-20,1	74,4	82,7	68,0	67,1	70,4	88,4	89,9	88,7	89,1	84,8	83,1
	Mai	-29,6	-21,2	81,2	85,5	75,8	78,8	79,2	91,6	89,0	93,0	97,4	91,6	79,1
	Juin	-10,6	-8,0	89,8	91,1	83,8	91,1	87,7	95,5	90,8	100,2	103,5	96,9	81,7
	Juillet	-9,9	-10,8	95,5	95,5	91,8	98,5	94,5	99,4	95,0	102,4	107,1	101,0	80,0

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	Energie (données brutes)				
		1	2							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
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	—	—	—	—	—	—	—	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	—	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	—	—	—	—	—	—	—	1,1	1,9
2019 T4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	0,4	1,0	1,2
2020 T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,2	0,0	-1,3	0,1	1,2	0,8	
T2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,6	-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	-0,2	-0,1	0,4	
2020 Avril	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,7	-0,1	-4,8	0,2	0,3	0,6	
Mai	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,3	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6	
Juin	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4	
Juillet	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,3	-1,9	1,6	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	-0,1	-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	
	Biens				Services									
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports		Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers	21	22	23	24	25		
% du total en 2020	14	15	16	17	18	19								
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8		
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4		
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5		
2019 T4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5		
2020 T1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5		
T2	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5		
T3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,3	-0,7	0,6	1,4		
2020 Avril	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5		
Mai	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6		
Juin	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5		
Juillet	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5		
Août	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	-0,5	-0,8	0,3	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/bulletin-economique-bce\\_3\\_2016-05.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/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>										Construction <sup>2)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>3)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>3)</sup>			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,4	4,7			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,1			
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	2,0	4,2	4,6			
2019 T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,2	4,0	4,3			
T4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,9	4,3	4,2			
2020 T1	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,5	5,0	3,9			
T2	100,3	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,1	5,8			
2020 Mars	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	—	—	—			
Avril	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	—	—	—			
Mai	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,6	-17,2	—	—	—			
Juin	100,6	-3,6	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,7	—	—	—			
Juillet	101,3	-3,1	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-10,8	—	—	—			
Août	101,4	-2,5	-1,8	-0,4	-1,9	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	—	—	—			

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				Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 T4	106,0	1,7	1,2	1,0	1,7	1,5	0,4	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 T1	106,5	1,9	1,3	1,3	2,6	1,9	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
T2	107,5	2,5	1,5	0,7	4,7	1,5	-1,9	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,8	-9,2
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	36,5	1,8	1,1	2,4	-1,4	-3,5	1,0
2020 Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	28,4	-1,3	5,6	-7,5	-3,4	1,4	-8,7
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	35,5	-1,8	1,4	-4,6	-3,7	-1,9	-5,7
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	37,3	-2,2	-1,2	-3,2	-4,9	-5,4	-4,2
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	37,4	4,7	1,8	7,3	1,1	-2,9	5,6
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,9	3,0	2,8	3,2	-0,3	-2,2	1,9

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	–	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 T4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 T1	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
T2	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
T3	-1,3	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7
2020 Mai	-8,6	-3,1	-8,8	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
Juin	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3
Juillet	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Août	-2,1	0,7	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2
Septembre	-0,6	2,7	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1
Octobre						52,3	53,0	50,2	48,3

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

### 4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>1)</sup>
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
% du total en 2018	1	2	3	4	5	6	7
2017	101,8	1,8	1,8	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	2,6	1,9	2,4	2,8	2,2
2019 T3	103,4	2,5	2,6	1,9	2,5	2,5	2,6
T4	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 T1	103,3	3,7	3,9	3,1	3,3	4,6	1,9
T2	115,7	4,2	5,2	0,9	4,1	4,3	1,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,7	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,7	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,8
2019	110,4	1,9	-1,0	3,3	1,0	1,5	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	1,7
2019 T3	110,6	1,7	-1,9	3,4	0,5	1,2	0,6	0,2	2,9	0,9	2,4	1,0
T4	111,0	1,7	-0,1	2,5	1,0	1,2	0,1	0,5	-0,4	1,7	2,7	2,0
2020 T1	114,1	4,4	-1,5	4,4	2,3	5,3	2,7	-0,5	1,2	4,7	5,2	6,9
T2	119,5	8,5	-0,1	10,1	6,6	11,5	2,8	0,5	-4,2	11,2	11,5	20,2
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	115,9	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 T3	116,4	2,0	1,4	2,1	1,9	2,2	2,1	1,8	2,7	1,3	2,0	2,2
T4	116,6	1,6	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,2	2,2	2,6
2020 T1	115,8	0,6	1,2	-0,4	-1,5	-1,1	2,1	-0,7	2,4	1,3	2,4	0,3
T2	110,2	-4,7	1,4	-8,1	-8,3	-11,4	-2,2	-0,8	-3,9	-6,4	1,4	-7,0
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	0,4
2019	105,0	0,1	2,8	-1,7	1,0	0,6	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,4	1,0
2019 T3	105,3	0,3	3,3	-1,3	1,4	1,0	1,4	1,6	-0,2	0,5	-0,4	1,2
T4	105,1	0,0	2,6	-1,6	0,4	0,4	1,5	0,9	1,9	-0,4	-0,5	0,5
2020 T1	101,5	-3,6	2,7	-4,6	-3,7	-6,1	-0,5	-0,2	1,2	-3,2	-2,7	-6,2
T2	92,2	-12,2	1,5	-16,5	-14,0	-20,5	-4,8	-1,3	0,3	-15,8	-9,0	-22,7
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	2,8
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,8	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 T3	117,8	2,3	2,4	2,6	2,4	2,5	1,8	1,3	3,1	1,8	2,2	2,5
T4	118,2	2,0	2,4	1,7	2,0	1,8	2,0	1,3	1,3	1,5	2,6	3,5
2020 T1	121,6	4,6	4,2	3,3	3,5	4,6	3,6	1,7	6,0	3,9	4,9	8,2
T2	128,2	9,4	5,9	6,1	7,7	12,7	4,4	4,2	7,2	6,4	6,9	18,2
Productivité horaire du travail												
2017	106,8	1,5	1,2	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	0,4	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,0
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	1,2
2019 T3	107,4	0,8	4,4	-0,8	2,0	1,4	1,4	1,3	-0,1	0,9	-0,2	1,3
T4	107,5	0,5	2,8	-0,7	1,3	0,8	1,6	1,0	0,4	-0,1	-0,1	1,3
2020 T1	107,9	0,8	4,0	-0,8	1,9	0,4	1,1	2,5	5,5	-0,3	-0,2	2,1
T2	109,9	2,5	5,1	-3,0	3,7	3,6	1,9	3,9	16,0	-3,2	-3,5	1,9

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'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois											
Encours															
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5			
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8			
2019	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,3	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,5			
2019 T4	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,3	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,5			
2020 T1	1 262,1	8 075,3	9 337,4	1 077,5	2 361,4	3 439,0	12 776,4	109,9	533,5	56,5	700,0	13 476,4			
T2	1 304,5	8 401,6	9 706,1	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 185,2	96,5	584,6	16,7	697,7	13 882,9			
T3 (p)	1 330,8	8 621,3	9 952,1	1 080,2	2 427,9	3 508,2	13 460,3	100,9	618,6	0,3	719,8	14 180,1			
2020 Avril	1 276,8	8 229,6	9 506,5	1 071,0	2 376,7	3 447,7	12 954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13 633,4			
Mai	1 296,5	8 334,7	9 631,3	1 095,1	2 389,1	3 484,2	13 115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13 795,6			
Juin	1 304,5	8 401,6	9 706,1	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 185,2	96,5	584,6	16,7	697,7	13 882,9			
Juillet	1 311,1	8 474,8	9 785,8	1 082,9	2 409,4	3 492,3	13 278,1	107,0	601,8	9,1	718,0	13 996,1			
Août	1 322,9	8 532,0	9 854,8	1 050,7	2 417,8	3 468,4	13 323,2	91,3	595,5	6,8	693,6	14 016,9			
Septembre (p)	1 330,8	8 621,3	9 952,1	1 080,2	2 427,9	3 508,2	13 460,3	100,9	618,6	0,3	719,8	14 180,1			
Flux															
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9			
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7			
2019	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,1			
2019 T4	15,8	122,8	138,6	-38,0	8,1	-29,9	108,7	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,6			
2020 T1	42,1	346,6	388,7	6,0	-2,5	3,5	392,2	31,1	2,0	46,7	79,8	471,9			
T2	42,4	323,2	365,6	0,4	42,1	42,5	408,1	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,7			
T3 (p)	26,4	296,5	322,8	8,3	25,2	33,5	356,3	5,4	33,3	-15,0	23,7	380,0			
2020 Avril	14,7	151,4	166,2	-7,8	15,2	7,4	173,5	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	152,8			
Mai	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	0,9	163,5			
Juin	7,9	68,5	76,4	-18,4	14,0	-4,4	72,1	0,1	27,7	-10,4	17,4	89,4			
Juillet	6,6	152,5	159,1	11,6	6,5	18,1	177,2	11,7	17,2	-5,4	23,4	200,6			
Août	11,8	59,2	71,0	-31,4	8,5	-22,9	48,2	-15,6	-7,1	-1,7	-24,4	23,8			
Septembre (p)	7,9	84,8	92,7	28,1	10,2	38,3	131,0	9,3	23,2	-7,9	24,6	155,7			
Taux de croissance															
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7			
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2			
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9			
2019 T4	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9			
2020 T1	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5			
T2	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2			
T3 (p)	10,5	14,3	13,8	-2,1	3,1	1,4	10,3	37,5	12,9	-98,8	12,5	10,4			
2020 Avril	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2			
Mai	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0			
Juin	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2			
Juillet	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	43,0	12,4	-67,7	11,4	10,1			
Août	10,4	13,7	13,2	-5,1	2,9	0,4	9,6	28,3	8,7	-60,4	8,2	9,5			
Septembre (p)	10,5	14,3	13,8	-2,1	3,1	1,4	10,3	37,5	12,9	-98,8	12,5	10,4			

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
<b>Encours</b>													
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,6	3 702,8	562,1	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 331,4	1 898,7	277,3	147,8	7,6	6 644,9	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2019 T4	2 476,2	2 062,7	256,9	150,1	6,5	7 040,7	4 395,5	492,5	2 151,8	0,9	1 036,9	214,4	467,8
2020 T1	2 609,4	2 190,9	263,2	147,5	7,7	7 161,4	4 530,5	472,0	2 158,3	0,6	1 151,7	226,4	475,3
T2	2 867,7	2 392,7	320,1	148,6	6,2	7 349,7	4 682,0	462,7	2 204,3	0,9	1 068,3	225,3	466,0
T3 <sup>(p)</sup>	2 954,9	2 476,5	324,2	147,2	7,1	7 501,0	4 822,1	446,6	2 231,3	1,1	1 060,3	242,7	471,5
2020 Avril	2 715,5	2 277,9	284,8	146,5	6,3	7 242,1	4 596,8	467,1	2 177,4	0,8	1 120,1	229,8	464,8
Mai	2 824,5	2 355,8	316,8	147,2	4,7	7 299,7	4 642,8	464,8	2 191,1	1,0	1 100,8	231,1	459,4
Juin	2 867,7	2 392,7	320,1	148,6	6,2	7 349,9	4 682,0	462,7	2 204,3	0,9	1 068,3	225,3	466,0
Juillet	2 918,9	2 433,3	333,2	147,1	5,3	7 400,5	4 729,8	456,3	2 213,3	1,1	1 035,4	243,3	476,0
Août	2 944,6	2 467,8	325,6	146,9	4,3	7 443,2	4 770,8	450,6	2 220,8	1,0	1 003,7	233,2	467,0
Septembre <sup>(p)</sup>	2 954,9	2 476,5	324,2	147,2	7,1	7 501,0	4 822,1	446,6	2 231,3	1,1	1 060,3	242,7	471,5
<b>Flux</b>													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,2	163,8	-18,8	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,0	10,2	30,1
2019 T4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,8	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 T1	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,4	134,2	-21,0	6,4	-0,3	112,1	11,6	7,4
T2	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,2	-0,6	-9,2
T3 <sup>(p)</sup>	93,5	87,9	6,0	-1,3	1,0	153,8	141,9	-15,4	27,2	0,2	64,7	17,6	5,7
2020 Avril	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,1	65,9	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
Mai	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
Juin	43,5	36,8	3,7	1,4	1,5	51,2	40,1	-2,0	13,2	-0,1	-31,4	-5,7	6,7
Juillet	59,0	45,9	15,3	-1,5	-0,8	53,3	49,6	-5,6	9,1	0,2	41,1	18,8	10,1
Août	25,2	33,6	-7,2	-0,2	-0,9	45,0	43,0	-5,6	7,6	-0,1	-30,4	-10,0	-9,0
Septembre <sup>(p)</sup>	9,4	8,3	-2,1	0,4	2,7	55,6	49,3	-4,2	10,4	0,0	54,0	8,8	4,6
<b>Taux de croissance</b>													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 T4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
T2	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,6	0,9
T3 <sup>(p)</sup>	21,0	22,3	24,8	-3,2	23,9	7,8	11,7	-11,3	4,3	0,5	8,4	9,8	1,2
2020 Avril	13,7	16,2	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,1	8,0	1,0
Mai	17,7	19,3	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
Juin	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,6	0,9
Juillet	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,7	7,4	11,3	-10,2	3,9	-40,1	9,0	10,2	3,7
Août	19,9	21,3	24,5	-3,4	-31,5	7,5	11,5	-11,0	4,1	-40,9	4,5	0,9	1,0
Septembre <sup>(p)</sup>	21,0	22,3	24,8	-3,2	23,9	7,8	11,7	-11,3	4,3	0,5	8,4	9,8	1,2

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.3 Créances sur les résidents de la zone euro<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									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance			
					Total	Prêts corrigés <sup>2)</sup>	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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2		
2018	4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6		
2019	4 652,5	984,4	3 656,3	13 865,5	11 452,1	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9		
2019 T4	4 652,5	984,4	3 656,3	13 865,5	11 452,1	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9		
2020 T1	4 774,4	1 006,9	3 755,7	14 046,9	11 688,3	12 063,7	4 601,8	5 966,5	958,5	161,5	1 558,2	800,3		
T2	5 300,9	1 005,8	4 283,4	14 245,5	11 783,1	12 165,8	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2		
T3 <sup>(p)</sup>	5 749,5	1 001,6	4 736,1	14 205,2	11 866,3	12 224,7	4 732,0	6 063,9	913,6	156,9	1 526,0	812,9		
2020 Avril	4 962,3	1 015,5	3 935,0	14 122,9	11 728,0	12 103,9	4 670,7	5 960,9	939,7	156,8	1 609,0	785,9		
Mai	5 131,2	1 017,5	4 101,9	14 225,1	11 805,1	12 179,2	4 719,2	5 981,8	949,7	154,4	1 627,1	793,0		
Juin	5 300,9	1 005,8	4 283,4	14 245,5	11 783,1	12 165,8	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2		
Juillet	5 587,6	1 003,6	4 572,2	14 126,8	11 812,7	12 183,4	4 729,8	6 015,8	913,0	154,2	1 497,4	816,6		
Août	5 639,1	998,3	4 628,9	14 184,9	11 847,0	12 210,8	4 757,3	6 030,9	903,7	155,2	1 522,2	815,6		
Septembre <sup>(p)</sup>	5 749,5	1 001,6	4 736,1	14 205,2	11 866,3	12 224,7	4 732,0	6 063,9	913,6	156,9	1 526,0	812,9		
Flux														
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4		
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6		
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,6	43,8		
2019 T4	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5		
2020 T1	133,4	21,9	111,5	228,7	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3		
T2	507,1	-1,7	508,8	194,9	102,5	110,6	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,9	11,5		
T3 <sup>(p)</sup>	244,3	-4,0	248,3	160,4	102,0	84,1	29,9	71,6	-2,9	3,4	56,4	2,0		
2020 Avril	194,6	8,3	186,2	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4		
Mai	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6		
Juin	153,5	-11,5	165,0	22,6	-14,7	-4,2	0,0	16,2	-30,4	-0,6	15,0	22,4		
Juillet	94,0	-2,2	96,2	74,4	45,1	38,2	21,7	24,5	-1,7	0,6	28,7	0,6		
Août	58,4	-5,0	63,4	62,8	37,4	30,4	26,6	18,9	-9,1	1,0	23,0	2,4		
Septembre <sup>(p)</sup>	91,9	3,2	88,7	23,2	19,5	15,5	-18,3	28,2	7,9	1,7	4,7	-1,1		
Taux de croissance														
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2		
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6		
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6		
2019 T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6		
2020 T1	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6		
T2	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7		
T3 <sup>(p)</sup>	18,8	0,1	24,0	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,7	7,5	9,5	0,1		
2020 Avril	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4		
Mai	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,4	20,9	6,8	-2,4		
Juin	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7		
Juillet	15,5	0,2	19,7	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	3,6	14,8	9,4	0,4		
Août	16,5	-0,6	21,3	5,0	4,5	4,6	6,6	3,3	2,2	10,7	11,0	1,0		
Septembre <sup>(p)</sup>	18,8	0,1	24,0	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,7	7,5	9,5	0,1		

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone 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 consommation	Autres prêts	
	Prêts corrigés <sup>4)</sup>					Prêts corrigés <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7
2019	4 472,5	4 575,5	970,6	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2019 T4	4 472,5	4 575,5	970,6	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 T1	4 601,8	4 703,7	1 002,0	915,8	2 683,9	5 966,5	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
T2	4 717,7	4 827,3	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
T3 <sup>(p)</sup>	4 732,0	4 843,7	929,7	1 014,7	2 787,6	6 063,9	6 333,7	703,7	4 665,3	694,9
2020 Avril	4 670,7	4 775,2	988,4	961,2	2 721,1	5 960,9	6 247,1	701,0	4 574,6	685,3
Mai	4 719,2	4 822,8	958,1	997,9	2 763,2	5 981,8	6 265,1	698,6	4 593,9	689,3
Juin	4 717,7	4 827,3	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
Juillet	4 729,8	4 832,6	950,7	997,9	2 781,2	6 015,8	6 292,5	704,6	4 620,5	690,6
Août	4 757,3	4 862,3	948,1	1 017,6	2 791,6	6 030,9	6 307,3	702,9	4 631,7	696,3
Septembre <sup>(p)</sup>	4 732,0	4 843,7	929,7	1 014,7	2 787,6	6 063,9	6 333,7	703,7	4 665,3	694,9
Flux										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,6	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 T4	2,8	21,7	-5,2	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 T1	135,7	135,2	28,9	43,5	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,2
T2	123,1	130,8	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
T3 <sup>(p)</sup>	29,9	35,4	-22,8	17,7	35,0	71,6	58,4	7,7	63,7	0,2
2020 Avril	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
Mai	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
Juin	0,0	7,5	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
Juillet	21,7	17,0	-5,9	9,0	18,6	24,5	18,6	4,5	18,8	1,2
Août	26,6	29,0	1,6	9,8	15,2	18,9	18,3	2,6	16,0	0,3
Septembre <sup>(p)</sup>	-18,3	-10,6	-18,5	-1,1	1,3	28,2	21,5	0,5	29,0	-1,3
Taux de croissance										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 T4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 T1	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
T2	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
T3 <sup>(p)</sup>	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	0,1	4,5	0,8
2020 Avril	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,8
Mai	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
Juin	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
Juillet	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,4	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
Août	6,6	7,1	-3,2	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Septembre <sup>(p)</sup>	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	0,1	4,5	0,8

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) 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)

Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves			Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	430,0	178,9	187,2
2019 T4	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,8	430,0	178,9	187,2
2020 T1	413,2	7 037,0	1 935,5	47,2	2 122,0	2 932,4	1 573,5	531,9	183,7	196,5
T2	676,1	7 039,1	1 931,4	43,9	2 080,1	2 983,7	1 554,9	496,7	158,3	173,7
T3 <sup>(p)</sup>	812,8	7 040,7	1 935,5	43,2	2 059,8	3 002,1	1 562,3	516,6	139,3	147,3
2020 Avril	521,0	7 059,6	1 930,3	46,1	2 125,7	2 957,4	1 568,2	560,6	187,6	203,3
Mai	598,8	7 046,5	1 934,1	45,1	2 101,8	2 965,4	1 543,7	540,8	196,5	211,4
Juin	676,1	7 039,1	1 931,4	43,9	2 080,1	2 983,7	1 554,9	496,7	158,3	173,7
Juillet	756,4	7 041,4	1 931,8	43,7	2 046,2	3 019,7	1 525,0	554,5	162,3	174,1
Août	836,5	7 029,9	1 940,2	43,2	2 032,0	3 014,5	1 551,5	507,8	170,4	177,6
Septembre <sup>(p)</sup>	812,8	7 040,7	1 935,5	43,2	2 059,8	3 002,1	1 562,3	516,6	139,3	147,3
Flux										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 T4	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,5	-5,3	-10,9
2020 T1	63,2	-47,4	-8,7	-2,9	-45,0	9,2	74,3	51,3	4,7	9,3
T2	263,0	-4,9	-2,3	-3,3	-16,3	16,9	-48,1	10,0	-25,4	-22,8
T3 <sup>(p)</sup>	73,0	10,1	1,6	-0,6	1,0	8,2	25,7	32,8	-19,1	-26,5
2020 Avril	107,9	-19,5	-6,0	-1,0	-1,4	-11,1	-62,5	40,7	4,0	6,8
Mai	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,1	8,9	8,1
Juin	77,4	-1,7	-2,0	-1,2	-6,8	8,4	12,5	-23,6	-38,2	-37,6
Juillet	16,8	-9,2	-1,9	-0,2	-9,0	1,9	-35,0	74,8	4,0	0,4
Août	80,1	10,1	9,0	-0,4	-11,7	13,2	43,9	-51,2	8,0	3,5
Septembre <sup>(p)</sup>	-23,9	9,2	-5,5	0,0	21,7	-7,0	16,7	9,2	-31,1	-30,3
Taux de croissance										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 T4	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 T1	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
T2	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
T3 <sup>(p)</sup>	92,1	-0,5	-0,6	-19,3	-3,4	2,0	-	-	-24,4	-25,6
2020 Avril	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
Mai	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
Juin	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
Juillet	85,5	-0,6	-0,1	-20,3	-4,1	2,2	-	-	-15,3	-15,6
Août	90,4	-0,1	1,2	-20,5	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
Septembre <sup>(p)</sup>	92,1	-0,5	-0,6	-19,3	-3,4	2,0	-	-	-24,4	-25,6

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
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						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	5			Rémunération des salariés	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	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			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
					5	6	7	8	9	10	11	12	13
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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
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
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
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
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 valorisation et autres changements de volume	Autres					
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4		
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3		
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0		
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	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		
T4	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-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		
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			
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	5		7	8	9	10	11	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	
2019 T2	12,5	11,0	3,6	1,4	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	
T3	12,7	11,3	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	
T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	
2020 T1	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	
2020 Avril	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	
Mai	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	
Juin	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,9	
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	
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	
Septembre	15,1	13,7	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,8	

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'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 28 octobre 2020.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE QB-BP-20-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général