



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 8 / 2020



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	9
2 Évolutions financières	19
3 Activité économique	26
4 Prix et coûts	32
5 Monnaie et crédit	38
6 Évolutions budgétaires	46
Encadrés	50
1 Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées	50
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 juillet au 3 novembre 2020	57
3 Évaluation des évolutions économiques à court terme en période de COVID-19	63
4 Comprendre l'impact de la pandémie de COVID-19 à l'aide d'une ventilation corrigée des importations de la demande agrégée dans la zone euro	69
5 Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19	74
6 Les effets à long terme de la pandémie : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises	79
7 L'évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ?	83
8 Examen des projets de plans budgétaires pour 2021 en période de crise de la COVID-19	87
Articles	91
1 Le mécanisme de change européen (MCE II), phase préparatoire en vue de l'adoption de l'euro – les cas de la Bulgarie et de la Croatie	91
2 L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro	114
3 L'économie numérique et la zone euro	140
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 10 décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer ses instruments de politique monétaire.

Le rebond de l'activité économique au troisième trimestre a été plus fort qu'attendu et les perspectives de déploiement des vaccins sont encourageantes, mais la pandémie de coronavirus (COVID-19) continue de poser de graves risques pour la santé publique et pour les économies de la zone euro et du monde. La résurgence des cas de COVID-19 et les mesures d'endiguement qui en ont résulté réduisent nettement l'activité économique de la zone euro, qui devrait se contracter au quatrième trimestre 2020. Si l'activité continue de bien résister dans le secteur manufacturier, elle est freinée fortement dans les services par la hausse des taux d'infection et les nouvelles restrictions imposées sur les interactions sociales et les déplacements. L'inflation reste très faible dans le contexte d'une demande atone et d'une importante sous-utilisation des capacités sur les marchés du travail et des produits. Globalement, les données qui nous parviennent et les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème suggèrent, par rapport à ce qui avait été envisagé précédemment, une incidence à court terme plus prononcée de la pandémie sur l'économie et une faiblesse plus prolongée de l'inflation. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer ses instruments de politique monétaire lors de sa réunion du 10 décembre 2020.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 décembre 2020

L'économie mondiale a enregistré un fort rebond au troisième trimestre 2020 et la dynamique de la croissance s'est poursuivie au début du quatrième trimestre, mais des facteurs défavorables assombrissent les perspectives économiques à court terme.

Même si les nouvelles récentes concernant le développement de vaccins efficaces contre le coronavirus ont suscité l'optimisme des marchés financiers, les perspectives économiques mondiales à court terme demeurent assombries par la pandémie. La hausse importante du nombre de nouvelles infections dues à la COVID-19, en particulier dans les économies avancées, a conduit à la réintroduction de mesures d'endiguement, même si ces mesures sont jugées moins perturbantes pour l'activité économique que celles mises en œuvre au cours de la première vague de la pandémie. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se contracter de 3,0 % cette année et croître de 5,8 % en 2021, avant d'augmenter de 3,9 % en 2022 et de 3,6 % en 2023. Le commerce mondial (hors zone euro) s'est contracté plus fortement que le PIB en volume en 2020, mais devrait enregistrer un rebond plus marqué en 2021.

Cette évolution reflète principalement la procyclicité plus marquée des échanges commerciaux, en particulier en période de ralentissement économique. Ces effets défavorables devraient être moins sévères dans le contexte de la recrudescence récente des infections. La balance des risques entourant les perspectives économiques mondiales est considérée comme orientée moins négativement que prévu précédemment. En effet, compte tenu des nouvelles relatives à la viabilité de plusieurs vaccins, il est moins probable que le scénario sévère se matérialise.

Globalement, les conditions financières dans la zone euro se sont de nouveau légèrement assouplies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2020, sur fond d'amélioration du sentiment à l'égard du risque liée aux annonces positives concernant les vaccins. Au cours de la période sous revue (du 10 septembre au 9 décembre 2020) la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a légèrement fluctué mais est en fin de compte demeurée globalement inchangée. Cette évolution reflète l'opposition entre les inquiétudes relatives à l'accélération de la propagation de la COVID-19 en Europe et les nouvelles positives concernant les vaccins. La courbe est restée seulement légèrement inversée sur la partie courte. Les rendements des obligations souveraines à long terme et les écarts de rendement ont fortement diminué dans la zone euro sur cette période, dans un contexte d'anticipations d'une poursuite du soutien monétaire et budgétaire associées à une amélioration globale du sentiment à l'égard du risque, déclenchée notamment par les nouvelles relatives à la réussite des essais vaccinaux. Les prix des actifs risqués ont augmenté en conséquence. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

Après une forte contraction au premier semestre 2020, le PIB en volume de la zone euro a enregistré un net rebond et a augmenté de 12,5 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre, même s'il est resté bien inférieur à ses niveaux d'avant la pandémie. La deuxième vague de la pandémie et l'intensification associée des mesures d'endiguement observées depuis mi-octobre devraient entraîner un nouveau déclin sensible de l'activité au quatrième trimestre, beaucoup moins prononcé toutefois qu'au deuxième trimestre. Les évolutions économiques demeurent variables selon les secteurs, l'activité dans les services pâtissant davantage des nouvelles restrictions sur les interactions sociales et les déplacements que le secteur industriel. Les mesures de politique budgétaire soutiennent les ménages et les entreprises, mais les consommateurs gardent une attitude prudente au vu de la pandémie et de ses répercussions sur l'emploi et les revenus. Par ailleurs, la dégradation des bilans des entreprises et l'incertitude quant aux perspectives économiques pèsent sur l'investissement des entreprises. Pour la période à venir, les récents progrès réalisés dans la mise au point de vaccins permettent une plus grande confiance dans l'hypothèse d'une résolution progressive de la crise sanitaire. Il faudra néanmoins du temps avant de parvenir à une large immunité collective, et de nouvelles poussées des infections, posant des défis en termes de santé publique et de perspectives économiques, ne peuvent être exclues. À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste

et un redressement de la demande, avec la levée des mesures d'endiguement et la diminution de l'incertitude.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de – 7,3 % en 2020, 3,9 % en 2021, 4,2 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives économiques ont été révisées en baisse à court terme, mais elles devraient globalement se redresser à moyen terme, pour atteindre le niveau du scénario de référence des projections de septembre. Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, mais ils sont désormais moins prononcés. Si les informations concernant le déploiement des vaccins sont encourageantes, des risques à la baisse persistent, en lien avec les implications de la pandémie pour les conditions économiques et financières.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro est restée inchangée, à – 0,3 %, en novembre. Sur la base de la dynamique des cours du pétrole et compte tenu de la réduction temporaire du taux de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative jusqu'à début 2021. Elle devrait se redresser ensuite avec la fin de cette réduction temporaire et les effets de base à la hausse résultant de l'augmentation des prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix resteraient contenues en raison de l'atonie de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des services liés aux voyages, ainsi que de la faiblesse des tensions sur les salaires et du niveau historiquement élevé du taux de change effectif de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation à moyen terme. Les indicateurs de marché et les mesures tirées des enquêtes reflétant les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent à des niveaux peu élevés.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une inflation annuelle de 0,2 % en 2020, de 1,0 % en 2021, de 1,1 % en 2022 et de 1,4 % en 2023.

Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été revues à la baisse pour 2020 et 2022. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,7 % en 2020, 0,8 % en 2021 et à 1,0 % en 2022, avant d'atteindre 1,2 % en 2023.

La pandémie de coronavirus a continué d'influer sur la dynamique monétaire dans la zone euro. La croissance de la monnaie au sens large (M3) est demeurée globalement inchangée, à 10,5 %, en octobre 2020. Cette forte croissance a été soutenue par les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème, qui sont devenus la plus importante source de création monétaire. Dans un contexte caractérisé par une préférence toujours marquée pour la liquidité et un faible coût d'opportunité de la

détention des formes les plus liquides de monnaie, l'agrégat monétaire étroit M1 continue d'apporter la principale contribution à la croissance monétaire au sens large. La croissance des prêts consentis au secteur privé a atteint un plateau, même si elle reste supérieure aux niveaux atteints avant la pandémie de COVID-19. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a fléchi, revenant à 6,8 % en octobre après 7,1 % en septembre. Ce ralentissement est intervenu dans un contexte de recul des besoins de liquidité d'urgence, de faiblesse de l'investissement et de resserrement des conditions du crédit pour les entreprises. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est établi à 3,1 % en octobre, sans changement par rapport à septembre. Les mesures prises par le Conseil des gouverneurs, combinées aux mesures adoptées par les gouvernements nationaux et les institutions européennes, restent essentielles pour soutenir les conditions d'octroi du crédit bancaire et favoriser l'accès au financement, en particulier pour ceux qui sont les plus éprouvés par les conséquences de la pandémie.

Les importantes mesures de soutien budgétaire ont atténué l'impact négatif significatif de la pandémie de coronavirus sur l'économie réelle.

Le coût budgétaire de ce soutien a été très important pour tous les pays de la zone euro, même s'il a fortement varié d'un pays à l'autre. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, sous l'effet du ralentissement économique et de l'aide budgétaire, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se creuser sensiblement, pour atteindre 8,0 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019. Par la suite, le ratio de déficit devrait revenir à 6,1 % du PIB en 2021, à 3,9 % en 2022 et 3,0 % en 2023. L'amélioration devrait résulter de la suppression progressive des mesures d'endiguement d'urgence, tandis que la composante conjoncturelle ne s'améliorera significativement qu'à partir de 2022. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée reste essentielle, compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro, même si les mesures budgétaires adoptées devraient être ciblées et temporaires. Cependant, l'atonie de la demande émanant des entreprises et des ménages et le risque accru d'une reprise différée, en raison des nouveaux confinements mis en place face à la deuxième vague de la pandémie, justifient la poursuite du soutien apporté par les politiques budgétaires nationales. Le fonds *Next Generation EU*, qui complète les mesures budgétaires mises en œuvre au niveau national, contribuera à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme et accroîtra la résilience économique et le potentiel de croissance des économies des États membres de l'UE, en particulier si les fonds sont alloués à des dépenses publiques productives et qu'ils s'accompagnent de politiques structurelles visant à renforcer la productivité.

Le train de mesures de politique monétaire

Compte tenu des retombées économiques de la résurgence de la pandémie et de la faiblesse prolongée de l'inflation qui en résulte, le 10 décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a recalibré ses instruments de politique monétaire afin de préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, soutenant au

final l'activité économique et la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

1. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE. Il prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.
2. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022. Dans tous les cas, l'Eurosystème effectuera des achats nets jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée. L'Eurosystème réalisera des achats au titre du PEPP afin de préserver des conditions de financement favorables au cours de cette période prolongée. Il procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats, dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions, continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation. L'extension des achats au titre du PEPP sur un horizon plus long reflète les retombées plus durables de la pandémie sur l'économie et l'inflation. Elle permet une présence continue sur les marchés et un soutien prolongé via la relance monétaire du Conseil des gouverneurs. La sauvegarde de conditions de financement favorables pendant la période de pandémie contribuera à réduire l'incertitude et à renforcer la confiance, ce qui favorisera la consommation privée et l'investissement des entreprises, et, en définitive, soutiendra la reprise économique et contribuera à compenser l'incidence à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Enfin, le Conseil des gouverneurs a aussi décidé de prolonger les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.
3. Le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois décidé de recalibrer les conditions fixées pour la troisième série d'opérations de refinancement à plus

long terme ciblées (TLTRO III). Il a notamment décidé d'allonger de douze mois, jusqu'en juin 2022, la période pendant laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront. Le Conseil des gouverneurs effectuera en outre trois opérations supplémentaires entre juin et décembre 2021. Le Conseil des gouverneurs a, de plus, décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50 % à 55 % de leur encours de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III ne seront accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif. Grâce à la prolongation, en raison de la pandémie, de la période de faibles taux d'intérêt dans le cadre des TLTRO III, à l'ajout de plusieurs opérations et à l'augmentation des montants pouvant être empruntés, les banques continueront de bénéficier de conditions de financement très attractives. Cela les aidera à maintenir des conditions de prêt favorables et leur garantira de disposer d'une liquidité abondante leur permettant d'accorder des prêts aux ménages et aux entreprises.

4. Le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger, jusqu'en juin 2022, la durée de l'ensemble de mesures d'assouplissement des garanties qu'il avait adoptées les 7 et 22 avril 2020. Du fait de la prorogation de ces mesures, les banques pourront continuer à utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, particulièrement les TLTRO recalibrées. Le Conseil des gouverneurs réévaluera les mesures d'assouplissement des garanties avant juin 2022, en veillant à ce que la participation des contreparties de l'Eurosystème aux TLTRO III ne soit pas influencée négativement.
5. Le Conseil des gouverneurs a également décidé de conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif.
6. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. De plus, 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.
7. La facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de *swap* et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

8. Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à mener aussi longtemps que nécessaire ses opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

Les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs contribueront à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, soutenant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie et l'activité économique, et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste forte, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins. Le Conseil des gouverneurs continuera également de surveiller les évolutions du taux de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Les évolutions récentes concernant les vaccins contre le coronavirus (COVID-19) ont suscité l'optimisme des marchés financiers, mais les perspectives économiques mondiales à court terme demeurent assombries par la pandémie. Face à la forte hausse du nombre de nouvelles infections à la COVID-19, notamment dans les économies avancées, des mesures d'endiguement ont été réintroduites, qui devraient cependant moins perturber l'activité économique que celles mises en place durant la première vague de la pandémie. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le PIB mondial en volume (hors zone euro) se contractera de 3,0 % cette année, puis augmentera de 5,8 % en 2021 avant d'afficher une croissance de 3,9 % et 3,6 %, respectivement, en 2022 et 2023. Le commerce mondial (hors zone euro) a enregistré une contraction plus marquée que le PIB en volume en 2020 mais le rebond attendu en 2021 devrait également être plus prononcé. Cela reflète essentiellement la plus forte procyclicité du commerce, notamment en période de ralentissement économique. En outre, les mesures d'endiguement introduites face à la recrudescence des infections devraient moins perturber les échanges commerciaux que celles mises en place durant la première vague. La balance des risques entourant les perspectives mondiales est considérée comme orientée moins négativement, les nouvelles récentes concernant la viabilité de plusieurs vaccins rendant moins probable la matérialisation du scénario sévère envisagé dans les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Comme le résultat des négociations sur le Brexit demeurerait incertain au moment de la finalisation des projections, les projections macroéconomiques s'appuient sur l'hypothèse technique selon laquelle, à compter du 1^{er} janvier 2021, les échanges commerciaux entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni seront régis par la clause de la nation la plus favorisée de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). D'autres risques sont liés à la possibilité que, dans un effort de réduction de leur dépendance à l'égard de leurs fournisseurs extérieurs, les pays commencent à diversifier leurs fournisseurs mondiaux (accroissement potentiel de leur capacité de résistance) et/ou à relocaliser la production (impact négatif sur les chaînes de valeur mondiales complexes).

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

Au troisième trimestre 2020, l'économie mondiale a connu un fort rebond, qui a été plus prononcé qu'envisagé précédemment. Avec la diminution progressive du nombre d'infections et la levée des mesures d'endiguement, l'économie mondiale a entamé un fort rebond. La reprise économique, en particulier dans les économies avancées, a été principalement soutenue par la consommation privée, elle-même renforcée par les généreuses mesures de soutien mises en œuvre au pic de la crise. Dans les économies de marché émergentes, les exportations nettes ont également apporté une contribution positive, favorisée par le redressement de la demande extérieure. En Chine, l'investissement privé est demeuré le principal moteur du

rebond, mais la consommation privée a, pour la première fois cette année, apporté une contribution positive à la croissance du PIB. Dans l'ensemble, le PIB mondial en volume (hors zone euro) a augmenté à un rythme plus soutenu qu'envisagé dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE.

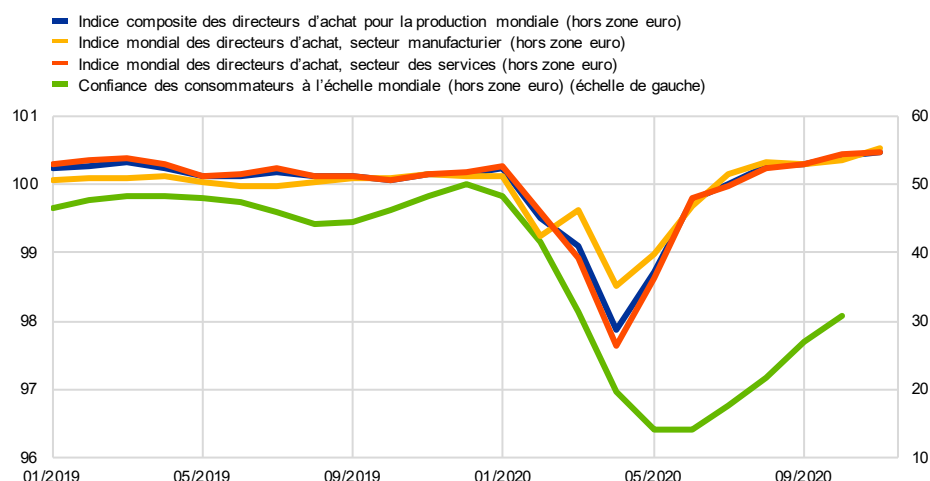
Les données d'enquêtes devenues disponibles signalent une poursuite de la dynamique de croissance au début du quatrième trimestre, en dépit de la faiblesse persistante de la confiance des consommateurs.

En novembre, sous l'effet d'une amélioration dans le secteur manufacturier et les services, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) a encore augmenté pour s'inscrire à 54,8 après 54,1 en octobre, suggérant une généralisation de la reprise économique (cf. graphique 1). Les évolutions sont contrastées d'un pays à l'autre : aux États-Unis, l'indice composite pour la production a poursuivi sa hausse, au Royaume-Uni, en revanche, il a atteint le niveau signalant une contraction tandis qu'au Japon, il est demeuré globalement inchangé et continue d'indiquer une contraction. Dans les économies de marché émergentes, l'indice composite a continué d'augmenter en Chine, indiquant une croissance solide de l'activité, alors qu'il a diminué en Inde et au Brésil, à partir de niveaux très élevés cependant, signalant ainsi une poursuite de l'expansion de l'activité. Dans le même temps, en dépit d'un redressement depuis le point bas enregistré au deuxième trimestre 2020, la confiance des consommateurs à l'échelle mondiale demeure inférieure aux niveaux observés avant la crise, suggérant une reprise assez modérée de la consommation.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale et confiance des consommateurs

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2020 (indice des directeurs d'achat) et à septembre 2020 (confiance des consommateurs).

Différents facteurs défavorables, notamment le renouvellement des mesures d'endiguement face au nombre croissant d'infections par la COVID-19, assombrissent les perspectives économiques à court terme. La recrudescence

des infections par la COVID-19 pèse sur la reprise économique mondiale. Par rapport aux mesures prises par les autorités au printemps en réponse à la COVID-19, les mesures d'endiguement introduites durant la deuxième vague, bien qu'hétérogènes d'un pays à l'autre, tendent à être plus ciblées et perturbent moins l'activité économique. Toutefois, la résurgence du virus devrait peser sur le comportement des agents économiques, en particulier dans les secteurs à forte intensité de contact. En outre, la dissipation progressive du soutien temporaire mis en place par les autorités courant 2020 pourrait créer une « falaise budgétaire » en 2021, en particulier dans les économies avancées, à moins que leurs plans budgétaires pour 2021 ne prévoient des mesures supplémentaires de relance. Enfin, l'incertitude élevée quant à la nature des relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni, notamment celles portant sur les services, après la transition devrait peser sur les perspectives de croissance.

Les conditions financières mondiales ont continué de s'assouplir au cours des derniers mois, dans un contexte de volatilité. Le redressement des prix des actifs risqués, qui avait débuté fin mars, s'est temporairement interrompu en septembre en raison de la hausse des cas de COVID-19 à l'échelle mondiale, de l'incertitude accrue concernant les élections présidentielles du 3 novembre aux États-Unis et de l'amenuisement des chances de parvenir à un accord budgétaire avant l'élection. Ultérieurement, les nouvelles concernant la disponibilité imminente de vaccins ont suscité un rebond des prix des actions dans le monde entier, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises et des obligations souveraines se sont resserrés et que l'appétence des investisseurs pour les valeurs refuge telles que l'or et les actifs libellés en dollar a diminué, entraînant également une dépréciation généralisée du dollar. Le résultat de l'élection aux États-Unis a également contribué à réduire l'incertitude et à soutenir l'appétence pour le risque des investisseurs. Cet optimisme a été tempéré par la poursuite de l'augmentation des cas de COVID-19 et par la réintroduction de confinements. Les conditions financières mondiales sont actuellement très accommodantes tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes. Elles demeurent cependant hautement dépendantes du soutien apporté par la politique monétaire et sensibles au risque à l'échelle mondiale.

Après une contraction de 3,0 % en 2020, le PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait afficher un rebond en 2021, avant de se modérer en 2022 et 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a été révisée à la hausse pour 2020 (+ 0,7 point de pourcentage) en raison d'un rebond plus fort qu'anticipé au troisième trimestre. La prévision pour 2021 prend comme hypothèse un assouplissement progressif des mesures d'endiguement en même temps que des solutions médicales, telles que des vaccins efficaces, deviendront de plus en plus disponibles et seront déployées dans l'ensemble de la population. Toutefois, le rythme de la reprise diffère d'une région à l'autre : les économies de marché émergentes devraient apporter la contribution la plus importante au rebond de la croissance du PIB mondial sur l'horizon de projection. La Chine a contribué pour moitié environ à la reprise postérieure à la pandémie. Elle a très tôt contenu avec efficacité la propagation du virus et mis en place de vastes mesures de soutien

de l'activité ; ainsi, mi-2020, la croissance avait déjà retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie. La Chine est la seule grande économie qui devrait enregistrer une croissance positive en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, le PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait augmenter de 5,8 % et 3,9 %, respectivement, en 2021 et 2022 (soit – 0,4 point de pourcentage et + 0,1 point de pourcentage, respectivement, après révision). Le choc lié à la COVID-19 étant de nature complexe, on ignore quels seront ses effets à long terme sur l'économie mondiale. En particulier, étant donné que la pandémie a frappé le plus durement les secteurs à forte intensité en main-d'œuvre, les séquelles à long terme pourraient commencer à se matérialiser via une diminution de l'offre de travail, mais également via le stock de capital, comme ce fut le cas lors des crises financières passées (cf. encadré 1).

Aux États-Unis, la recrudescence des infections à la COVID-19 et la dissipation des effets des mesures de soutien budgétaire assombrissent les perspectives à court terme.

Au troisième trimestre, le PIB en volume a augmenté de 33,1 % en rythme annualisé (7,4 % en rythme trimestriel). Cette évolution a été favorisée par une forte reprise de la consommation et de l'investissement, qui s'est reflétée dans le net redressement des importations en volume. En dépit d'un rebond exceptionnellement fort, l'activité aux États-Unis demeure inférieure au niveau observé avant la pandémie. Le nombre de nouvelles infections et d'hospitalisations liées à la COVID-19 ayant dépassé les pics précédents, de nouvelles restrictions ont été imposées sur les déplacements dans tous les États. La dissipation des effets des mesures de soutien budgétaire sur le revenu des ménages dans un contexte d'incapacité à s'accorder sur un nouveau programme de relance n'a été que partiellement contrebalancée par la résorption de l'épargne accumulée au cours des trimestres précédents. En conséquence, la consommation devrait se ralentir ce trimestre, comme le suggèrent également les indicateurs à haute fréquence tirés des données relatives aux cartes de crédit et de débit. La situation sur le marché du travail s'est améliorée mais la reprise demeure incomplète. Le taux de chômage a diminué dans un contexte de baisse du chômage technique mais le nombre de nouvelles offres d'emploi reste modéré, suggérant une faible création d'emplois à court terme. La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a diminué pour s'inscrire à 1,2 % en octobre, après 1,4 % en septembre, reflétant la baisse des prix de l'énergie, tandis que les prix des produits alimentaires sont demeurés inchangés. L'inflation sous-jacente a légèrement diminué, revenant de 1,7 % en septembre à 1,6 % en octobre, la nouvelle accentuation de la hausse des prix des biens qui la composent, notamment des voitures et des poids lourds d'occasion, ayant été contrebalancée et au-delà par la baisse des prix des services composant l'inflation sous-jacente, principalement des services médicaux.

En Chine, la reprise économique a été rapide et s'est élargie au secteur des services.

Après le fort rebond constaté au deuxième trimestre (+ 11,7 % en rythme trimestriel), le PIB de la Chine a poursuivi sa hausse au troisième trimestre, à un rythme plus modéré cependant (+ 2,7 % en rythme trimestriel). La consommation finale a apporté une contribution positive à la croissance, et l'investissement a été plus résilient, en raison également des mesures de soutien des autorités en faveur des dépenses d'infrastructure, qui ont contribué à stimuler la reprise après la forte

contraction initiale. Les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance, reflétant en partie le rôle de la Chine dans la fourniture de biens médicaux et technologiques au monde entier. Les données mensuelles indiquent la poursuite d'une croissance soutenue au quatrième trimestre. Les indices des directeurs d'achat pour la production dans le secteur manufacturier et dans les services vont dans le sens de nouvelles améliorations de l'activité en novembre. La production industrielle s'est nettement redressée, et les ventes au détail se sont encore renforcées en octobre. L'inflation totale annuelle a diminué en octobre, ressortant à 0,5 % contre 1,7 % le mois précédent, principalement en raison d'une baisse des prix des produits alimentaires.

Au Japon, la demande intérieure et la demande extérieure ont soutenu la reprise économique, mais le rythme de l'expansion devrait se ralentir dans un contexte d'augmentation des infections par la COVID-19. Au troisième trimestre, le PIB en volume a augmenté de 5,3 % (en rythme trimestriel). En particulier, l'assouplissement des mesures d'endiguement dans le pays, les mesures vigoureuses mises en œuvre par les autorités et la reprise de la demande extérieure ont soutenu la consommation privée et les exportations, tandis que l'investissement est resté modéré dans un contexte de persistance d'une forte incertitude. La reprise devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré. Cela reflète dans une certaine mesure les préoccupations croissantes liées à la récente augmentation des nouvelles infections. La Banque du Japon a annoncé la mise en place d'une facilité de dépôt spéciale afin de renforcer la résilience du système financier régional, et le gouvernement a récemment annoncé un troisième budget supplémentaire pour l'exercice 2020. Ces deux mesures devraient soutenir l'activité au cours des prochains trimestres. La hausse annuelle de l'IPC total s'est encore ralentie en octobre, revenant à – 0,4 % (après 0 % en septembre), reflétant cependant pour l'essentiel des facteurs spécifiques, tels que la dissipation de l'impact de la hausse de la TVA décidée en octobre 2019.

Au Royaume-Uni, la reprise économique s'essouffle dans un contexte de renouvellement des mesures de confinement. L'économie a connu un rebond au troisième trimestre (+ 15,5 % en rythme trimestriel), soutenue par un net redressement de la consommation, tandis que la contribution des exportations nettes a été négative. La dynamique de croissance devrait cependant s'inverser. Les enquêtes les plus récentes suggèrent un ralentissement significatif de la dynamique de croissance depuis août, avant même le confinement national d'une durée d'un mois imposé en novembre dans les secteurs non essentiels du commerce de détail, de la restauration, de l'hébergement et des loisirs (représentant 12 % environ de la valeur ajoutée dans l'économie). Bien que ces mesures soient moins contraignantes pour l'activité que le confinement strict imposé au printemps, l'indice composite des directeurs d'achat est revenu, en novembre, au niveau indiquant une contraction de l'activité. Dans le même temps, les perspectives modérées sur le marché du travail pèsent sur la consommation, et l'incertitude liée à la nature des relations commerciales, notamment celles portant sur les services, après la transition continue de restreindre l'investissement privé. Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème ayant été finalisées avant le récent accord sur le Brexit, le scénario de référence

concernant le Royaume-Uni repose sur l'hypothèse technique que la relation commerciale entre le Royaume-Uni et l'UE sera régie, par défaut, par la clause de la nation la plus favorisée de l'OMC à compter du 1^{er} janvier 2021. En particulier, l'hypothèse implique la constitution de stocks d'importation au Royaume-Uni au quatrième trimestre, stocks qui se résorberaient progressivement début 2021. L'inflation s'est redressée, légèrement au-delà des attentes, en octobre, la hausse annuelle des prix à la consommation s'accroissant pour ressortir à 0,7 % après 0,5 % le mois précédent. Cette hausse résulte d'un rebond des prix des biens, dont la variation était négative, tandis que la hausse annuelle des prix des services est restée stable à 1,4 %. La hausse de l'IPC sous-jacent s'est également légèrement accrue pour s'inscrire à 1,5 %.

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la reprise économique devrait s'interrompre temporairement avec la détérioration de la situation

pandémique. Le PIB en volume de la région a enregistré un fort rebond au troisième trimestre avec la normalisation de la production dans un contexte d'assouplissement des mesures d'endiguement. Toutefois, la pandémie s'intensifie de nouveau dans la région, le nombre quotidien de nouvelles infections dépassant les niveaux enregistrés au cours de la première vague. Les indicateurs de sévérité s'étant durcis dans la plupart des pays d'Europe centrale et orientale, la reprise devrait marquer le pas jusqu'à début 2021. Par la suite, l'atténuation des restrictions et des préoccupations d'ordre sanitaire devrait raviver la croissance, grâce également à des mesures budgétaires et monétaires fortes. À plus long terme, l'activité devrait rester inférieure à ses niveaux de fin 2019 jusqu'à début 2022.

Dans les grands pays exportateurs de matières premières, le rythme de la reprise devrait se ralentir dans un contexte de nombre toujours élevé d'infections et de marge de manœuvre réduite pour un nouveau soutien

budgétaire. En Russie, l'économie devrait se redresser au troisième trimestre grâce au soutien des autorités et au meilleur contrôle des infections. En outre, l'assouplissement temporaire des réductions de la production des pays de l'OPEP+¹ a soutenu la récente production de pétrole, et la reprise de la croissance des principaux partenaires commerciaux a continué de soutenir les exportations d'énergie. Cependant, le nombre d'infections étant reparti à la hausse, la croissance devrait à nouveau décélérer au quatrième trimestre. Au Brésil, l'économie a connu un rebond, favorisé par les vigoureuses mesures de soutien monétaire et budgétaire qui ont compté parmi les plus importantes en Amérique latine. Toutefois, le nombre de cas de COVID-19 demeure élevé. Si le recours limité aux mesures d'endiguement a réduit les répercussions économiques du choc initial, il a néanmoins aggravé la sévérité même de la pandémie. Les taux d'infection élevés ainsi que la marge budgétaire limitée pour l'avenir pèseront également sur l'investissement et la consommation et, au final, sur la trajectoire de reprise économique, avec des taux de croissance modérés prévus à court et à moyen terme.

¹ L'OPEP+ est une coalition de pays producteurs de pétrole sous l'égide de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et de la Russie.

En Turquie, l'impact économique de la COVID-19 a été fort mais de courte durée, et le rebond de l'activité dans le secteur manufacturier tire la reprise économique. Le net redressement observé au troisième trimestre (+ 15,6 % en rythme trimestriel) reflète la vigueur de la consommation privée et de

l'investissement compte tenu des conditions de financement très favorables. Le secteur manufacturier tire la reprise, bien que les services aient également connu un rebond significatif depuis la chute observée au pic de la crise. Dans l'ensemble, l'activité économique en Turquie a retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, avec la réduction progressive des mesures de soutien, la croissance devrait se modérer, en particulier celle de la consommation privée tirée par le crédit.

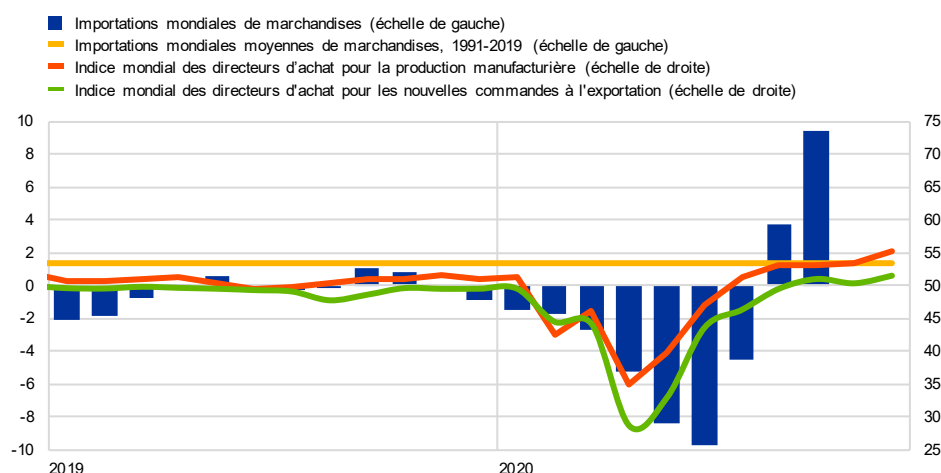
Le commerce mondial (hors zone euro) a également connu un fort rebond au troisième trimestre mais il devrait se modérer au quatrième trimestre.

Les importations mondiales de marchandises (hors zone euro) ont continué d'augmenter en septembre (3,4 % en rythme mensuel) après une hausse de 1,9 % en août. Dans l'ensemble, ces données confirment la reprise solide du commerce mondial au troisième trimestre (+ 9,4 % en rythme trimestriel), après la forte contraction enregistrée au deuxième trimestre (– 9,7 % en rythme trimestriel) (cf. graphique 2). Le net rebond constaté au troisième trimestre reflète la composition de la reprise économique et le fonctionnement plus ordonné des chaînes de valeur mondiales, mais les échanges de services continuent de peser sur le commerce mondial, en raison de l'effondrement de certains secteurs (par exemple, le tourisme) dû au choc lié à la COVID-19. Les données d'enquêtes indiquent une poursuite de la croissance, mais à un rythme plus modéré, au quatrième trimestre. L'indice mondial des directeurs d'achat (hors zone euro) pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier, qui est étroitement corrélé au commerce mondial, a augmenté en novembre pour ressortir à 51,5 après 50,3 en octobre.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



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

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

Après s'être contracté de 9,2 % en 2020, le commerce mondial (hors zone euro) devrait connaître un rebond en 2021 et poursuivre son expansion à un rythme plus modéré sur la période 2022-2023. La forte baisse des importations mondiales (hors zone euro) en 2020 par rapport à l'activité économique reflète leur forte procyclicité, notamment en période de ralentissement économique. Les perturbations temporaires des chaînes d'approvisionnement mondiales et la hausse du coût des échanges commerciaux due aux mesures d'endiguement liées à la COVID-19 ont également pesé lourdement sur le commerce international au premier semestre 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, le taux de croissance du commerce mondial (hors zone euro) a été révisé à la hausse pour 2020 (+ 4,5 points de pourcentage), reflétant essentiellement le fort rebond enregistré au troisième trimestre. Cette révision relève le niveau des importations mondiales par rapport à la trajectoire prévue dans les projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE, ce qui implique une diminution de l'écart par rapport à la trajectoire de référence antérieure à la COVID-19, mais continue d'indiquer une reprise incomplète. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le commerce mondial devrait augmenter de 7,1 % en 2021, de 3,9 % en 2022 et de 3,4 % en 2023. La demande étrangère adressée à la zone euro devrait diminuer de 10,7 % en 2020 et augmenter de 6,6 % 2021, de 4,1 % en 2022 et de 3,4 % en 2023.

Les perspectives économiques mondiales restent soumises à un certain nombre de risques, bien que la balance des risques entourant les perspectives soit jugée plus favorable. En raison de l'incertitude persistante pour l'économie mondiale sur le moment où la crise sanitaire sera complètement résolue, dans les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le scénario de référence est complété par deux scénarios alternatifs ², à savoir un scénario clément et un scénario sévère. Ces scénarios peuvent être considérés comme fournissant une fourchette indicative autour de la projection de référence. Les nouvelles concernant la mise au point de vaccins efficaces ont renforcé la confiance dans la possibilité de réussir à endiguer la pandémie et rendu moins probable la concrétisation d'un scénario sévère. En outre, la pandémie de COVID-19 ayant mis en évidence la dépendance de plusieurs pays à l'égard de leurs fournisseurs extérieurs, il pourrait en résulter des efforts de diversification des fournisseurs mondiaux (renforcement potentiel de la capacité de résistance) et/ou de relocalisation de la production (avec des répercussions négatives sur les chaînes de valeur mondiales complexes).

Évolutions des prix au niveau mondial

Les prix du pétrole ont augmenté de presque 25 % depuis mi-septembre.

Le fort rebond des prix du pétrole constaté au cours de l'été s'est interrompu en septembre et en octobre. Depuis début novembre, les prix du pétrole ont augmenté,

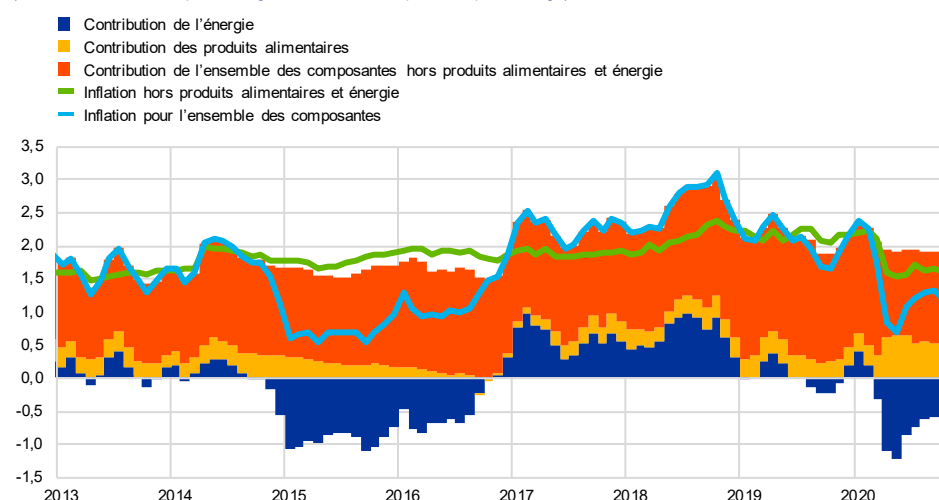
² Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé « [Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro](#) » dans les Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2020.

suivant les tendances positives observées sur les marchés financiers dans le monde, les perspectives croissantes de livraison de plusieurs vaccins augmentant les probabilités de retour à la normale en 2021. Cela étant, ni l'Agence internationale de l'énergie (AIE) ni l'OPEP n'anticipent de hausse significative de la demande de pétrole avant fin 2021. En effet, selon les experts de l'AIE, la demande de pétrole devrait se ralentir au quatrième trimestre 2020 dans le contexte de l'augmentation des nouveaux cas de COVID-19 dans le monde entier. Après la persistance d'un *contango* (les prix du pétrole pour une livraison dans le futur sont plus élevés) depuis mars, la courbe des contrats à terme est revenue en situation de *backwardation* (les prix du pétrole pour une livraison dans le futur sont plus bas) début décembre.

L'inflation mondiale reste modérée dans un contexte de faiblesse de la demande mondiale. Dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement ralentie, revenant à 1,2 % en octobre. La hausse des prix des produits alimentaires est restée stable à 3,6 %, tandis que la contribution négative des prix de l'énergie à l'inflation totale a continué d'augmenter. La hausse annuelle de l'IPC dans la zone OCDE, hors produits alimentaires et énergie, a fléchi de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 1,6 % en octobre. Dans les économies avancées, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est ralentie aux États-Unis et elle devenue négative au Japon (– 0,4 %) en octobre, mais elle a augmenté au Royaume-Uni et au Canada. Parmi les principales économies de marché émergentes hors zone OCDE, l'inflation annuelle totale a augmenté en octobre en Russie, en Inde et, de façon plus prononcée, au Brésil, tandis qu'elle a diminué en Chine.

Graphique 3 Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2020.

Les perspectives concernant l'inflation mondiale devraient rester modérées, mais une reprise de la demande pourrait soutenir les prix pour la période à venir. La composition de la reprise sera un déterminant clé des perspectives

relatives à l'inflation mondiale. La demande latente devrait soutenir la reprise et pousser l'inflation à la hausse, mais les contraintes d'offre pourraient se dissiper rapidement, créant des tensions désinflationnistes. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale) devraient connaître un rebond début 2021. Selon les prévisions, cette évolution sera favorisée par une amélioration de l'environnement mondial et par un redressement des prix des matières premières depuis les points bas enregistrés en avril 2020 ; la hausse des prix à la production devrait cependant contribuer négativement, reflétant la persistance de capacités inutilisées dans l'économie mondiale. La hausse des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devrait retrouver sa moyenne de long terme vers le début de 2022.

2 Évolutions financières

Au cours de la période sous revue (du 10 septembre au 9 décembre 2020), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a légèrement fluctué pour finalement demeurer globalement inchangée. Cela reflète, d'une part, les inquiétudes relatives à l'accélération de la propagation du coronavirus (COVID-19) en Europe et, d'autre part, les annonces positives concernant les vaccins. Comme elle continue de n'être que légèrement inversée sur sa partie courte, la courbe ne signale pas d'anticipations fortes d'une baisse des taux à très court terme. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme ont sensiblement diminué dans la zone euro, dans un contexte de nouvelles anticipations d'une reconduction des mesures de soutien monétaire et budgétaire conjuguées à une amélioration générale du sentiment à l'égard du risque, sous l'effet notamment de l'annonce d'essais vaccinaux concluants. Les prix des actifs risqués ont augmenté en conséquence. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

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, au cours de la période sous revue ³.

L'excédent de liquidité a augmenté de 475 milliards d'euros pour s'établir à 3 456 milliards environ. Cette évolution reflète principalement des achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que le règlement d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) en septembre.

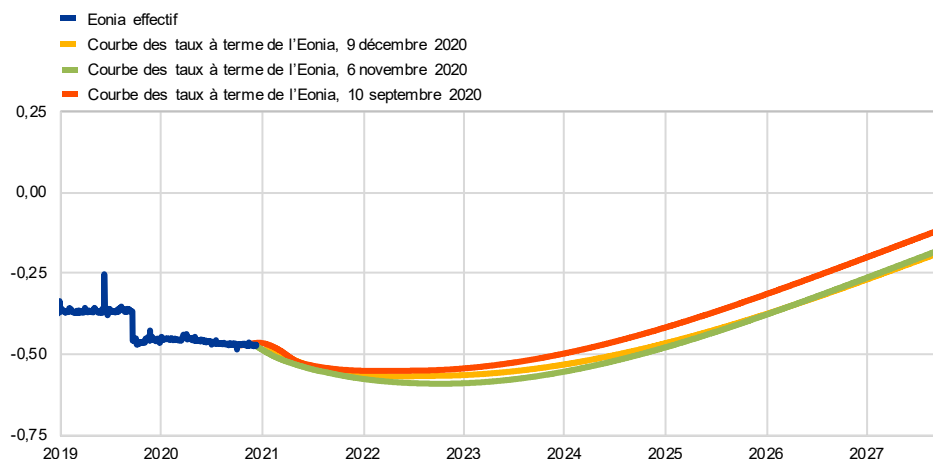
La courbe des taux à terme de l'Eonia est globalement inchangée par rapport au début de la période sous revue (cf. graphique 4). Cela étant, la courbe des taux à terme a affiché des fluctuations notables sur la période. L'inversion de la courbe sur la première partie de la période sous revue a reflété les inquiétudes relatives à l'accélération de la propagation de la COVID-19 en Europe, mais la courbe s'est ensuite aplatie le 9 novembre lorsque la première d'une série d'annonces positives concernant les vaccins est intervenue. Depuis, la courbe est restée globalement inchangée. Le point bas de la courbe, qui se situe 10 points de base au-dessous du niveau actuel de l'Eonia (– 47 points de base), correspond à avril 2022. La courbe indique donc que les marchés financiers n'intègrent pas dans leurs prix une baisse imminente des taux. En outre, les enquêtes et les données tirées de modèles indiquent que les taux sans risque à court terme devraient rester stables au cours des prochains mois.

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

Graphique 4

Taux à terme de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

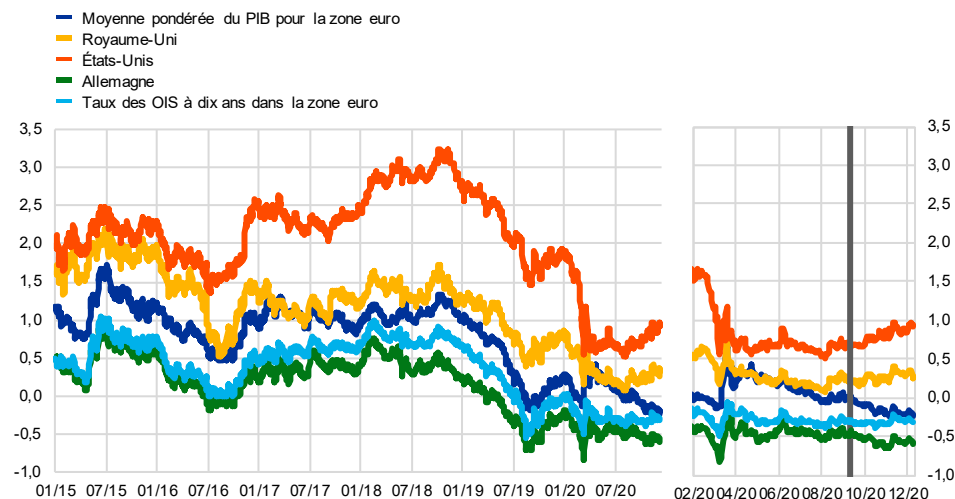
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont sensiblement baissé dans la zone euro, tandis qu'ils ont fortement augmenté aux États-Unis (cf. graphique 5). Plus précisément, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro est devenu négatif, reculant de 27 points de base pour ressortir à - 0,25 %. En revanche, le rendement des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 26 points de base aux États-Unis, pour s'établir à 0,94 %. Les évolutions divergentes d'une juridiction à l'autre reflètent les anticipations accrues d'un renforcement de ses achats d'actifs par la BCE dans le cadre du PEPP. En outre, les programmes *Next Generation EU* (NGEU) et de soutien à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, SURE) ont probablement contribué à une baisse des rendements souverains dans la zone euro en comprimant les écarts de rendement via une amélioration des perspectives de croissance et des perspectives budgétaires des États membres ainsi que du sentiment à l'égard du risque ⁴.

⁴ C'est au cours de la période sous revue que sont intervenues les cinq premières émissions réalisées dans le cadre du programme SURE par la Commission européenne, sur des durées allant de 5 à 30 ans et pour un montant de 39,5 milliards d'euros. Les émissions ont rencontré une demande historiquement forte, étant plus de dix fois sursouscrites dans le carnet d'ordres.

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

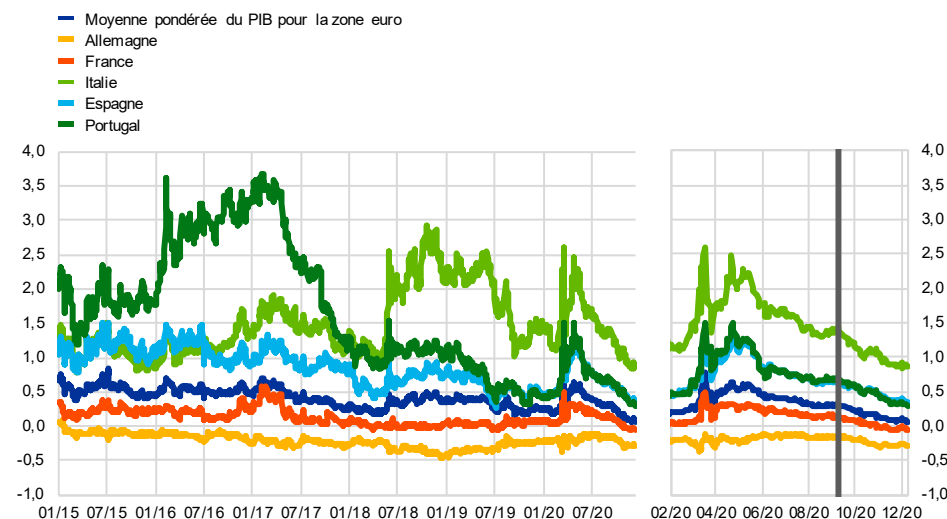
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 septembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020.

Les écarts à long terme entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et les taux des swaps au jour le jour (OIS) se sont encore resserrés sur fond d'anticipations d'une reconduction des mesures de soutien monétaire et budgétaire et d'amélioration générale du sentiment à l'égard du risque (cf. graphique 6). L'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a reculé de 24 points de base pour atteindre 0,07 %, ce qui l'amène au-dessous du niveau d'avant la pandémie. La baisse a été particulièrement prononcée en Italie, au Portugal et en Espagne, où les écarts à dix ans se sont resserrés de 50, 36 et 30 points de base, respectivement, pour ressortir à 0,86 %, 0,30 % et 0,34 %. Les écarts de rendement à dix ans français et allemand ont enregistré des reculs plus modestes, de 19 et 15 points de base, respectivement, pour s'établir à - 0,05 % et - 0,29 %.

Graphique 6

Écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans de la zone euro vis-à-vis du taux OIS

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

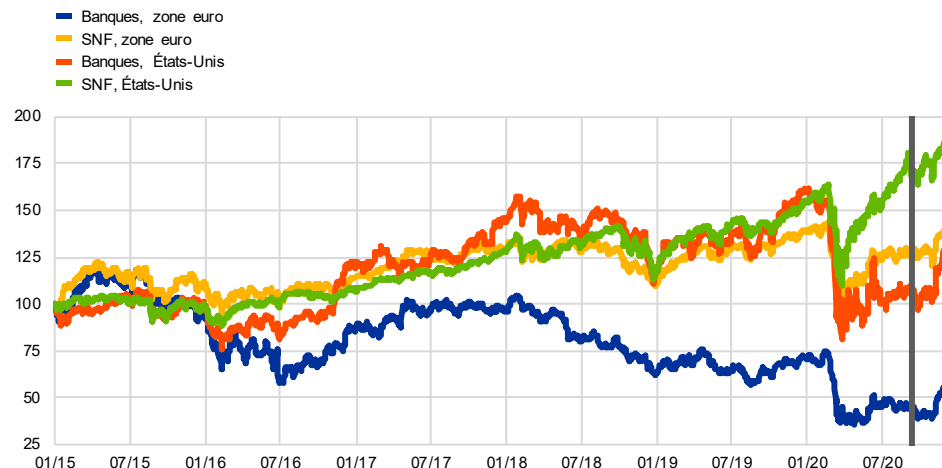
Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 septembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020.

Dans la zone euro et aux États-Unis, les actions se sont négociées dans une fourchette stable durant l'essentiel de la période sous revue, en dépit de l'intensification de la pandémie, avant que leurs prix augmentent fortement sous l'effet des annonces concernant les vaccins (cf. graphique 7). Les cours des actions ont été soutenus par une amélioration continue des anticipations de croissance des bénéfices à court terme, tandis que les anticipations de bénéfices à long terme ont été révisées à la baisse, signalant des risques macroéconomiques à la baisse et la possibilité de séquelles économiques à plus long terme liées à la pandémie. Dans le même temps, le sentiment du marché à l'égard du risque s'est amélioré avec les informations relatives aux vaccins qui ont commencé à apparaître début novembre, réduisant la prime de risque sur actions et soutenant les prix des actions. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté de 9,2 % et 10,0 %, respectivement. Les prix des actions des banques de la zone euro et des États-Unis ont bénéficié dans une plus large mesure de l'annonce d'essais vaccinaux concluants, les indices augmentant, respectivement, de 23,1 % et de 21,9 %, recouvrant en partie les pertes plus élevées (que celles des SNF) enregistrées depuis le début de la pandémie.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

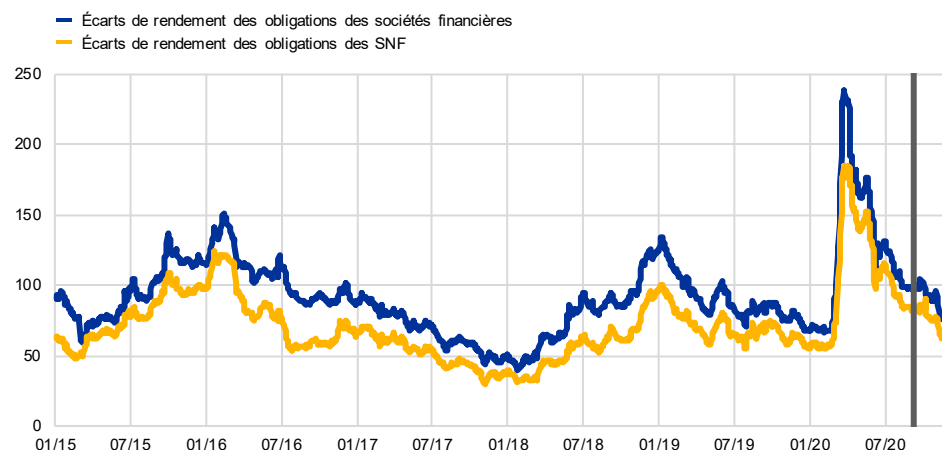
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 septembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises les mieux notées ont diminué au cours de la période sous revue, enregistrant notamment une baisse significative à l'annonce des premiers essais vaccinaux concluants (cf. graphique 8). Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier, par rapport au taux sans risque, se sont resserrés de 25 et 30 points de base, respectivement, et en particulier ont baissé de quelque 5 points de base le 9 novembre, lorsque l'annonce de la réussite d'essais vaccinaux est parvenue au marché pour la première fois. Cette diminution globale reflète une baisse de la prime excédentaire sur les obligations, c'est-à-dire la composante des écarts de rendement des obligations des sociétés non expliquée par les fondamentaux du crédit (tels que mesurés par les notations et les taux de défaut attendus) qui sont demeurés globalement stables. Malgré cette nouvelle compression importante, les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises demeurent légèrement supérieurs aux niveaux observés avant la pandémie. Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises à haut rendement (*high-yield*) ont également fortement baissé au cours de la période sous revue.

Graphique 8

Écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

(en points de base)



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

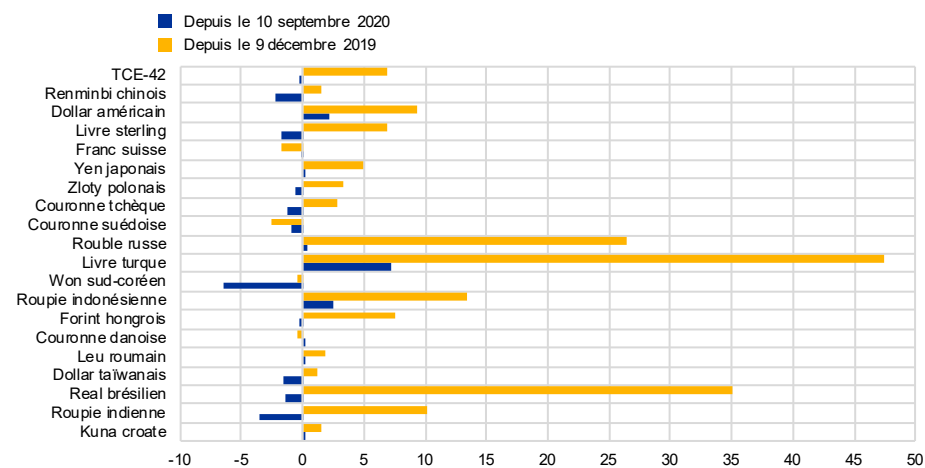
Notes : Les écarts de rendement sont calculés comme les écarts des taux des *swaps* sur actifs par rapport au taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an) et bénéficiant d'une notation élevée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 septembre 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9). 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 % au cours de la période sous revue, demeurant toutefois inférieur de 1,9 % seulement à son point haut historique atteint en décembre 2008. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux, l'euro a continué de s'apprécier nettement par rapport au dollar (de 2,2 %), reflétant la poursuite de l'affaiblissement généralisé du dollar des États-Unis sur fond d'amélioration du sentiment du marché à l'égard du risque. Dans ce contexte, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du yen japonais (de 0,2 %), mais il est resté globalement inchangé vis-à-vis du franc suisse. Dans le même temps, l'euro s'est déprécié vis-à-vis de la livre sterling (de 1,7 %) ainsi que des devises de la plupart des grands marchés émergents, en particulier du renminbi chinois (de 2,3 %) et du won coréen (de 6,5 %).

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 décembre 2020.

Le PIB en volume de la zone euro a fortement augmenté, de 12,5 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2020. L'activité économique dans la zone euro a été soutenue par un rebond marqué de toutes les composantes de la demande, avec la levée progressive des mesures d'endiguement liées à la pandémie de coronavirus (COVID-19) à compter de mai 2020. Cela s'est traduit par des contributions positives de la consommation privée, de l'investissement et des exportations nettes à la croissance du PIB. Néanmoins, le niveau du PIB au troisième trimestre 2020 est demeuré inférieur de 4,4 % à son niveau d'avant la pandémie enregistré au quatrième trimestre 2019. Les informations disponibles concernant l'économie, y compris celles tirées d'enquêtes et d'indicateurs à haute fréquence, vont dans le sens d'une baisse significative de l'activité au dernier trimestre 2020, moins prononcée toutefois que celle observée au deuxième trimestre de cette année, sous l'effet de la forte résurgence de la pandémie et de la nécessaire réintroduction de mesures d'endiguement depuis mi-octobre, qui affectent principalement le secteur des services. Si, selon les estimations, le PIB en volume s'est contracté au quatrième trimestre 2020, les perspectives pour 2021 et au-delà demeurent étroitement liées à l'évolution de la pandémie et au déploiement des vaccins contre la COVID-19. Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une contraction annuelle du PIB en volume de 7,3 % en 2020 et une croissance annuelle de 3,9 % en 2021, de 4,2 % en 2022 et de 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections de septembre 2020, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2020, à la baisse de 1,1 point de pourcentage pour 2021 et à la hausse de 1,0 point de pourcentage pour 2022, revenant ainsi globalement au niveau prévu dans le scénario de référence de septembre à moyen terme. Si les risques à la baisse entourant les perspectives sont devenus moins prononcés en raison des informations concernant les perspectives de déploiement de vaccins dans un avenir proche, ils restent néanmoins orientés négativement en lien avec les répercussions de la pandémie sur les conditions économiques et financières.

La croissance dans la zone euro a fortement rebondi au troisième trimestre 2020, mais, selon les estimations, elle se serait contractée de nouveau au dernier trimestre de l'année.

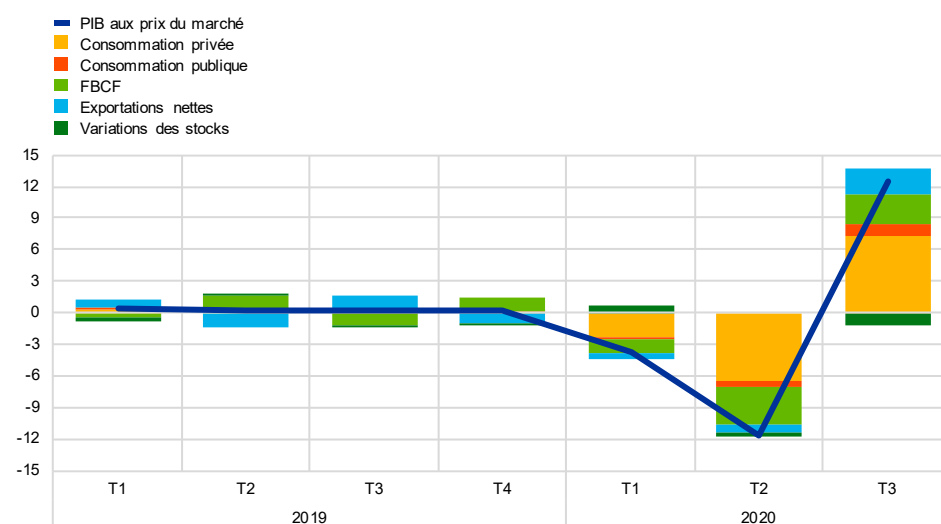
Le PIB en volume a rebondi de 12,5 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2020, annulant partiellement la baisse cumulée sévère et profonde de 15,0 % enregistrée au premier semestre de l'année (cf. graphique 10). Dans l'ensemble, le niveau du PIB au troisième trimestre 2020 est demeuré inférieur de 4,4 % à son niveau du dernier trimestre 2019. La demande intérieure a apporté une contribution positive à la croissance au troisième trimestre 2020, tandis que la contribution de la variation des stocks a été légèrement négative. Les évolutions du secteur extérieur ont également soutenu la croissance de la zone euro, comme l'indique la contribution positive des exportations nettes. Si l'on tient compte de l'intensité en importations de chaque composante de la demande, les facteurs extérieurs ont apporté une contribution particulièrement importante à la dynamique de croissance en 2020 (cf. encadré 4). S'agissant de la production, le rebond enregistré au troisième trimestre a été alimenté par l'industrie

manufacturière et les services. Toutefois, les évolutions ont varié fortement d'un secteur à l'autre. C'est particulièrement le cas pour les services, où la production est restée nettement inférieure à son niveau d'avant la pandémie.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

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

La situation sur le marché du travail s'est légèrement améliorée au troisième trimestre, étant donné le fort rebond de l'activité.

L'emploi a augmenté de 1,0 % au troisième trimestre 2020, après un recul de 3,0 % au deuxième trimestre (cf. graphique 11). En dépit de cette amélioration, l'emploi s'est établi, au troisième trimestre 2020, 2,2 % au-dessous du niveau observé au quatrième trimestre 2019. Le nombre d'heures travaillées continue de jouer un rôle important dans l'ajustement du marché du travail de la zone euro. Le nombre total d'heures travaillées a augmenté de 14,8 % au troisième trimestre, après une baisse de 13,6 % au deuxième trimestre, mais il reste en recul de 4,6 % par rapport au quatrième trimestre 2019. Le taux de chômage s'est établi à 8,4 % en octobre, après avoir atteint 8,7 % en juillet, demeurant supérieur d'environ 1,2 point de pourcentage à son niveau de février, avant la pandémie. Les dispositifs de maintien dans l'emploi continuent de soutenir le marché du travail. Les travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien dans l'emploi représentaient, selon les estimations, 5 % environ de la population active en octobre, après 18 % environ en avril, mais les chiffres commencent à augmenter de nouveau dans certains pays à la suite des dernières mesures de confinement ⁵.

Les indicateurs à court terme du marché du travail se sont partiellement redressés, mais continuent de signaler une contraction.

L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi est ressorti en légère hausse à 48,3 en novembre, après 48,2 en octobre. Il s'est nettement redressé depuis avril, où il avait atteint son

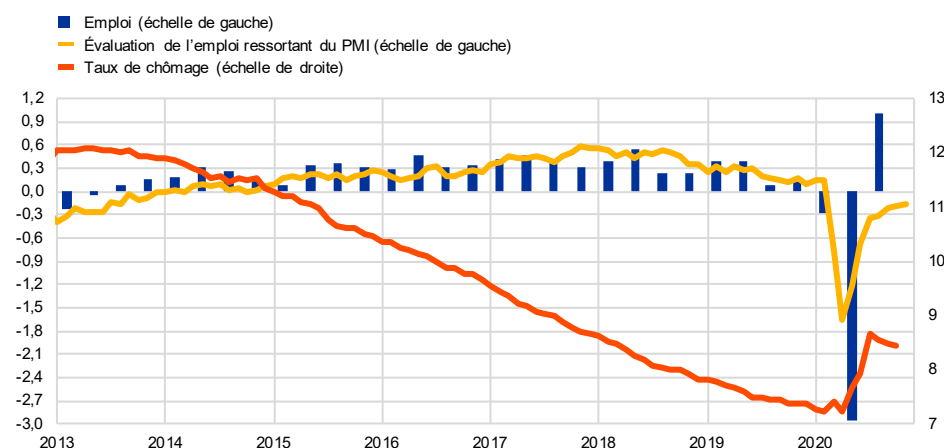
⁵ Cf. l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

plus bas niveau historique. 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 11

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; indice de diffusion ; 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 troisième trimestre 2020 pour l'emploi, à novembre 2020 pour le PMI et à octobre 2020 pour le taux de chômage.

Après un rebond substantiel au troisième trimestre, de 14,0 % en rythme trimestriel, les dépenses de consommation ont recommencé à fléchir au quatrième trimestre. Alors que les immatriculations de voitures ont oscillé à un niveau proche de leur niveau d'avant la pandémie (en baisse de 4,1 % en rythme annuel) en octobre, le commerce de détail a affiché une croissance de 1,5 % au cours du même mois, en rythme mensuel. Il est probable que ces évolutions ne tiennent pas encore compte de l'incidence de la réintroduction des mesures d'endiguement à partir de mi-octobre. En revanche, la confiance des consommateurs a continué de se détériorer en novembre, s'établissant à - 17,6, contre - 14,5 en moyenne au troisième trimestre. Dans plusieurs pays de la zone euro, la consommation de biens durables a déjà légèrement dépassé, au troisième trimestre, ses niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, cette évolution a été éclipsée par l'incidence négative de la consommation de services, qui reste très inférieure aux tendances historiques. Les ménages s'inquiètent de plus en plus d'une détérioration de leur situation financière, et par conséquent, leurs intentions d'achats importants continuent de ressortir à leur plus bas niveau depuis la crise de la dette souveraine. En raison du comportement de précaution des consommateurs et de la plus grande sévérité des mesures de confinement, le taux d'épargne devrait repartir à la hausse au quatrième trimestre.

L'investissement des entreprises (dont l'investissement hors construction donne une approximation) a fortement augmenté, de 13,6 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2020, mais la reprise s'est tassée au quatrième trimestre. Nonobstant un rebond marqué, le niveau des investissements hors construction reste inférieur de 15,7 % à son niveau d'avant la crise. En dépit

d'un chiffre positif affiché par l'indice des directeurs d'achat d'octobre et de novembre pour le secteur des biens d'équipement (55,6 en novembre, contre 54,7 en septembre), l'investissement devrait diminuer au quatrième trimestre, la deuxième vague de la pandémie ayant probablement eu également une incidence sur les bénéfices des entreprises. En outre, la confiance des chefs d'entreprise en matière d'investissement a encore reculé en novembre, tandis que l'utilisation des capacités de production reste nettement inférieure à son niveau d'avant la crise, ce qui implique une marge de manœuvre pour accroître la production avec le stock de capital existant. Cela étant, la relative résilience du secteur manufacturier aux nouveaux confinements peut être considérée comme un signe positif pour les perspectives d'investissement à court terme. Toutefois, à plus long terme, l'alourdissement de la charge de la dette, que traduit l'augmentation des ratios d'endettement des entreprises, fait peser des risques à la baisse sur la reprise de l'investissement.

L'investissement des ménages (dont l'investissement dans la construction de bâtiments résidentiels fournit une approximation) a également fortement rebondi, de 12,3 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2020, mais les perspectives à court terme demeurent incertaines. Le fort rebond enregistré au troisième trimestre 2020 ne constitue pas une reprise complète, l'investissement dans la construction de bâtiments résidentiels demeurant inférieur de 3,8 % à son niveau de fin 2019. La forte diversité d'un pays à l'autre de la dynamique du secteur du logement au cours des trois premiers trimestres de 2020 devrait s'atténuer à court terme, les perspectives étant sombres pour l'ensemble des grands pays de la zone euro, malgré quelques signaux positifs au début du quatrième trimestre. Les données les plus récentes sur la délivrance de permis de construire montrent un ralentissement marqué au premier semestre de l'année, ce qui dénote une diminution du nombre de projets de construction en attente. En octobre, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction et les services immobiliers a enregistré une contraction plus forte. Après un léger redressement en octobre, la confiance des entreprises du secteur de la construction et de l'immobilier a reculé en novembre, la nouvelle série de mesures visant à contenir la deuxième vague du coronavirus depuis mi-octobre ayant eu des répercussions négatives sur l'activité. Sur la même période, les entreprises du secteur de la construction et de l'immobilier ont fait état d'une accentuation des contraintes d'offre sur leur production, liées notamment à leurs conditions financières. S'agissant de la demande, selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, les nouvelles restrictions et l'incertitude accrue liée à la résurgence de la pandémie ont dissuadé les ménages de dépenser sur les principaux postes, y compris sur le stock de logements neufs ou anciens, en novembre.

Les échanges commerciaux de la zone euro ont fortement rebondi et apporté une contribution positive à la croissance du PIB au troisième trimestre 2020, mais leur reprise devrait se ralentir au cours des mois à venir. Tandis que les exportations de biens en volume de la zone euro se sont redressées et ont largement comblé le recul observé au trimestre précédent, enregistrant une augmentation de 20,1 % en rythme trimestriel, les exportations de services en volume de la zone euro ne se sont redressées que de 9,2 %, après une baisse de

21,0 %. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été fortement positive (2,4 points de pourcentage). Les données relatives aux échanges commerciaux de biens montrent que les exportations ont enregistré une hausse généralisée en septembre. Les exportations de biens manufacturés hors produits chimiques, notamment de machines et de matériel de transport, ont enregistré un rebond trimestriel plus marqué en termes relatifs au troisième trimestre 2020. C'était particulièrement vrai pour les exportations de voitures. Toutefois, les nouvelles mesures de confinement devraient perturber le profil de reprise des échanges commerciaux de la zone euro au cours des mois à venir. Bien qu'il aille dans le sens d'une nouvelle amélioration des échanges de biens, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier de la zone euro a diminué pour s'établir à 53 en novembre, tandis que l'évaluation par la Commission européenne des niveaux des carnets de commandes à l'exportation ne s'est que légèrement améliorée en territoire négatif. En revanche, les nouvelles restrictions liées à la COVID-19 pèsent sur des échanges commerciaux déjà perturbés dans les services, et l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur des services a encore reculé pour ressortir à 39,2.

Les indicateurs à haute fréquence et les derniers résultats d'enquêtes vont dans le sens d'une baisse du PIB au dernier trimestre 2020. Ces derniers mois, les indicateurs à haute fréquence de la mobilité pour les pays de la zone euro ont affiché une nette tendance à la baisse, évoluant en parallèle avec un indice composite relatif à la sévérité des mesures qui s'est établi à peu près à mi-chemin entre son point haut d'avril et le point bas enregistré par la suite en juillet. Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une nouvelle contraction de l'activité affectant principalement le secteur des services. Dans le cas du tourisme en particulier, les nouvelles restrictions de déplacement en octobre devraient renforcer la substitution du tourisme domestique au tourisme étranger observée pendant la première vague de la pandémie, ce qui tend à indiquer une détérioration générale des services liés au tourisme au dernier trimestre de l'année (cf. encadré 5). L'indice composite rapide des directeurs d'achat pour la production a fortement diminué, revenant de 50,0 en octobre à 45,3 en novembre, en grande partie sous l'effet d'une baisse substantielle de l'indice pour les services (de 46,9 à 41,7). Dans le même temps, l'indice pour la production manufacturière a également diminué, mais dans des proportions bien moindres, revenant de 58,4 à 55,3, ce qui continue d'indiquer une croissance de l'activité. Toutefois, les perspectives à court terme demeurent entourées d'une incertitude élevée, surtout compte tenu des bouleversements inhabituels des relations statistiques et économiques durant la pandémie de COVID-19 (cf. l'encadré 3 pour une description des innovations dans la panoplie des outils d'analyse de la BCE visant à évaluer l'incidence à court terme de la pandémie).

Les prévisions de croissance à moyen terme demeurent étroitement liées à l'évolution graduelle de la pandémie et à une réussite du déploiement des vaccins contre la COVID-19. Si le lancement rapide de la distribution des vaccins est un facteur clé pour soutenir les anticipations d'une reprise rapide, il faudra du temps pour atteindre l'immunité collective et pour que la zone euro et l'économie

mondiale soient en mesure de revenir à la « normalité ». Selon une enquête menée auprès de grandes entreprises pour vérifier ce que « normalité » pourrait signifier à long terme, la pandémie devrait conduire à une numérisation accrue et à un recours accru au télétravail, s'accompagnant de l'anticipation d'une hausse durable de la productivité mais, dans le même temps, également d'une baisse persistante de la demande (cf. encadré 6). Dans cet environnement incertain et afin de réduire les risques d'hystérèse, les conditions monétaires accommodantes de la BCE continueront de soutenir la demande intérieure, tandis que le maintien de mesures budgétaires et en faveur de l'emploi devrait continuer de soutenir la consommation privée.

Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une contraction annuelle du PIB en volume de 7,3 % en 2020 et une croissance annuelle de 3,9 % en 2021, de 4,2 % en 2022 et de 2,1 % en 2023 (cf. graphique 12).

Par rapport aux projections de septembre 2020, la croissance du PIB en volume a été révisée à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2020, à la baisse de 1,1 point de pourcentage pour 2021 et à la hausse de 1,0 point de pourcentage pour 2022, revenant ainsi globalement au niveau prévu dans le scénario de référence de septembre à moyen terme. Si les risques à la baisse entourant les perspectives sont devenus moins prononcés en raison des informations concernant les perspectives de déploiement de vaccins dans un avenir proche, ils restent orientés négativement en lien avec les répercussions de la pandémie sur les conditions économiques et financières.

Graphique 12

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2020 » publié le 10 décembre 2020 sur le site internet de la BCE.

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

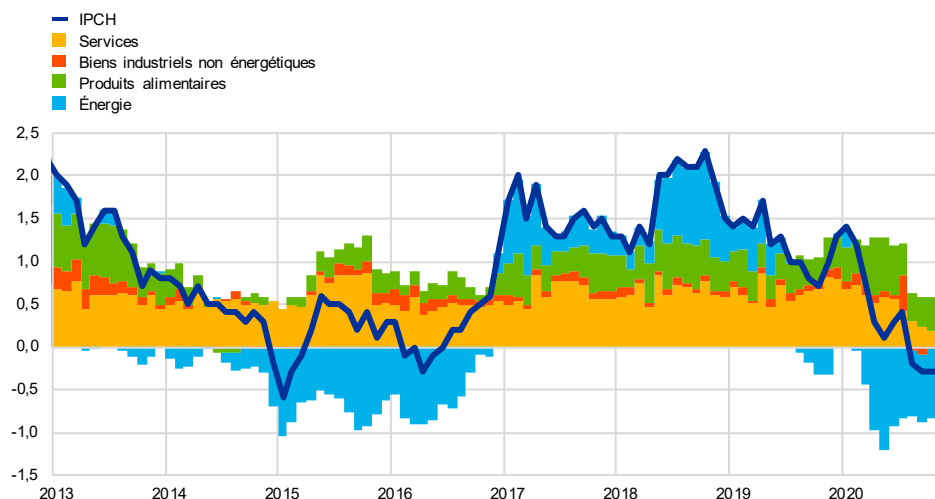
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro est restée inchangée, à – 0,3 %, en novembre. Sur la base de la dynamique des cours du pétrole et compte tenu de la réduction temporaire du taux de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative jusqu'à début 2021. Elle devrait se redresser ensuite avec la fin de cette mesure en Allemagne et en raison des effets de base à la hausse découlant de l'augmentation des prix de l'énergie. Cela étant, les tensions sous-jacentes sur les prix resteraient contenues en raison de l'atonie de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des services liés aux voyages, ainsi que de la faiblesse des tensions sur les salaires et de l'appréciation du taux de change de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation à moyen terme. Les indicateurs de marché et les mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation à plus long terme demeurent à des niveaux peu élevés. Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une inflation annuelle de 0,2 % en 2020, 1,0 % en 2021, 1,1 % en 2022 et 1,4 % en 2023. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été revues à la baisse pour 2020 et 2022.

L'inflation totale est demeurée inchangée en novembre 2020. Ce taux d'inflation inchangé, à – 0,3 %, masque de faibles fluctuations de ses principales composantes : d'une part, une variation légèrement plus négative des prix de l'énergie et une augmentation légèrement plus faible des prix des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques et, d'autre part, une accentuation de la hausse des prix des services (cf. graphique 13).

Graphique 13

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 novembre 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 se sont stabilisées à des niveaux bas.

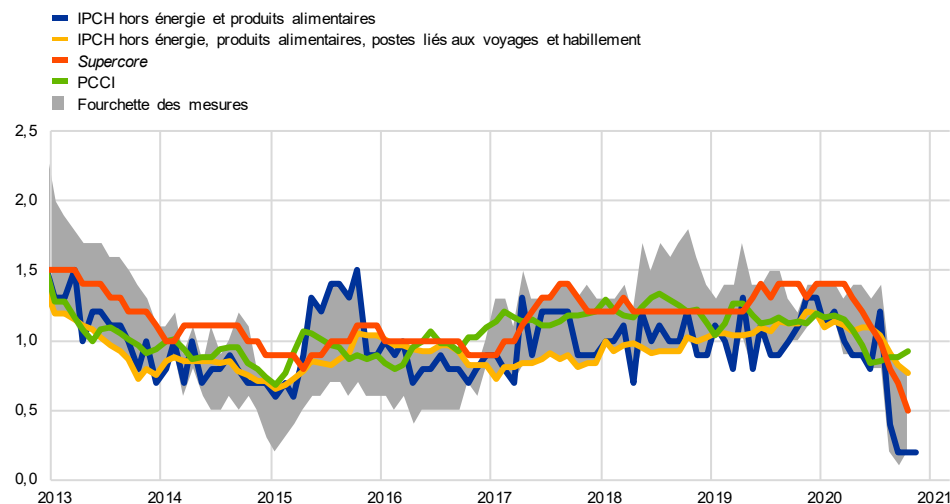
L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée inchangée pour le troisième mois de suite, ressortant à son point bas historique de 0,2 % en novembre. Cette stabilité masque une accentuation de la hausse des prix des services, qui s'est établie à 0,6 % en novembre, après 0,4 % en octobre, tandis que la variation des prix des biens industriels non énergétiques est revenue à -0,3 % en novembre, après -0,1 % en octobre. D'autres mesures de l'inflation sous-jacente, disponibles jusqu'en octobre, se sont stabilisées à des niveaux bas. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement, et la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) sont demeurées inchangées en octobre, à 0,8 % et 0,9 %, respectivement, tandis que l'indicateur *Supercore* a fléchi, revenant de 0,7 % en septembre à 0,5 % en octobre (cf. graphique 14) ⁶. La faiblesse des mesures de l'inflation sous-jacente observée récemment reflète également la réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne depuis juillet 2020.

⁶ 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.

Graphique 14

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2020 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et à octobre 2020 pour toutes les autres mesures. La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente comprend les éléments suivants : IPCH hors énergie ; IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %), la moyenne tronquée (30 %), et la médiane pondérée de l'IPCH. 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 sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement ont légèrement augmenté pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH. La variation des prix des biens de consommation non alimentaires importés est passée de – 1,9 % en septembre à – 1,2 % en octobre. La variation des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires est ressortie à 0,7 % en octobre, sans changement par rapport à septembre, et reste proche 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, passant de – 1,6 % en septembre à – 1,3 % en octobre, tandis que le rythme annuel de variation des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est redressé, passant de – 3,0 % en septembre à – 2,5 % en octobre. Les évolutions de la variation des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et des biens intermédiaires pourraient refléter, au moins en partie, le fait que l'appréciation du taux de change de l'euro par rapport à l'année précédente ne s'est pas poursuivie en octobre.

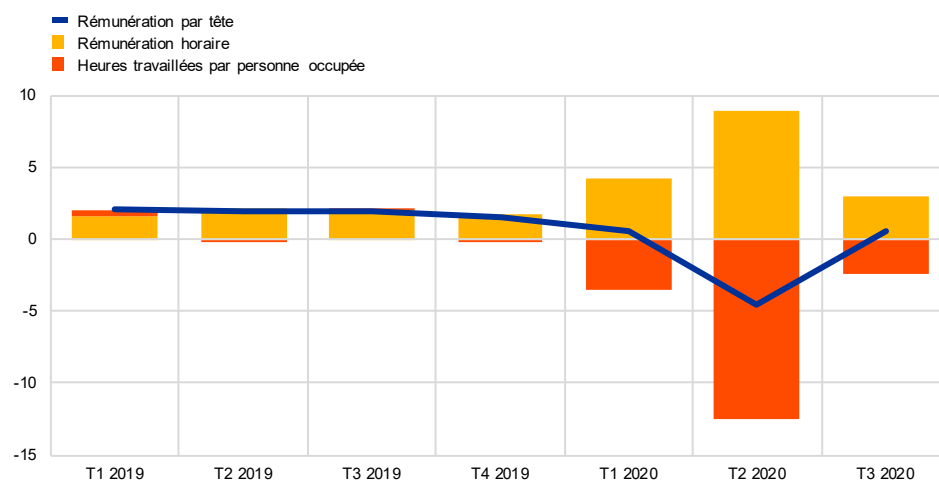
Les tensions sur les salaires sont atténuées par l'effet sur la rémunération des mesures de soutien mises en place par les États. L'évolution de la rémunération par tête et celle de la rémunération par heure travaillée ont affiché une forte volatilité et une nette divergence entre les deux mesures au cours des trois premiers trimestres 2020. La hausse annuelle de la rémunération par tête a atteint 0,6 % au troisième trimestre, après – 4,7 % au deuxième trimestre, 0,6 % au premier trimestre et 1,7 % au quatrième trimestre 2019. La croissance annuelle de la rémunération horaire, en revanche, est passée de 2,0 % au quatrième trimestre 2019 à 4,3 % au

premier trimestre 2020 et 9,3 % au deuxième trimestre, avant de revenir à 3,0 % au troisième trimestre 2020 (cf. graphique 15). Ces évolutions divergentes 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. Cet effet s'est en partie inversé au troisième trimestre, en phase avec le rebond de l'activité. 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 ⁷. La hausse des salaires négociés, qui ne sont pas directement affectés par l'évolution du nombre d'heures travaillées et l'enregistrement des prestations versées au titre des dispositifs de maintien dans l'emploi, est ressortie en baisse à 1,6 % au troisième trimestre 2020, après 1,7 % au deuxième trimestre et 1,9 % au premier trimestre. Même 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 ⁸.

Graphique 15

Décomposition de la rémunération par tête en rémunération horaire et en heures travaillées

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont légèrement augmenté après des informations positives concernant les essais concluants de vaccins contre le coronavirus (COVID-19) qui ont dopé le sentiment du marché, mais demeurent toutefois à des niveaux très faibles (du 10 septembre au 9 décembre). Après avoir marqué le pas fin octobre sous l'effet des reconfinements, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont nettement augmenté après la première d'une série d'annonces d'essais de vaccins concluants. Par exemple, le taux des *swaps* indexés

⁷ 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.

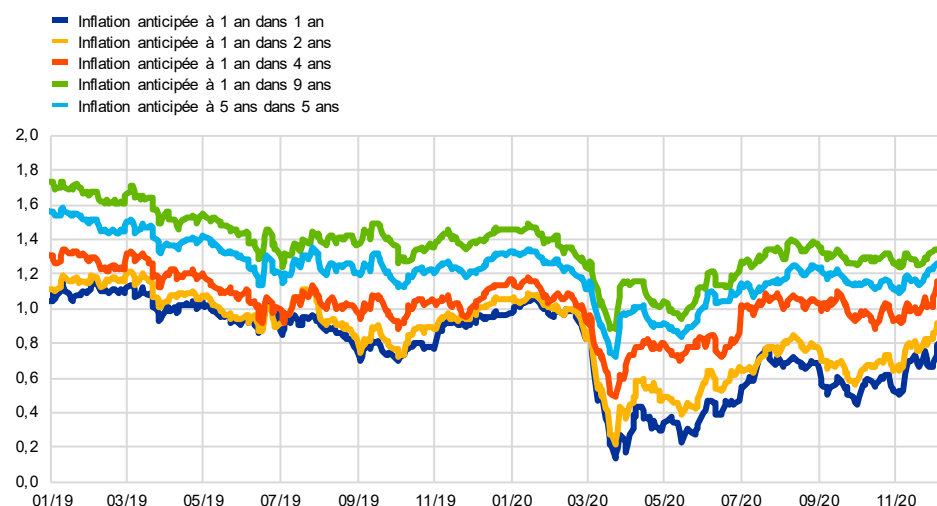
⁸ Pour plus d'informations, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, qui s'est établi à 1,25 % le 9 décembre, s'inscrit, selon les estimations, globalement à l'intérieur des intervalles observés entre mi-2019 et le début de la pandémie. Même si les indicateurs à plus court terme des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché se sont jusqu'à présent montrés un peu plus résistants que lors de la première vague de la pandémie, l'intégralité du profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'aller dans le sens d'une période prolongée d'inflation faible. Les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes sont demeurés historiquement bas. D'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2020 menée durant la première semaine d'octobre 2020 et les dernières publications du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro pour octobre, les anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes se sont maintenues à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches.

Graphique 16

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020.

Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une accélération graduelle de l'inflation totale sur l'horizon de projection. D'après le scénario de référence, la hausse de l'IPCH total devrait ressortir en moyenne à 0,2 % en 2020, 1,0 % en 2021, 1,1 % en 2022 et 1,4 % en 2023 (cf. graphique 17). Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, la projection de l'IPCH a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2020, est restée inchangée pour 2021 et a été révisée à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2022, en raison de données plus faibles concernant l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et d'une réévaluation à la baisse des tensions inflationnistes depuis les précédentes projections, dans le contexte d'une sous-utilisation des capacités importante, mais en recul, sur les marchés des biens et du travail. Le rebond, en 2021, s'expliquerait dans une large mesure par des

effets de base de la composante énergie de l'IPCH, liés à la forte baisse des cours du pétrole au début de la pandémie mondiale de COVID-19, ainsi que par la fin de la réduction de la TVA en Allemagne. À moyen terme, l'inflation totale devrait s'accroître progressivement, principalement sous l'effet d'une légère augmentation de la contribution apportée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires qui, toutefois, devrait rester assez modeste. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,7 % en 2020, 0,8 % en 2021 et 1,0 % en 2022, avant d'atteindre 1,2 % en 2023.

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2020](#) » publié le 10 décembre 2020 sur le site internet de la BCE.

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2020 (données) et au quatrième trimestre 2023 (projections). La date d'arrêt des données figurant dans les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2020](#) » est le 25 novembre 2020.

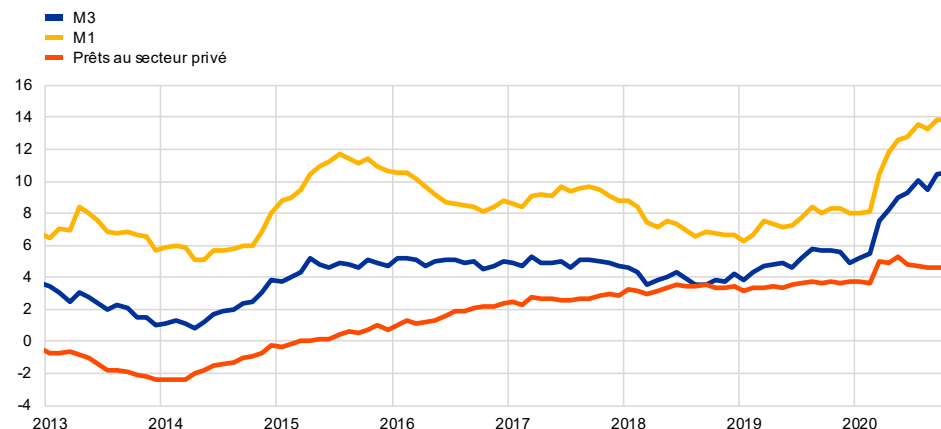
La dynamique monétaire dans la zone euro a continué de refléter l'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19). En octobre, la croissance de la monnaie s'est stabilisée à un taux deux fois plus élevé qu'avant la pandémie, du fait de la mise en œuvre de mesures de politique monétaire et de la préférence pour les actifs liquides. Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, essentiellement sous forme de prêts aux sociétés non financières (SNF) et d'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 ont soutenu les flux de crédit à l'économie de la zone euro à des conditions favorables. Le financement externe total des entreprises a marqué le pas au troisième trimestre 2020. Les petites et moyennes entreprises (PME), qui dépendent de manière critique des banques pour leur financement, ont fait état d'une légère amélioration de leur accès au financement externe entre avril et octobre, mais prévoient une détérioration au cours des prochains mois. Le coût total du financement par endettement des entreprises est désormais proche de son niveau d'avant la pandémie, le coût de l'endettement de marché s'étant à nouveau modéré, et les taux débiteurs des banques demeurent proches de leurs points bas historiques. Toutefois, une pression à la hausse devrait s'exercer sur les taux débiteurs bancaires, la dégradation de l'environnement en matière de risque de crédit entamant les bilans des banques et leur rentabilité.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement inchangée en octobre. La dynamique monétaire a continué de pâtir des effets de la pandémie de COVID-19, qui a entraîné une préférence exceptionnelle pour la liquidité. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 s'est légèrement redressé en octobre, à 10,5 % après 10,4 % en septembre, se stabilisant à un niveau deux fois plus élevé qu'avant le début de la pandémie (cf. graphique 18). Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire le plus liquide, M1, qui recouvre les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation, est demeuré stable au niveau élevé de 13,8 % en octobre, contribuant ainsi fortement à la croissance de M3. Cette évolution reflète l'accumulation de liquidité par les entreprises et les ménages dans un contexte d'incertitude accrue, mais également, dans le cas des ménages, la constitution d'une épargne forcée liée à la réduction des possibilités de consommation. La forte croissance de la monnaie a également résulté des mesures de soutien de grande ampleur mises en œuvre par la BCE et les autorités de surveillance, ainsi que par les gouvernements nationaux, afin de garantir la fourniture d'une liquidité suffisante à l'économie pour faire face aux conséquences économiques de la pandémie.

Graphique 18

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à octobre 2020.

La forte croissance des dépôts à vue continue de refléter une forte incertitude.

Les dépôts à vue, qui ont été le principal contributeur à la croissance de M3, ont continué d'augmenter à un taux annuel relativement stable, mais très élevé, de 14,3 % en octobre. La préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue a continué de refléter des motifs de précaution ainsi que le très bas niveau des taux d'intérêt, qui réduit le coût d'opportunité de la détention de ce type d'instruments, notamment en comparaison d'autres instruments moins liquides. La croissance des dépôts a été essentiellement le fait des entreprises et des ménages. La croissance des dépôts détenus par les entreprises a varié d'une juridiction à l'autre, reflétant des différences du degré de matérialisation des besoins de liquidité des entreprises ainsi que la diversité de la forme et de l'ampleur des mesures de soutien mises en œuvre dans les différents pays. De plus, la monnaie en circulation a augmenté à un taux annuel globalement stable de 10,7 % en octobre. À titre de comparaison, les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont continué d'apporter une faible contribution à la croissance annuelle de M3, reflétant le faible niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

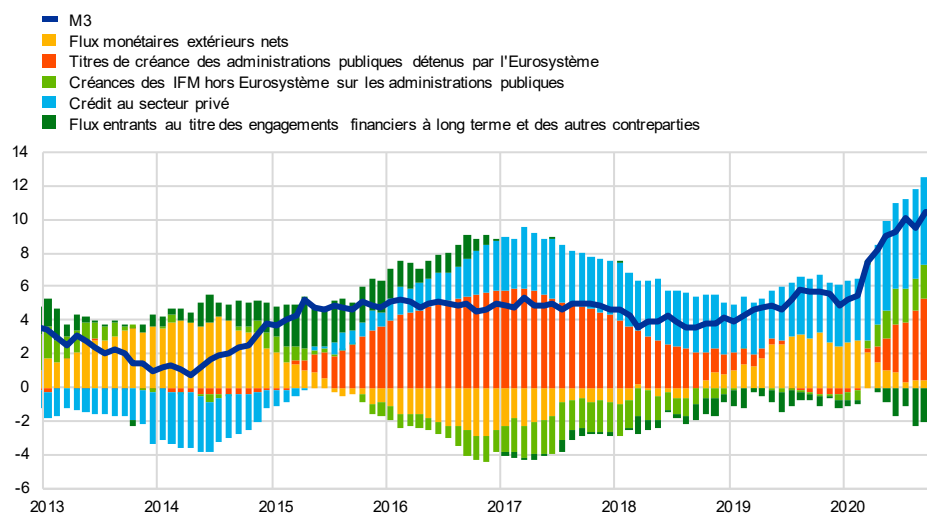
Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, la contribution des achats nets d'actifs réalisés par l'Eurosystème s'étant accrue.

De début 2018 à septembre 2020, la croissance des concours au secteur privé a été le principal moteur de la croissance de M3 du point de vue des contreparties (cf. la partie bleue des barres du graphique 19). En octobre 2020, toutefois, les achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE sont devenus la contribution la plus importante à la croissance de M3 (cf. la partie rouge des barres du graphique 19). Parallèlement, le flux des concours du secteur bancaire (hors Eurosystème) au secteur public s'est modéré ces derniers mois (cf. la partie vert clair des barres du graphique 19).

Les flux monétaires extérieurs nets ont été globalement équilibrés au cours des douze mois s'achevant en octobre (cf. la partie jaune des barres du graphique 19), tandis que les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont exercé un impact négatif sur la croissance de la monnaie (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 19). Cela est principalement dû aux évolutions des autres contreparties (notamment les pensions), tandis que les conditions favorables attachées aux TLTRO ont continué de soutenir la substitution de financements des banques, donnant lieu à des remboursements nets des obligations bancaires à long terme.

Graphique 19 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

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

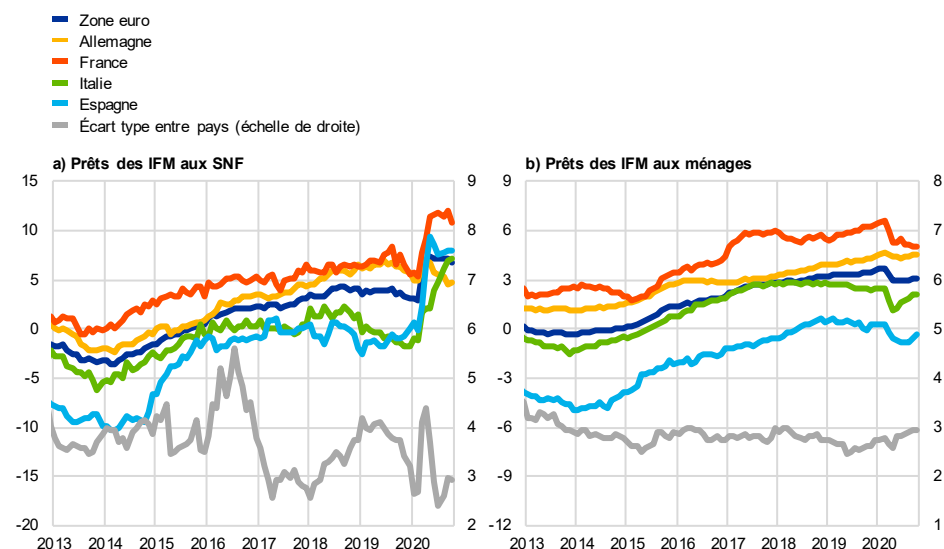
Les flux de concours au secteur privé se sont modérés. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé est demeuré inchangé, à 4,6 % en octobre, soit 1 point de pourcentage de plus qu'avant l'apparition de la pandémie (cf. graphique 18). La dynamique à court terme dénote toutefois un ralentissement, comme le montre la baisse marquée des flux mensuels de prêts enregistrée depuis juin. La croissance du crédit a continué d'être alimentée dans une large mesure par les prêts consentis aux entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 6,8 % en octobre, après 7,1 % en septembre, tandis que la croissance des prêts accordés aux ménages est demeurée stable, à 3,1 % (cf. graphique 20). Le ralentissement du taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a eu lieu dans un contexte d'atténuation des besoins de liquidité d'urgence, de faiblesse de l'investissement et de durcissement des conditions du crédit. Le recours des entreprises aux prêts à long terme a continué d'augmenter au détriment des prêts à court terme. La divergence entre la dynamique des prêts aux entreprises et celle des prêts aux ménages reflète la nature spécifique de la crise liée à la COVID-19, qui a entraîné un effondrement

de la capacité d'autofinancement des entreprises, les obligeant à accroître leur recours au financement externe.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



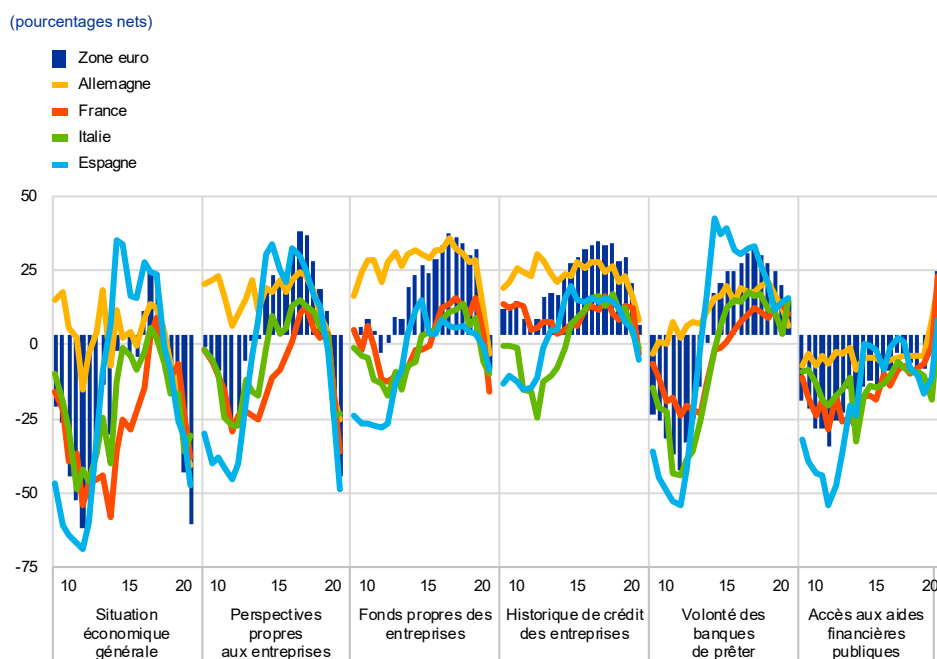
Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à octobre 2020.

Les petites et moyennes entreprises (PME) ont fait état d'une légère amélioration de leur accès au financement externe au cours des six derniers mois par rapport à début 2020, mais elles prévoient une détérioration à l'avenir. Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) de novembre 2020, les PME ont pour la première fois depuis 2009 fait état d'une amélioration de leur accès au financement due à l'aide financière publique, ce qui suggère que les initiatives de nombreux gouvernements visant à fournir des garanties publiques aux prêts bancaires durant la pandémie de COVID-19 sont parvenues à ces entreprises (cf. graphique 21). Dans le même temps, les entreprises perçoivent que leur accès au financement est affecté négativement par la situation économique générale, mais également par leurs propres perspectives et leur niveau de fonds propres. Les entreprises de la zone euro ont également fait état d'une forte détérioration de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices, généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs. La demande de financement externe qui vise à combler les déficits de liquidité ayant nettement augmenté, l'écart de financement (la différence entre la demande et la disponibilité de financement externe) s'est encore légèrement accru. De plus, les résultats de l'enquête SAFE ont également montré que les PME et, dans une moindre mesure, les grandes entreprises, prévoyaient une détérioration de la disponibilité de la plupart des sources de financement externe, notamment les prêts bancaires et les lignes de crédit.

Graphique 21

Facteurs affectant la disponibilité des prêts bancaires pour les PME



Source : BCE (enquête SAFE).

Note : Les données se rapportent aux campagnes 3 (mars-septembre 2010) à 23 (avril 2020-octobre 2020) de l'enquête SAFE.

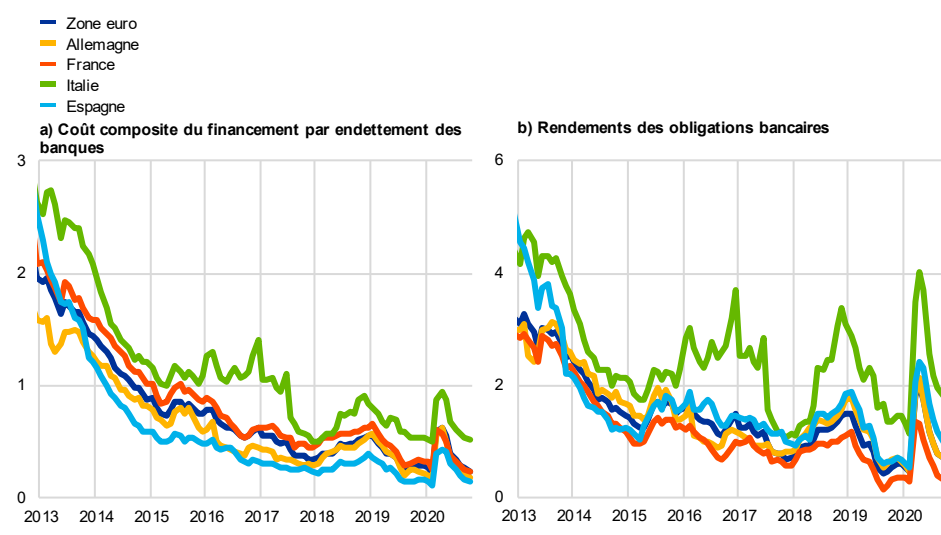
Les banques bénéficient de conditions de financement favorables, mais le risque de crédit pèse sur leurs bilans et leur rentabilité. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro, qui avait augmenté à la suite de l'apparition de la COVID-19, est revenu à un niveau proche de son point bas historique d'avant la pandémie, en février 2020 (cf. graphique 22). Cette évolution résulte principalement de la baisse des rendements obligataires, favorisée par les mesures de politique monétaire de la BCE. L'APP et le PEPP de la BCE exercent un impact favorable sur les rendements obligataires, qui bénéficie également à la cotation des titres émis par les banques. De plus, les banques ont en partie remplacé leur financement de marché par des TLTRO, entraînant ainsi une pression à la baisse sur les rendements des obligations bancaires. Enfin, les prix des obligations bancaires sécurisées sont directement soutenus par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) de la BCE. En outre, les taux appliqués par les banques de la zone euro aux dépôts, qui représentent l'essentiel du financement des banques, sont demeurés à leurs points bas historiques en octobre 2020, contribuant ainsi à des conditions de financement par endettement favorables pour les banques. Les banques de la zone euro appliquent de plus en plus des taux d'intérêt négatifs aux dépôts que les SNF détiennent auprès d'elles depuis le début de la crise de la COVID-19. Cependant, une borne zéro des taux d'intérêt continue d'être appliquée à une grande partie du financement par les dépôts bancaires, en particulier les dépôts des particuliers, ce qui comprime les marges nettes d'intérêts des banques. Bien que les banques bénéficient de conditions de financement favorables, la détérioration de la solvabilité des emprunteurs due la pandémie a un impact négatif sur leur rentabilité et leur niveau de fonds propres. Comme 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 au troisième trimestre 2020, ce qui reflète leur perception accrue des risques en raison de la pandémie.

Graphique 22

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

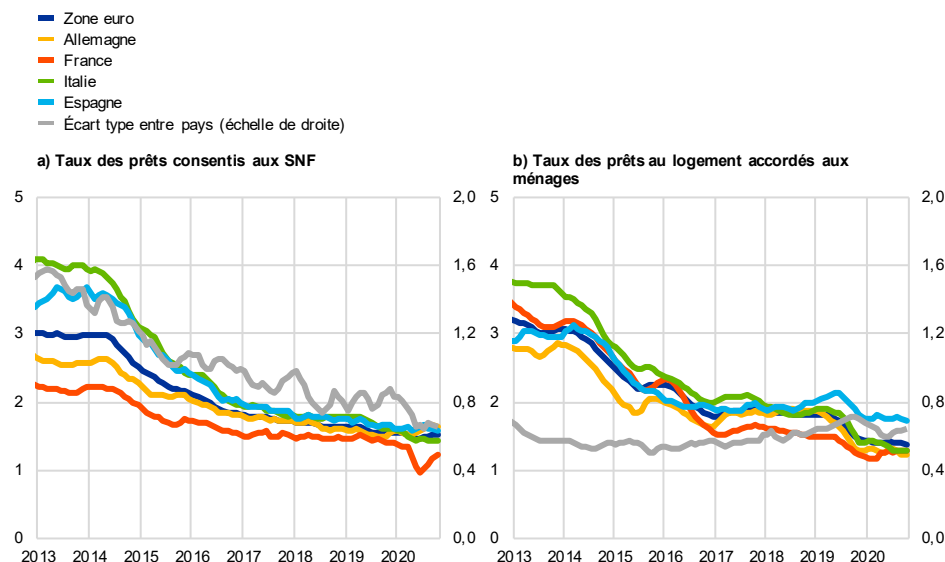
Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à octobre 2020.

Les taux débiteurs bancaires restent très favorables, mais une pression à la hausse devrait s'exercer. En octobre, les taux d'intérêt composites des prêts bancaires accordés aux entreprises sont demeurés proches de leurs points bas historiques, à 1,53 %, tandis que ceux des prêts au logement accordés aux ménages ont atteint un nouveau point bas historique, à 1,36 % (cf. graphique 23). Ces évolutions ont été généralisées à l'ensemble des pays de la zone euro. De plus, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est stabilisé à un niveau inférieur à celui observé avant la pandémie. Dans le même temps, les graves répercussions économiques de la pandémie sur les recettes des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs ont continué d'exercer une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires. La réaction favorable des taux débiteurs bancaires à la pandémie observée jusqu'ici reflète deux facteurs. Premièrement, l'efficacité des mesures prises par la BCE, les superviseurs bancaires et les gouvernements pour contrebalancer l'impact du choc procyclique lié à la pandémie sur l'offre de crédit. À cet égard, l'extension des dispositifs de garanties de l'État pour les prêts dans certains pays au moins jusqu'en juin 2021 continuera de protéger les taux débiteurs bancaires des évolutions défavorables du risque de crédit des emprunteurs. Deuxièmement, la relative viscosité des taux débiteurs bancaires à court terme, les banques absorbant temporairement certaines fluctuations dans leurs composantes de coûts dans un effort de maintien des relations avec les clients.

Graphique 23

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

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



Source : BCE.

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

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro a marqué le pas au troisième trimestre 2020. Cette stabilisation reflète un ralentissement du recours à l'emprunt bancaire et des émissions nettes de titres de créance au cours du même trimestre, après des niveaux records au deuxième trimestre (cf. partie a du graphique 24). La détérioration des *cash flows* d'exploitation des entreprises et les besoins de financement élevés qui en résultent ont été temporairement atténués par le relâchement des mesures de confinement au troisième trimestre, lié à la baisse des taux d'infection à la COVID-19. Le ralentissement du financement externe est également lié à la constitution de coussins de liquidité par les entreprises plus tôt dans l'année (de mars à juin), qui a entraîné une baisse de la demande de crédit au troisième trimestre. En même temps, au troisième trimestre, les émissions nettes d'actions cotées ont fortement augmenté, mais cette hausse s'est concentrée sur quelques entreprises, essentiellement dans le secteur de la technologie. Les volumes de prêts des non-banques (non-IFM) sont demeurés modestes au troisième trimestre. Dans l'ensemble, au troisième trimestre 2020, les flux de financement externe totaux sont demeurés supérieurs à leur moyenne trimestrielle observée entre 2016 et 2019, en raison de conditions de financement favorables. Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,5 % à fin octobre (cf. partie b du graphique 24). Ce niveau était inférieur de quelque 40 points de base au pic local de mars 2020 et supérieur de 40 points de base au point bas historique de juin 2020. La baisse observée entre mars et juin a résulté de la forte réduction du coût de l'endettement de marché et du coût des fonds propres. Entre fin octobre et la fin de la période de référence (9 décembre 2020), le coût total du

financement a, selon les estimations, diminué d'environ 15 points de base, pour s'établir à 4,4 %, sous l'effet d'une baisse du coût de l'endettement de marché et du coût des fonds propres.

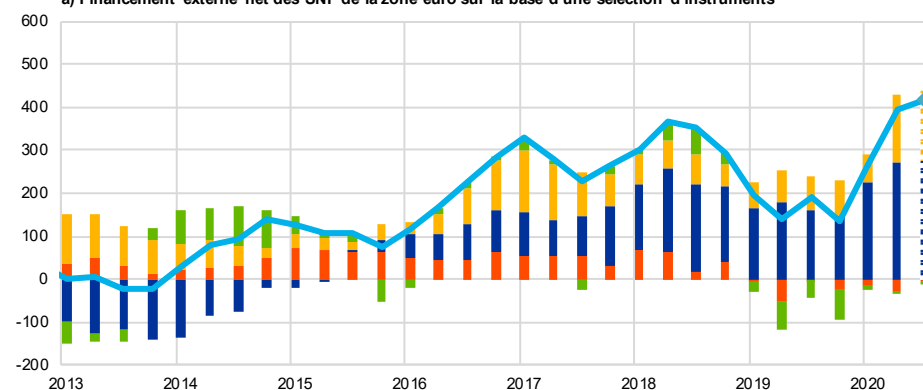
Graphique 24

Financement externe des SNF de la zone euro

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

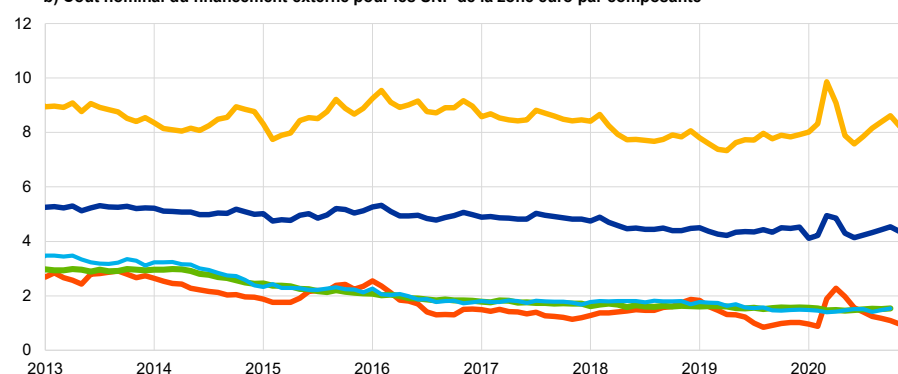
- Prêts des IFM aux SNF (en données corrigées)
- Émissions nettes de titres de créance par les SNF
- Émissions nettes d'actions cotées par les SNF
- Prêts des non-IFM aux SNF (hors titrisation)
- Total

a) Financement externe net des SNF de la zone euro sur la base d'une sélection d'instruments



- Coût total du financement
- Coût des fonds propres
- Coût de l'endettement de marché
- Indicateur du coût à court terme des prêts
- Indicateur du coût à long terme des prêts

b) Coût nominal du financement externe pour les SNF de la zone euro par composante



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

Notes : Partie a) – Le financement externe net correspond à la somme des prêts des IFM, des émissions nettes de titres de créance, des émissions nettes d'actions cotées et des prêts des non-IFM. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les prêts des non-IFM recouvrent les prêts des autres institutions financières et des sociétés d'assurance ainsi que des fonds de pension, nets des prêts titrisés. La barre striée et le losange bleu clair représentent la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le troisième trimestre 2020. Partie b) – Le coût total du financement des SNF est calculé par la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Le losange bleu foncé indique la prévision en temps réel du coût de financement global pour novembre 2020, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs des banques restent inchangés à leurs niveaux d'octobre 2020. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 pour les données des comptes de la zone euro ; les estimations pour le troisième trimestre 2020 sont fondées sur les données de bilan (BSI) et les données relatives aux titres (SEC) collectées par la BCE, et Dealogic. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 9 décembre 2020 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle de données quotidiennes), au 4 décembre 2020 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à octobre 2020 pour le coût de l'emprunt (données mensuelles).

L'incidence négative substantielle de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur l'économie réelle a pu être atténuée grâce à une aide budgétaire d'envergure, par la voie de stabilisateurs automatiques et de mesures discrétionnaires adoptées par les pouvoirs publics de la zone euro. Le coût budgétaire de cette aide a été colossal pour tous les États membres de la zone euro, bien qu'il varie sensiblement d'un pays à l'autre. Sous l'effet du ralentissement économique et de l'aide budgétaire apportée, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se creuser sensiblement d'après les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, pour atteindre 8,0 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019. Le ratio de déficit reviendrait par la suite à 6,1 % du PIB en 2021 et à 3,9 % et 3,0 % au cours des deux années suivantes. L'embellie attendue devrait provenir de l'extinction progressive des mesures d'urgence, tandis qu'il faudra attendre 2022 pour voir la composante cyclique s'améliorer sensiblement. Grevé par les mesures budgétaires et la détérioration de la situation économique, le ratio de dette agrégé de la zone euro se serait fortement accru en 2020, culminerait en 2021 avant de ne refluer que très lentement ensuite. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée demeure indispensable au vu de la vive contraction de l'économie de la zone euro, même si les mesures budgétaires adoptées face à l'urgence posée par la pandémie devraient être aussi ciblées et temporaires que possible. Dans le même temps, la faiblesse de la demande provenant des entreprises et des ménages ainsi que le risque accru de voir la reprise se faire attendre au vu des nouveaux confinements décrétés en réaction à la deuxième vague de la pandémie justifient le maintien des aides apportées par les politiques budgétaires nationales. Le fonds Next Generation EU (NGEU), qui complète les mesures budgétaires au niveau national, contribuera à un redressement plus rapide, plus robuste et plus uniforme et renforcera la résilience économique et le potentiel de croissance des économies des États membres de l'UE, en particulier si les fonds sont déployés en faveur de dépenses publiques productives et s'ils s'accompagnent de politiques structurelles favorables à la productivité.

D'après les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro se réduirait fortement en 2020, avant de se redresser progressivement⁹.

Selon ces projections, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro passerait de 0,6 % du PIB en 2019 à 8,0 % du PIB en 2020, avant de retomber à 6,1 % en 2021, puis à 3,9 % et 3,0 % en 2022 et 2023 respectivement (cf. graphique 25). La contraction du solde budgétaire en 2020 s'explique en grande partie par la détérioration du solde primaire corrigé du cycle à la suite des mesures de soutien à l'économie, lesquelles se sont élevées à quelque 4,5 % du PIB et ont majoritairement consisté en dépenses supplémentaires, notamment sous la forme de transferts et de subventions aux entreprises et aux ménages, y compris par la voie des régimes de chômage partiel ou technique. Elle résulte également d'une importante composante cyclique négative, en phase

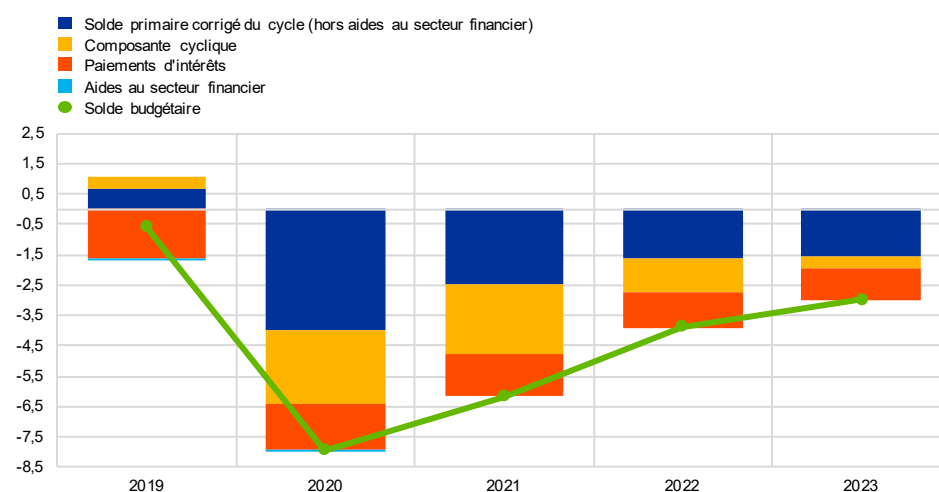
⁹ Cf. les « [Projections macroéconomiques de décembre 2020 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 10 décembre 2020.

avec une sensible détérioration de la production dans la zone euro ¹⁰. L'embellie subséquente du solde budgétaire devrait dans un premier temps tenir à un redressement du solde primaire corrigé du cycle, une partie des mesures de soutien étant appelées à être levées progressivement à partir de 2021. La contribution du cycle économique devrait se renforcer sensiblement à compter de 2022 seulement et demeurer négative tout au long de l'horizon de projection. Ces prévisions budgétaires sont toutefois empreintes d'une incertitude exceptionnelle, non seulement en ce qui concerne l'ampleur, le calendrier et la composition des dépenses consenties au titre du fonds NGEU mais aussi, plus généralement, parce que les politiques économiques se doivent de réagir aux évolutions de la pandémie.

Graphique 25

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



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

Outre les aides budgétaires consenties pour soutenir leurs économies, les États membres de la zone euro ont alloué de considérables enveloppes de garanties de prêts dans le but de renforcer la situation de trésorerie des entreprises. Au total, ces garanties se montent à quelque 17 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro, mais la taille des enveloppes varie sensiblement d'un pays à l'autre. Les garanties de prêts sont des engagements conditionnels pour les administrations publiques, si bien que le montant des garanties appelées constituera une dépense supplémentaire qui alourdira la dette publique.

Comparativement aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives budgétaires pour la zone euro devraient être un peu moins défavorables pour 2020, mais un peu plus pessimistes pour 2021 comme pour 2022. Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro, exprimé en pourcentage du PIB, a été

¹⁰ Il y a lieu de noter que la décomposition du cycle et la tendance actuelle sont entachées d'un degré d'incertitude inhabituellement élevé.

revu à la hausse de 0,8 point de pourcentage pour 2020 et à la baisse de 1,2 et 0,3 point de pourcentage pour 2021 et 2022, respectivement. Le déficit budgétaire moindre attendu pour 2020 résulte principalement d'un solde budgétaire corrigé du cycle légèrement moins négatif mais aussi d'une composante cyclique un rien moins négative. Ce schéma devrait s'inverser dans les deux prochaines années car le solde corrigé du cycle ainsi que la composante cyclique devraient s'avérer, d'après les prévisions, plus négatifs qu'anticipé précédemment.

L'orientation budgétaire globale a été particulièrement expansionniste en 2020, mais une baisse modérée des aides est attendue en 2021 et en 2022 au fil de l'abandon progressif des mesures d'urgence ¹¹. Selon les estimations,

l'orientation budgétaire aurait été légèrement expansionniste en 2019 mais devrait être largement accommodante en 2020, affichant 4,8 % du PIB. A contrario, en 2021 et en 2022, elle se resserrerait modérément, de respectivement 1,5 % et 0,8 % du PIB, avant de prendre un tour globalement neutre en 2023. Cette trajectoire reflète l'extinction progressive, à partir de 2021, des mesures d'urgence exceptionnelles prises en réponse à la pandémie. En dépit du resserrement graduel, le solde budgétaire global demeurerait nettement négatif, compte tenu des instruments budgétaires qui continueront de soutenir la reprise économique sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro s'est considérablement accru en 2020 et devrait culminer autour de 100 % en 2021, avant de refluer très progressivement. Le ratio

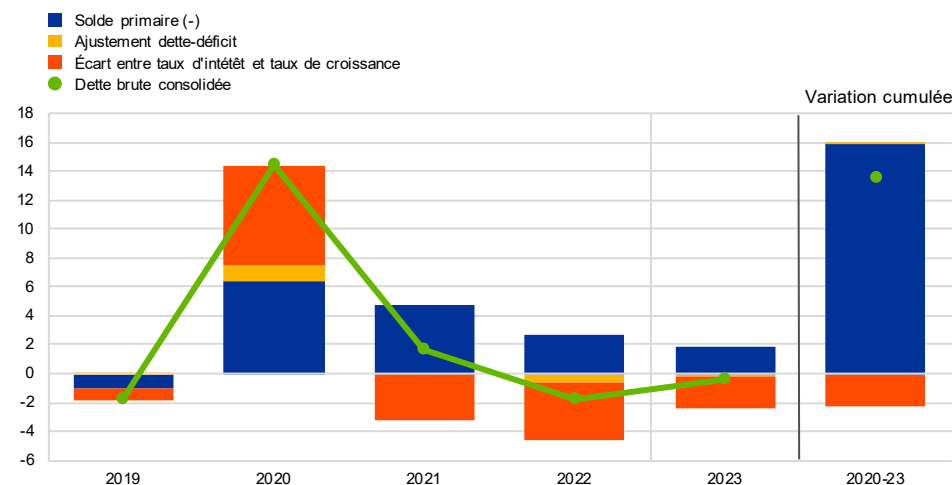
d'endettement progressera de 14,5 points de pourcentage et 1,5 point de pourcentage, respectivement, en 2020 et en 2021, reflétant largement des déficits primaires élevés et, pour 2020, des écarts très défavorables entre taux d'intérêt et taux de croissance. En 2020, la hausse est également attribuable à un net ajustement dette-déficit dû aux mesures adoptées par les pouvoirs publics en réaction à la pandémie, telles que les mesures de soutien aux conditions de trésorerie des entreprises et des ménages. En 2022 et en 2023, les déficits primaires certes en recul mais toujours importants seront plus que compensés par les contributions favorables apportées par l'amélioration des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance, à la faveur d'un redressement attendu de l'activité économique, ainsi que par un ajustement dette-déficit négatif en 2022 (cf. graphique 26). En conséquence, le ratio dette/PIB devrait ressortir à 97,8 % à la fin de l'horizon de projection en 2023.

¹¹ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

Graphique 26

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



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

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

Il faudra beaucoup de temps avant que les bilans ne renouent avec les niveaux qu'ils affichaient avant la crise.

La réduction des déséquilibres budgétaires dépend, entre autres, du rythme qu'affichera la reprise en 2021, en particulier après les informations encourageantes concernant plusieurs vaccins contre la COVID-19. Par ailleurs, l'action budgétaire coordonnée entreprise par l'Union européenne devrait insuffler une impulsion à la croissance économique. Parallèlement, les conditions de financement favorables continuent de comporter des coûts liés au service de la dette. À l'avenir, il importe toujours que les États membres de l'UE renouent avec des situations budgétaires saines, y compris des niveaux de dette publique plus faibles, une fois que l'activité économique se sera redressée ¹².

¹² Pour plus de détails concernant les projets de plans budgétaires pour 2021 et les avis de la Commission européenne en la matière, cf. l'encadré 8 du présent *Bulletin économique*.

Encadrés

1 Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées

Natalia Martín Fuentes et Isabella Moder

La pandémie de coronavirus (COVID-19) constitue un choc sans précédent pour l'économie mondiale. Premièrement, il s'agit d'un choc à plusieurs niveaux, l'urgence de santé publique entraînant un choc d'offre (à la suite de l'adoption de mesures de confinement strictes) et un choc de demande qui résulte d'une hausse du chômage et de l'incertitude. Deuxièmement, ce choc a déclenché une réaction des autorités de grande ampleur et à plusieurs facettes, qui a atténué les effets négatifs de la pandémie sur l'activité, mais a également pu exacerber les déséquilibres préexistants dans l'économie mondiale et soulever des inquiétudes concernant un excès d'endettement tant public que privé et les besoins futurs de désendettement. Enfin, certains secteurs ont été particulièrement touchés par les mesures de confinement et les changements de comportement des consommateurs, qui devraient perdurer au moins jusqu'à ce qu'une solution médicale efficace soit trouvée.

Compte tenu de la nature complexe du choc lié à la COVID-19, il convient d'en examiner les implications pour la croissance potentielle à long terme de l'économie mondiale. Cet encadré examine les crises passées et les canaux de transmission par lesquels elles ont affecté la production potentielle ¹³. L'analyse est entourée d'une forte incertitude car la production potentielle est une variable non observée. De plus, la crise liée à la COVID-19 étant exceptionnelle à plusieurs égards, les crises passées ne constituent pas nécessairement un indicateur fiable des effets durables que cette pandémie est susceptible d'exercer sur l'économie mondiale, notamment parce que sa durée, l'un des paramètres clés pour évaluer les cicatrices potentielles qu'elle pourrait laisser, demeure inconnue.

La vision traditionnelle selon laquelle les fluctuations du cycle d'activité n'influencent pas la croissance à long terme a été contestée dans la littérature économique. Par exemple, l'existence d'effets d'hystérèse sur le marché du travail (c'est-à-dire un effet persistant des chocs sur le chômage) est un phénomène largement examiné et débattu ¹⁴. De plus, les contributions récentes de la littérature, motivées par l'atonie de la reprise après la crise financière mondiale, montrent que les récessions entraînent des effets persistants ou laissent des « cicatrices » sur le

¹³ Cf. également l'article intitulé « [L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

¹⁴ Cf. par exemple Blanchard (O.J.) et Summers (L.H.), « [Hysteresis and the European Unemployment Problem](#) », *NBER Working Papers*, n° 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

niveau de PIB ¹⁵, les événements cycliques affectant le côté offre de l'économie via plusieurs canaux, déterminant ainsi la tendance à long terme.

Évaluer les cicatrices laissées par les crises passées fournit certaines indications sur la manière dont le choc lié à la COVID-19 peut affecter la production potentielle ¹⁶. Une analyse des épidémies passées fondée sur des projections locales suggère que l'impact initial sur le niveau de production potentielle est de relativement courte durée et tend à se dissiper deux ans après la fin de l'épidémie (cf. graphique A, partie a) ¹⁷. Toutefois, il convient de noter que les épidémies passées considérées dans l'analyse ont principalement été des événements localisés qui ne sont pas comparables à une pandémie mondiale majeure ¹⁸. Par conséquent, nous évaluons l'impact de deux autres types de crise exogènes sur la production potentielle, à savoir l'embargo sur le pétrole imposé en 1973-1974 par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), qui peut être vu comme un choc d'offre négatif exogène pour les pays ciblés ¹⁹, et l'effet des grandes guerres ²⁰. Les résultats suggèrent que l'embargo sur le pétrole n'a exercé un effet négatif sur la production potentielle que la première année suivant le choc (partie b). Les résultats relatifs aux grandes guerres (partie c) suggèrent, quant à eux, qu'après un impact initial sévère, les phases de reprise économique enregistrées après-guerre tendent à être rapides, sans cicatrices à long terme (c'est-à-dire au-delà de quatre ans). Toutefois, les intervalles de confiance très larges dénotent une hétérogénéité élevée de l'impact à long terme des guerres.

¹⁵ Cf., par exemple, Cerra (V.), Fatás (A.) et Saxena (S.C.), « *Hysteresis and Business Cycles* », *CEPR Discussion Papers*, n° DP14531, 2020 ; Jordà (O.), Schularick (M.) et Taylor (A.M.), « *Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered* », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n° 2020-11, 2020 ; et Bluedorn (J.) et Leigh (D.), « *Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters* », *IMF Working Papers*, n° 18/163, 2018.

¹⁶ Les résultats suivants sont fondés sur les projections locales d'un modèle en données de panel qui couvre 117 pays de 1970 à 2017. Les variables indépendantes représentent la croissance de la production potentielle cumulée pour chaque année. Les régresseurs comprennent des termes autorégressifs de quatre décalages, des variables muettes pour les événements respectifs, ainsi que des effets fixes relatifs aux différents pays. Les données sources sont tirées des *Penn World Tables* pour la production potentielle et ses sous-composantes respectives, et de Laeven (L.) et Valencia (F.), « *Systemic Banking Crises Revisited* », *IMF Working Papers*, n° 18/206, 2018, pour les crises financières.

¹⁷ Les épidémies passées recouvrent le SRAS (2003), la grippe A - H1N1 (2009-2010), le MERS-CoV (2013), le virus Ebola (2014-2015) et le virus Zika (2016). Les pays sont considérés comme touchés s'ils ont enregistré au moins dix cas.

¹⁸ Cf. également Jordà (O.), Singh (S.R.) et Taylor (A.M.), « *Longer-Run Economic Consequences of Pandemics* », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n° 2020-09, 2020, qui concluent que depuis le quatorzième siècle, 15 grandes pandémies ont exercé des conséquences macroéconomiques durables significatives.

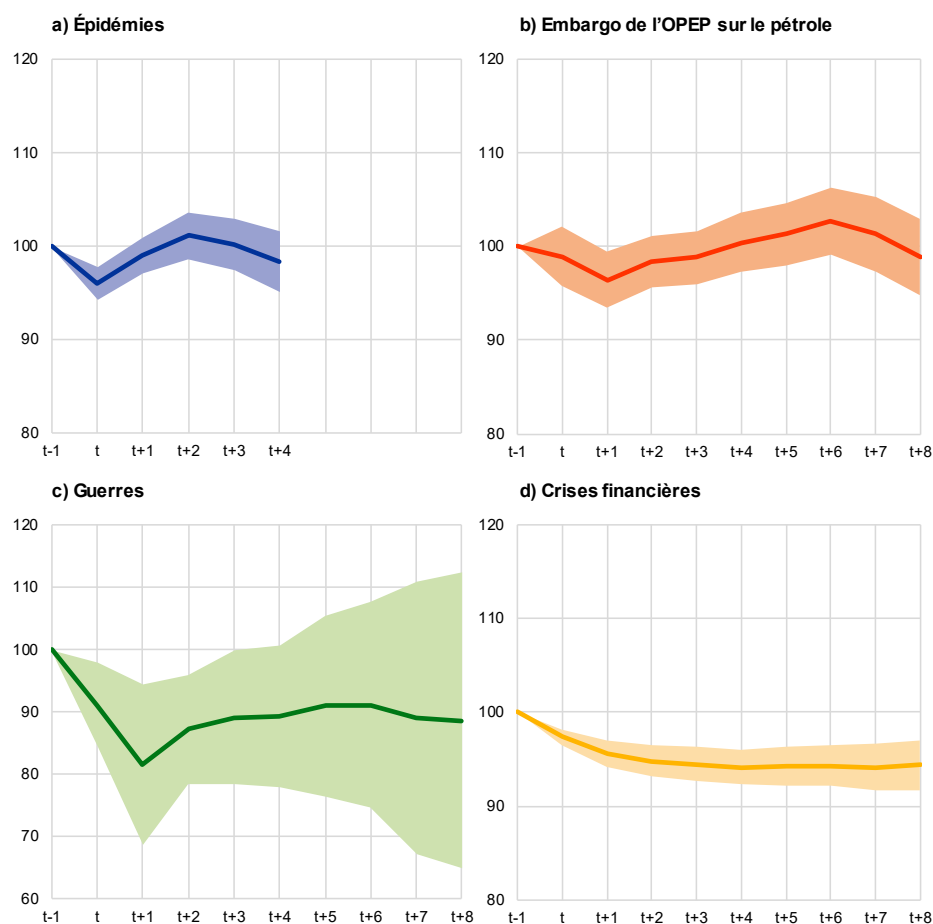
¹⁹ L'échantillon retenu pour l'estimation comprend les pays suivants ciblés par l'embargo de l'OPEP sur le pétrole : le Canada, le Japon, les Pays-Bas, le Portugal, l'Afrique du Sud, le Royaume-Uni et les États-Unis. Si l'embargo de l'OPEP sur le pétrole n'a exercé qu'un effet de courte durée sur les pays qu'il ciblait par rapport aux autres pays, la hausse persistante des prix du pétrole due aux chocs pétroliers des années 1970, en particulier le deuxième choc, peut avoir exercé un effet permanent sur la production potentielle mondiale. Cf. également l'article intitulé « *L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

²⁰ Les guerres incluses dans l'échantillon sont les suivantes : la guerre du Liban (1975-1990), la guerre du Golfe (1990-1991), les guerres de Yougoslavie (1991-1999), la guerre civile en Sierra Leone (1991-2002), la seconde guerre du Congo (1999-2003), la guerre d'Irak (2003-2011), la guerre civile syrienne (2011-actuellement) et la seconde guerre civile irakienne (2014-2017).

Graphique A

Cicatrices des épidémies passées et d'autres crises sur le niveau de production potentielle

(indices)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les *Penn World Tables* et Laeven et Valencia (cf. note de bas de page 4).

Notes : La ligne continue représente l'impact de l'événement survenu à l'année t sur le niveau de production potentielle jusqu'à la période t+8, c'est-à-dire huit ans après la fin de l'événement, et les zones ombrées indiquent l'intervalle de confiance à 95 %. L'impact sur la production potentielle est estimé à l'aide d'une approche des projections locales, sur la base de données de panel mondiales qui incluent tous les événements simultanément, quatre décalages de la croissance de la production potentielle pour prendre en compte l'endogénéité, et des effets fixes relatifs aux différents pays. La plupart des épidémies prises en compte dans l'analyse étant relativement récentes, l'échantillon ne permet le calcul de leur impact que jusqu'à quatre ans après la fin de l'épidémie. La production potentielle est définie comme le niveau de production correspondant à la capacité productive d'une économie.

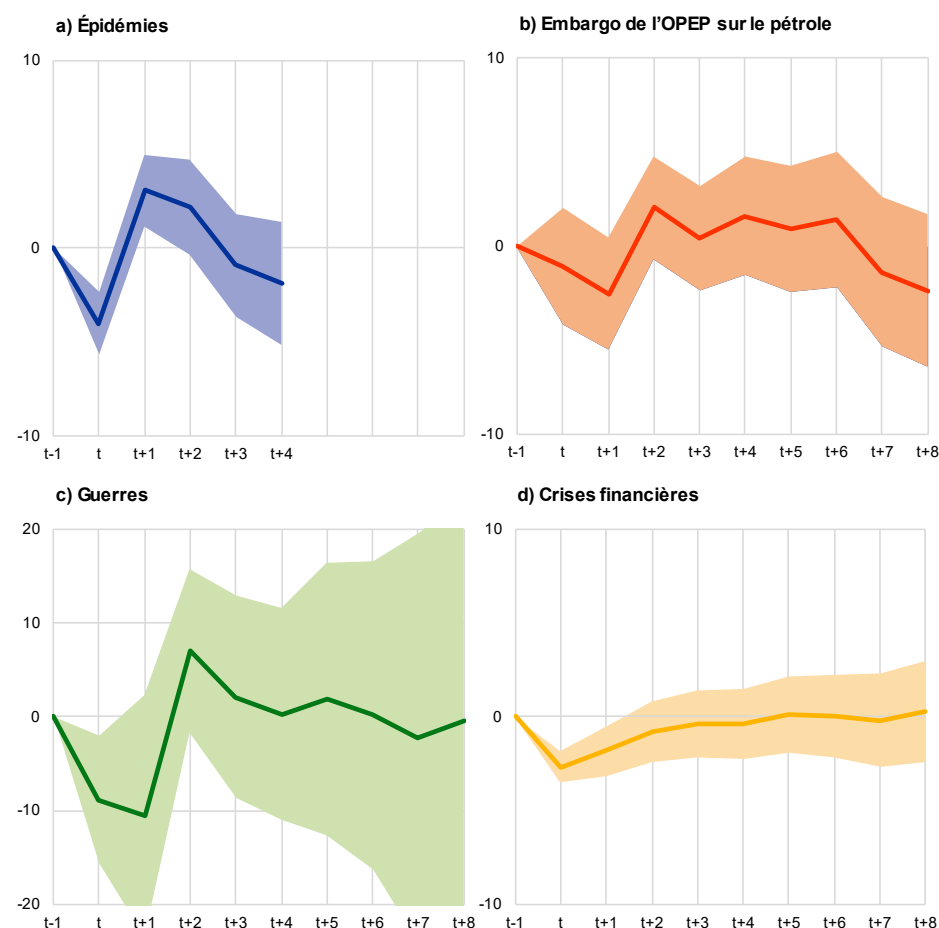
En revanche, les crises financières sont associées à une évolution à la baisse très persistante de la production potentielle.

Les résultats relatifs aux crises financières passées (comme exemples de crises endogènes, c'est-à-dire déclenchées par l'accumulation de déséquilibres économiques) suggèrent une perte d'environ 5 % et ce, même après huit ans, en ligne avec la littérature récente examinée plus haut. Cette conclusion est étayée par le fait que, s'agissant des récessions résultant de crises financières, on n'observe pas de surajustement des taux de croissance après la phase de récession, ce qui indique des cicatrices durables sur le niveau de production potentielle (cf. graphique B). Il s'agit d'une situation différente des crises exogènes (c'est-à-dire les épidémies, l'embargo de l'OPEP et les guerres), pour lesquelles la contraction initiale est suivie de taux de croissance supérieurs à la normale, qui ramènent la production potentielle sur sa trajectoire à long terme.

Graphique B

Impact des épidémies passées et d'autres crises sur la croissance de la production potentielle

(taux de croissance en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les *Penn World Tables* et Laeven et Valencia (cf. note de bas de page 4).

Notes : La ligne continue représente l'impact de l'événement survenu à l'année t sur le taux de croissance de la production potentielle jusqu'à la période t+8, c'est-à-dire huit ans après la fin de l'événement, et les zones ombrées indiquent l'intervalle de confiance à 95 %. L'impact sur la production potentielle est estimé à l'aide des projections locales, sur la base de données de panel mondiales qui incluent tous les événements simultanément, quatre décalages de la croissance de la production potentielle pour prendre en compte l'endogénéité, et des effets fixes relatifs aux différents pays. La plupart des épidémies prises en compte dans l'analyse étant relativement récentes, l'échantillon ne permet le calcul de leur impact que jusqu'à quatre ans après la fin de l'épidémie. La production potentielle est définie comme le niveau de production correspondant à la capacité productive d'une économie.

Certains éléments montrent que, lors des récessions suivant des crises financières, l'impact de la crise s'est révélé particulièrement persistant pour le stock de capital ²¹. Il est utile d'évaluer l'impact des crises financières passées sur les composantes individuelles de la production potentielle. Une crise financière affecte initialement les trois composantes de l'offre dans la fonction de production (cf. graphique C). Si l'impact négatif sur la productivité globale des facteurs et le facteur travail commence à s'atténuer au bout de trois ans environ, il existe des

²¹ En ligne avec l'incidence de courte durée sur la croissance potentielle examinée plus haut, l'impact des épidémies, de l'embargo de l'OPEP et des guerres sur les composantes individuelles du côté de l'offre est soit éphémère, soit non significatif et n'est donc pas analysé plus en détail ici. La seule exception est l'impact négatif des épidémies sur l'offre de main-d'œuvre (y compris le capital humain), qui s'intensifie au fil du temps. Les résultats relatifs aux épidémies sont globalement comparables à ceux issus de recherches menées récemment par la Banque mondiale. Cf. Dieppe (A.) (éd.), « *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies* », Banque mondiale, 2020.

effets négatifs et persistants sur le stock de capital, qui constituent la principale source de cicatrices à long terme laissées par les crises financières.

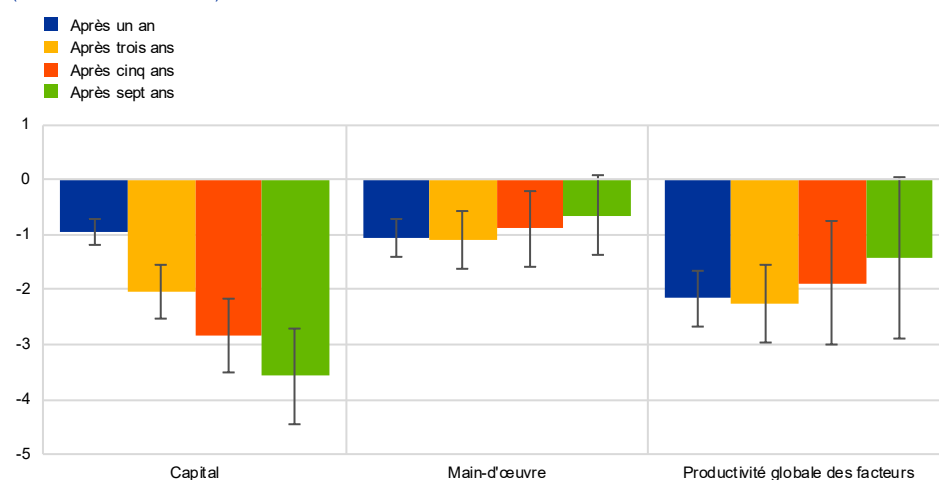
La COVID-19 pourrait avoir une incidence négative sur le stock de capital, comme cela a pu être observé lors des crises financières passées.

La dépréciation du capital devrait avoir augmenté du fait de la COVID-19, en particulier dans les secteurs à forte intensité en capital qui sont frappés par la crise tels que le secteur aérien, dans lequel une partie du stock de capital est susceptible de devenir obsolète, ainsi que dans d'autres secteurs qui se trouvent en difficulté en raison du choc de demande. De plus, le besoin d'assainissement des finances publiques postérieur à la crise conjugué à des perspectives économiques difficiles pour les entreprises peut contribuer à une période prolongée de sous-investissement ²².

Graphique C

Impact des crises financières sur les composantes de la production potentielle du côté de l'offre

(taux de croissance cumulés)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les *Penn World Tables* et Laeven et Valencia (cf. note de bas de page 4).
Notes : Les barres présentent l'impact des crises financières sur les composantes de l'offre au bout du nombre d'années indiqué depuis la fin de la crise. Les barres d'erreur représentent les intervalles de confiance à 95 %. L'impact sur la production potentielle est estimé à l'aide de projections locales, sur la base de données de panel mondiales qui incluent tous les événements simultanément, quatre décalages de la croissance de la production potentielle pour prendre en compte l'endogénéité, et des effets fixes relatifs aux différents pays. La production potentielle est définie comme le niveau de production correspondant à la capacité productive d'une économie.

Le choc lié à la COVID-19 ayant surtout affecté l'ensemble des secteurs à forte intensité en main-d'œuvre, l'impact initial sur l'offre de main-d'œuvre pourrait être plus fort que lors des précédentes crises financières. À l'exception des transports, les secteurs les plus affectés par les mesures d'endiguement de la COVID-19 (le commerce de détail, l'hôtellerie et la restauration, les spectacles et les

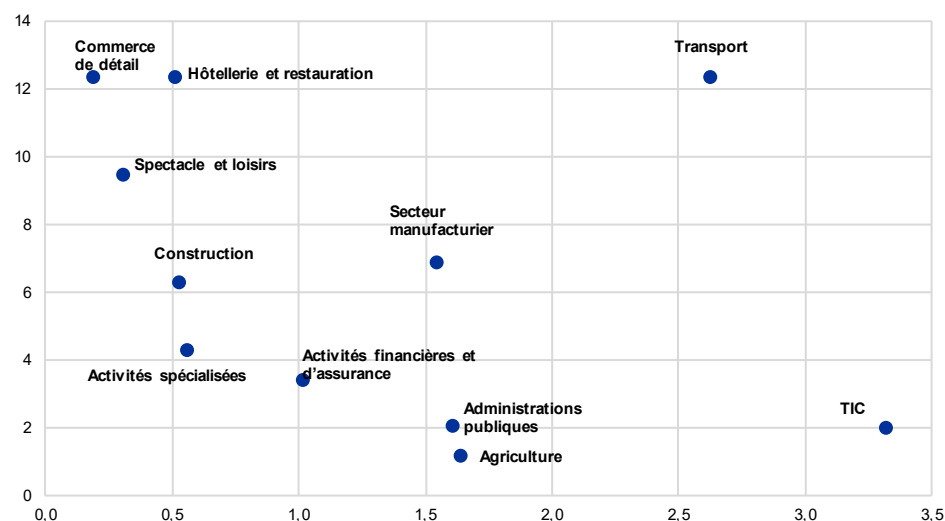
²² Au premier semestre 2020, l'investissement mondial (hors zone euro) a fléchi d'environ 11 %, soit plus qu'après la crise financière mondiale : entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, la baisse cumulée de l'investissement mondial s'est en effet établie à 8 %. D'après les projections de l'OCDE, l'investissement mondial sera encore 4 % moins élevé au quatrième trimestre 2021 qu'au quatrième trimestre 2019 (les chiffres sont fondés sur une moyenne non pondérée de l'Australie, du Canada, du Japon, de la Corée, du Royaume-Uni et des États-Unis). Cf. « [Perspectives Économiques de l'OCDE n° 107 - Juin 2020 – Scénario du choc unique - Édition 2020/2021](#) » *Perspectives économiques de l'OCDE : Statistiques et Projections* (base de données), OCDE, 2020.

loisirs) tendent à avoir une plus forte intensité en main-d'œuvre qu'en capital (cf. graphique D). Dans le même temps, même les secteurs qui ne sont pas ciblés par les mesures de confinement peuvent avoir été touchés indirectement, par le biais d'une baisse des ventes des biens intermédiaires aux secteurs affectés ²³. La permanence de ces destructions d'emploi dépendra de la rapidité de la réallocation des travailleurs entre les secteurs et les entreprises. Les conséquences de la pandémie sur le marché du travail, comme la réduction de la main-d'œuvre due à une hausse du nombre de travailleurs découragés ou la limitation des flux migratoires mondiaux vers les économies avancées, pourraient entraîner une contraction durable de la population active. Cette contraction, conjuguée à l'impact exercé par les fermetures généralisées d'écoles sur l'accumulation du capital humain, pourrait exacerber la perte d'offre de main-d'œuvre ²⁴. Dans le même temps, il convient de reconnaître que les pertes dépendent de la réponse de politique économique et du succès des politiques mises en œuvre sur le marché du travail à atténuer ces effets ²⁵.

Graphique D

Pertes sectorielles résultant des mesures d'endiguement de la COVID-19 et ratio capital/intensité en main-d'œuvre

(axe des abscisses : stock de capital fixe par personne employée ; axe des ordonnées : pourcentage des pertes estimées en valeur ajoutée)



Sources : Calculs de la BCE et base de donnée EU KLEMS.

Notes : Les pertes sectorielles résultant des mesures de confinement liées à la COVID-19 sont fondées sur une évaluation, par les services de la BCE, d'un échantillon de pays d'importance systémique au plan mondial et calculées comme une moyenne non pondérée. Le ratio capital/intensité en main-d'œuvre est calculé comme le stock de capital fixe (en 2017) divisé par le facteur travail (en nombre de personnes employées en 2017) pour chaque secteur, sur la base de la moyenne non pondérée d'un échantillon de 19 pays.

Enfin, alors que la crise de la COVID-19 pourrait aussi avoir un impact négatif sur la productivité, le renforcement de l'utilisation des technologies

²³ Cf. Laeven (L.), « *Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation* », *CEPR Discussion Papers*, n° DP15022, 2020.

²⁴ Cf. Burgess (S.) et Sievertsen (H.H.), « *Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education* », *VoxEU*, 2020, qui souligne que « manquer l'école même sur une période relativement courte aura des conséquences sur l'acquisition des compétences ».

²⁵ Cf. l'encadré intitulé « *Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

numériques pourrait se révéler positif à long terme. La crise de la COVID-19 pourrait affecter la productivité globale des facteurs de plusieurs manières. Premièrement, l'impact de la COVID-19 pourrait temporairement bloquer les ressources dans des secteurs improductifs, la réallocation des ressources productives vers des secteurs à forte croissance prenant probablement du temps ²⁶. De plus, l'innovation pourrait être freinée par la baisse des dépenses en recherche et développement, dans le secteur tant public, en raison des besoins d'assainissement, que privé, du fait d'une incertitude élevée. En outre, la relocalisation des chaînes de valeur mondiales dans le sillage de la crise de la COVID-19 pourrait entraver les effets de diffusion de l'innovation et de la connaissance entre pays. Dans le même temps, l'utilisation accrue des technologies numériques stimulée par la crise de la COVID-19 est susceptible d'accélérer la transformation numérique de l'économie mondiale et donc d'apporter une contribution positive à la productivité globale des facteurs ²⁷.

²⁶ Une fois que ce phénomène aura eu lieu, cependant, la productivité agrégée pourrait bénéficier d'une telle réallocation des ressources en direction de secteurs plus productifs. En outre, le choc lié à la COVID-19 pourrait avoir un effet plus important sur les entreprises peu productives, ce qui pourrait, en principe, exercer un effet positif sur la productivité agrégée. Cf. l'encadré 2 de l'article intitulé « [L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

²⁷ De fait, dans une récente enquête menée auprès de grandes entreprises dans la zone euro, les effets à long terme exercés sur le côté de l'offre par la pandémie les plus fréquemment cités sont l'augmentation du travail à distance et une accélération du processus de numérisation (cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*).

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 juillet au 3 novembre 2020

Simon Forsyth et Ross Murphy

Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2020, qui se sont déroulées du 22 juillet au 15 septembre et du 16 septembre au 3 novembre 2020, respectivement.

Durant cette période, on a assisté à une stabilisation de la volatilité de marché liée à la crise du coronavirus (COVID-19) observée plus tôt dans l'année. Les mesures annoncées par les banques centrales ont continué de soutenir le fonctionnement des marchés durant l'été.

Les niveaux de la liquidité de banque centrale dans le système bancaire ont continué d'augmenter au cours des cinquième et sixième périodes de constitution de 2020. Cela s'explique en grande partie par le règlement de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et par les achats d'actifs réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP).

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 2 044,5 milliards d'euros. Cela représente une hausse de 109,8 milliards d'euros par rapport à la moyenne des troisième et quatrième périodes de constitution de 2020 (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). Le solde des facteurs autonomes a augmenté de 107,3 milliards d'euros, s'établissant à 1 901,6 milliards, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté de 2,6 milliards pour ressortir à 142,9 milliards.

Au cours de la période sous revue, les dépôts des administrations publiques sont restés de loin le principal facteur d'absorption de la liquidité. Les dépôts des administrations publiques ont poursuivi leur tendance haussière, le rythme de la hausse s'étant toutefois ralenti par rapport à la période précédente. Ces dépôts ont augmenté en moyenne de 146,7 milliards d'euros pour s'inscrire à 727,9 milliards. Les dépôts des administrations publiques de la zone euro ont atteint des niveaux record, représentant plus de 11 % du bilan de l'Eurosystème en moyenne au cours de la période sous revue, après 9 % environ au cours de la précédente période sous revue et 6 % durant les deux premières périodes de constitution de l'année. Les facteurs d'apport de liquidité ont augmenté de 41,6 milliards d'euros, ne contrebalançant que partiellement l'effet de l'accroissement des dépôts des administrations publiques. En particulier, les actifs nets libellés en euro ont augmenté de 83,7 milliards d'euros, hausse partiellement contrebalancée par

un recul de 42,1 milliards des avoirs extérieurs nets (cf. la section du tableau A intitulée « Avoirs »).

Dans l'ensemble, au cours de la période sous revue, l'apport global de liquidité via les opérations de politique monétaire a continué d'être nettement supérieur à l'absorption de la liquidité résultant du solde des facteurs autonomes.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 22 juillet 2020 au 3 novembre 2020						Précédente période sous revue : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 22 juillet au 15 septembre		Sixième période de constitution : du 16 septembre au 3 novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution
Facteurs autonomes de la liquidité	2 998,3	(+149,0)	2 976,9	(+37,5)	3 022,9	(+46,0)	2 849,3 (+339,1)
Billets en circulation	1 384,9	(+27,3)	1 381,2	(+15,6)	1 389,1	(+7,9)	1 357,6 (+58,1)
Dépôts des administrations publiques	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0 (+261,5)
Autres facteurs autonomes ¹	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8 (+19,5)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	2 562,7	(+529,6)	2 483,3	(+278,6)	2 653,5	(+170,2)	2 033,1 (+437,5)
Réserves obligatoires ²	142,9	(+2,6)	142,4	(+1,2)	143,6	(+1,2)	140,4 (+4,7)
Facilité de dépôt	435,4	(+104,8)	413,2	(+57,2)	460,7	(+47,5)	330,5 (+72,3)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Source : BCE.

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

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

2) Les « réserves obligatoires » sont une rubrique pour mémoire qui ne figure pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 22 juillet 2020 au 3 novembre 2020						Précédente période sous revue : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 22 juillet au 15 septembre		Sixième période de constitution : du 16 septembre au 3 novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution
Facteurs autonomes de la liquidité	1 097,0	(+41,6)	1 097,9	(+26,9)	1 096,0	(-1,9)	1 055,4 (+22,6)
Avoirs extérieurs nets	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3 (+60,5)
Avoirs nets libellés en euro	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2 (-37,9)
Instruments de politique monétaire	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9 (+824,7)
<i>Opérations d'open market</i>	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9 (+824,7)
Opérations d'appels d'offres	1 625,9	(+419,8)	1 573,7	(+182,6)	1 685,6	(+111,9)	1 206,1 (+464,3)
Opérations principales de refinancement	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6 (-0,4)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2 (-0,9)
Opérations TLTRO II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8 (-188,3)
Opérations TLTRO III	1 582,7	(+890,8)	1 524,5	(+436,1)	1 649,1	(+124,6)	691,9 (+541,5)
Bridge LTRO*	-	(-228,6)	-	(-129,6)	-	(+0,0)	228,6 (+112,4)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	3 394,6	(+308,8)	3 323,6	(+155,3)	3 475,8	(+152,2)	3 085,8 (+360,4)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6 (-0,5)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9 (-0,0)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3 (+9,3)
Programme pour les marchés de titres	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7 (-5,5)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8 (+0,9)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 283,2	(+53,1)	2 268,6	(+24,0)	2 299,9	(+31,4)	2 230,2 (+79,4)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0 (+18,0)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3 (+258,7)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0 (-0,0)

Source : BCE.

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 22 juillet 2020 au 3 novembre 2020						Précédente période sous revue : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 22 juillet au 15 septembre		Sixième période de constitution : du 16 septembre au 3 novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹	2 044,5 (+109,8)	2 021,6	(+11,6)	2 070,7	(+49,2)	1 934,7	(+321,3)
Solde des facteurs autonomes ²	1 901,6 (+107,3)	1 879,2	(+10,4)	1 927,2	(+48,0)	1 794,3	(+316,6)
Excédent de liquidité ³	2 998,0 (+634,5)	2 896,5	(+335,8)	3 114,1	(+217,6)	2 363,6	(+509,8)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 22 juillet 2020 au 3 novembre 2020						Précédente période sous revue : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 22 juillet au 15 septembre		Sixième période de constitution : du 16 septembre au 3 novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00 (+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25 (+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,50 (+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia ¹	-0,468 (-0,01)	-0,467	(-0,00)	-0,469	(-0,00)	-0,460	(-0,01)
€STR	-0,553 (-0,01)	-0,552	(+0,00)	-0,554	(-0,00)	-0,545	(-0,01)

Source : BCE.

Notes : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

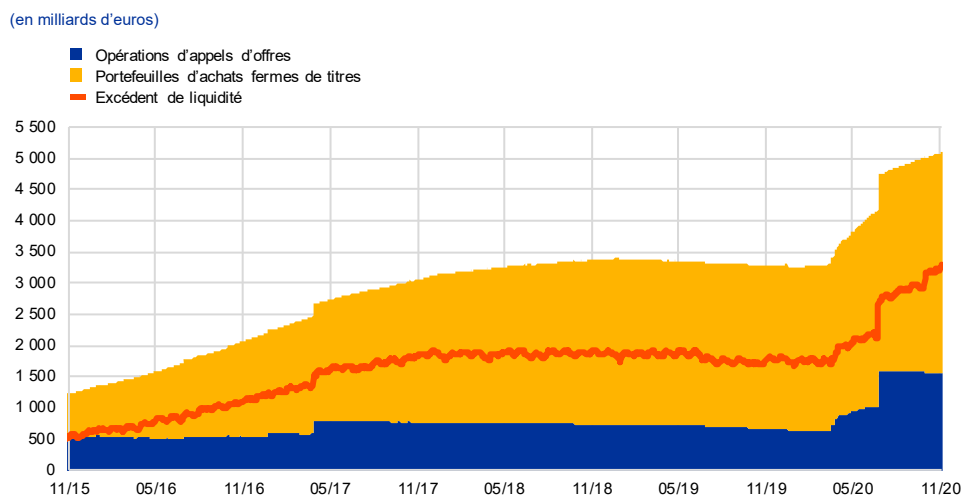
1) Correspond au taux à court terme de l'euro (€STR) majoré de 8,5 points de base depuis le 1^{er} octobre 2019. Les différences dans les variations présentées pour le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et l'€STR sont dues aux arrondis.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 728,6 milliards d'euros pour s'établir à 5 050,5 milliards (cf. graphique A). L'augmentation de la liquidité a résulté pour plus de la moitié (58 %) d'opérations de crédit liées à l'allocation des TLTRO III, les 42 % restants ayant résulté d'achats fermes d'actifs.

Graphique A

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 3 novembre 2020.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit de l'Eurosystème a augmenté de 419,8 milliards d'euros au cours de la période sous revue, cette hausse étant largement attribuable au règlement des quatrième et cinquième opérations de la série des TLTRO III. La hausse

moyenne de 890,8 milliards d'euros du montant fourni par le biais des TLTRO III a été partiellement contrebalancée par l'arrivée à échéance et/ou par les remboursements volontaires au titre du programme TLTRO II, les contreparties se reportant sur les TLTRO III, dont les modalités sont financièrement plus intéressantes, et par l'arrivée à échéance des opérations de refinancement à plus long terme réalisées pour combler les besoins de liquidité (*bridge* LTRO).

En moyenne, les remboursements au titre du programme TLTRO II ont représenté 242,4 milliards d'euros. Les *bridge* LTRO, mises en place le 12 mars 2020 en tant qu'instrument de transition afin de permettre un accès immédiat au financement à des conditions particulièrement favorables, tout en facilitant le report des fonds sur les TLTRO III, sont également arrivées à échéance, les contreparties se reportant sur les TLTRO III, contribuant pour un montant global de 228,6 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, la BCE a également effectué les troisième, quatrième et cinquième opérations, sur un total de sept, de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO), qui ont été annoncées en avril 2020. Ces opérations ont pour but de fluidifier le fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif pour garantir la stabilité des taux des marchés monétaires.

Ces opérations PELTRO ont apporté un montant de liquidité supplémentaire de 7,5 milliards d'euros. Les opérations principales de refinancement et les LTRO d'une durée de trois mois n'ont joué qu'un rôle marginal, enregistrant une hausse agrégée de 0,1 milliard d'euros en moyenne par rapport à la précédente période sous revue.

Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 308,8 milliards d'euros, passant à 3 394,6 milliards, en raison de la poursuite des achats nets dans le cadre de l'APP et du PEPP.

Les encours moyens au titre du PEPP ont représenté 527,3 milliards d'euros, soit une augmentation de 242,0 milliards par rapport à la précédente période sous revue. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP ont représenté de loin la plus forte hausse parmi l'ensemble des programmes d'achats d'actifs, suivis du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui ont enregistré, respectivement, des hausses moyennes de 53,1 milliards d'euros et de 15,3 milliards pour s'établir à 2 283,2 milliards et 232,3 milliards.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 634,5 milliards d'euros, passant à 2 998,0 milliards (cf. graphique A). L'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport à leurs réserves obligatoires a augmenté de 529,6 milliards d'euros, ressortant à 2 562,7 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a augmenté de 104,8 milliards, s'inscrivant à 435,4 milliards. Le dispositif en vertu duquel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques n'est pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt s'applique uniquement aux soldes détenus sur les comptes courants. Les banques ont donc un intérêt économique à détenir des réserves sur leur compte courant plutôt qu'à recourir à la facilité de dépôt de la BCE.

Évolutions des taux d'intérêt

L'€STR a diminué en moyenne de 0,8 point de base par rapport à la précédente période sous revue en raison d'une augmentation de l'excédent de liquidité.

L'€STR s'est établi en moyenne à – 55,3 points de base au cours de la période sous revue, contre – 54,5 points de base au cours de la précédente période sous revue ²⁸. Les taux directeurs de la BCE, qui recouvrent le taux appliqué à la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal, sont demeurés inchangés au cours de la période sous revue.

²⁸ L'Eonia, qui depuis octobre 2019 est calculé comme l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base, a évolué en parallèle de l'€STR.

Évaluation des évolutions économiques à court terme en période de COVID-19

Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. De Santis et Lorena Saiz

La récession soudaine et profonde déclenchée par l'épidémie de coronavirus (COVID-19) a nécessité l'ajustement des outils classiques utilisés pour prévoir la croissance du PIB en volume de la zone euro en temps réel. Les graves

conséquences économiques de la COVID-19 ont bouleversé les relations statistiques et économiques habituelles ²⁹. Ainsi, les modèles de prévision à court terme standard n'ont pas été en mesure de rendre compte de l'ampleur de la contraction observée au cours des deux premiers trimestres 2020 (reculs trimestriels de 3,7 % et 11,7 % au premier et au deuxième trimestre, respectivement) ni du rebond enregistré au troisième trimestre (hausse de 12,5 %). Ces dynamiques exceptionnelles ont nécessité une actualisation de la panoplie d'outils généralement utilisée pour prévoir la croissance du PIB en volume de la zone euro en temps réel. Cet encadré décrit quatre approches développées par les services de la BCE pour rendre compte des caractéristiques spécifiques et des implications de la pandémie de COVID-19.

La première approche exploite le contenu en information des diverses mesures d'endiguement mises en œuvre dans les différents pays.

Une méthodologie simple évalue l'impact économique des restrictions imposées au comportement des citoyens dans plusieurs pays pour contenir la pandémie ³⁰. Une régression poolée en données de panel, appelée « modèle pour la pandémie avec différents pays » (*pandemic cross-country model*), évalue la relation entre les mesures d'endiguement, telles que mesurées par l'indice de sévérité des mesures d'Oxford (*Oxford Stringency Index*, OSI), et le PIB en volume ³¹. En se fondant sur les données pour les trois premiers trimestres de 2020 dans l'ensemble des pays de la zone euro, un modèle linéaire semble être relativement bien adapté à l'hétérogénéité entre pays en ce qui concerne la relation entre le PIB en volume et l'OSI (cf. graphique A). Les estimations en temps réel du modèle pour la pandémie avec différents pays ont indiqué une contraction trimestrielle du PIB en volume de la zone euro de 7,9 % au deuxième trimestre 2020 et un rebond de 6,3 % au troisième trimestre 2020 (cf. graphique B).

²⁹ Cf. également Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *How to estimate a VAR after March 2020* », *Working Paper Series*, n° 2461, BCE, août 2020.

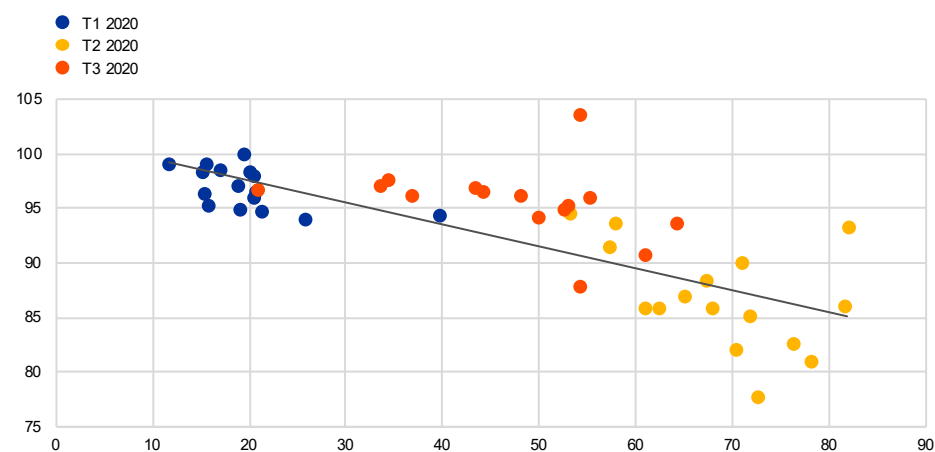
³⁰ Pour plus de détails, cf. également Battistini (N.) et Stoevsky (G.) « *Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

³¹ Cf. également Hale (T.), Angrist (N.), Cameron-Blake (E.), Hallas (L.), Kira (B.), Majumdar (S.), Petherick (A.), Phillips (T.), Tatlow (H.), et Webster (S.), « *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* », Blavatnik School of Government, 2020.

Graphique A

PIB en volume et indice de sévérité des mesures d'Oxford pour les différents pays de la zone euro en 2020

(axe des abscisses : indice, PIB en volume au T4 2019 = 100 ; axe des ordonnées : indice, max. = 100)



Sources : Eurostat, Hale *et al.* (2020) et calculs des services de la BCE.

Notes : La ligne dans le graphique indique la tendance linéaire (c'est-à-dire les valeurs ajustées) de la régression poolée en données de panel fondée sur les données pour les 19 pays de la zone euro au cours des trois premiers trimestres de l'année. Le coefficient de pente fournit l'élasticité estimée de l'OSI par rapport au PIB en volume.

La deuxième approche exploite le contenu en information des indicateurs à haute fréquence, qui sont capables de rendre compte rapidement des changements soudains des conditions économiques.

Même si les indicateurs mensuels sont riches en informations sur la conjoncture économique actuelle, ils sont publiés avec un certain décalage. Les données quotidiennes ou hebdomadaires non conventionnelles (par exemple les paiements par carte de crédit, la consommation d'électricité et les indicateurs de mobilité) ont fourni plus rapidement un tableau de l'impact économique de la pandémie. Toutefois, comme ces données peuvent être bruitées, disponibles seulement pour une période limitée et soumises à des profils saisonniers complexes, elles doivent être considérées avec prudence ³². En tenant compte de ces difficultés de mesures, la boîte à outils classique pour prévoir à court terme le PIB en volume de la zone euro a été élargie pour inclure des informations sur les paiements hebdomadaires par carte de crédit ³³. Ces informations supplémentaires, qui rendent compte en partie des évolutions en temps réel des deux composantes du PIB qui sont plus sévèrement affectées par la pandémie (c'est-à-dire la production dans le secteur des services du côté de l'offre et la consommation privée du côté des dépenses), ont amélioré la performance prédictive des modèles de prévision à court terme standard. À la différence de la légère contraction et de la reprise suggérées par les modèles standard, les modèles de prévision à court terme ajustés font état d'une contraction moyenne du PIB en volume de la zone euro de 7,0 % au deuxième trimestre 2020 et d'un rebond rapide de 8,4 % au troisième trimestre (cf. graphique B).

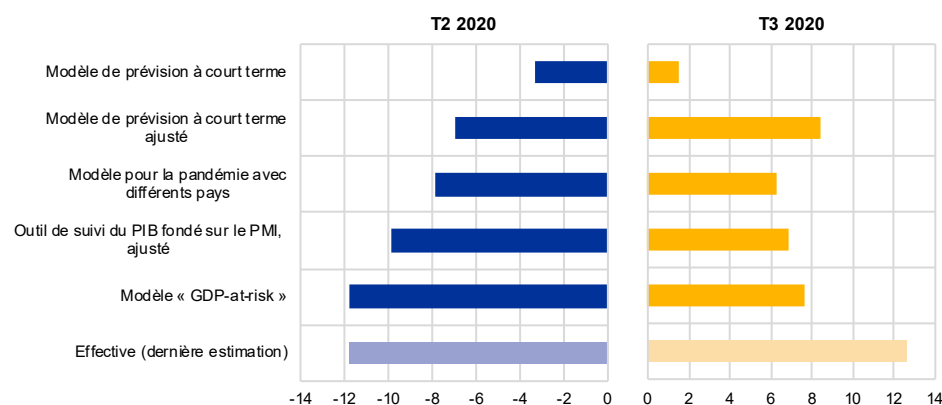
³² Cf. Hinge (D.), « [COVID-19 policy-making and the need for high-speed data](#) », centralbanking.com, août 2020.

³³ Cf. Bańbura (M.) et Saiz (L.), « [Les prévisions à court terme de la BCE relatives à l'activité économique dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2020.

Graphique B

Prévisions de la croissance du PIB en volume de la zone euro en utilisant des modèles non standard

(en pourcentages ; taux de croissance en glissement trimestriel)



Sources : Eurostat, Hale *et al.* (2020), IHS Markit, BCE, calculs des services de la BCE.

Notes : Le modèle de prévision à court terme ajusté inclut des informations provenant des paiements hebdomadaires par carte de crédit et d'autres indicateurs standard qui étaient disponibles 15 jours avant la publication de l'estimation rapide provisoire du PIB. L'outil de suivi du PIB ajusté, fondé sur le PMI, se rapporte à une règle non linéaire fondée sur l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production, qui prend en compte à la fois la variation trimestrielle de cet indice et la croissance antérieure du PIB. Le modèle « GDP-at-risk » utilise la queue gauche de 5 % de la distribution conditionnelle pour le deuxième trimestre 2020 et, compte tenu de fort rebond attendu, la queue droite de 1 % de la distribution conditionnelle pour le troisième trimestre. Toutes les prévisions présentées pour le PIB en volume sont des estimations en temps réel.

La troisième approche consiste à ajuster la relation linéaire entre le PIB et l'indice des directeurs d'achat (PMI).

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production, qui est tiré d'enquêtes, est un indice de diffusion mensuel compris entre 0 et 100, dans lequel la valeur de 50 indique que la production n'a pas varié au cours du mois précédent pour les entreprises du secteur manufacturier et du secteur des services. Avant la pandémie, une règle linéaire fondée sur le PMI (c'est-à-dire ce que l'on appelle un « outil de suivi du PIB en volume ») fonctionnait relativement bien pour prévoir la croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro³⁴. Toutefois, cette relation présente des dysfonctionnements depuis le début de la crise de la COVID-19. Deux types d'ajustement ont été appliqués pour extraire le plus d'informations possible du PMI. Le premier ajustement a consisté à prendre en compte uniquement la queue gauche de la distribution de la croissance du PIB en volume pour les deux premiers trimestres de 2020. La règle de suivi ajustée, fondée sur le PMI, qui en a résulté a prévu, en temps réel, un recul du PIB en volume de la zone euro de 2,7 % au premier trimestre et de 9,8 % au deuxième trimestre. On s'attendait également à ce que la règle linéaire fondée sur le PMI ne parvienne pas à estimer le rebond élastique attendu au troisième trimestre. Par conséquent, le deuxième ajustement réalisé a consisté à extraire également des informations de la variation du PMI et à

³⁴ La règle linéaire fondée sur le PMI signifie que la croissance du PIB en volume est égale à 10 % de (la moyenne trimestrielle) de l'écart du PMI par rapport à 50. Pour plus de détails sur cette règle de suivi du PIB fondée sur le PMI, cf. de Bondt (G.J.), « *A PMI-based real GDP tracker for the euro area* », *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), vol. 15(2), décembre 2019, p. 147-170.

prendre la croissance du PIB du trimestre précédent comme point de départ ³⁵. Cet ajustement a impliqué un rebond estimé de 6,1 % au troisième trimestre 2020 (cf. graphique B).

La dernière approche extrait des informations des événements extrêmes à l'aide d'un modèle non linéaire. Les variables économiques réagissent de manière hétérogène en période de récession et d'expansion. Pour remédier à la non-linéarité de la réponse, nous avons utilisé le modèle « *GDP-at-risk* », qui a recours à des régressions quantiles pour relier chaque quantile de la croissance du PIB en volume (par exemple, le 5^e centile) à une sélection de variables macroéconomiques (par exemple, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production) et de variables financières ³⁶. S'agissant de ces dernières, l'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS) et les écarts de rendement des obligations d'entreprises servent de mesures approchées des tensions financières et des primes de risque. La valeur attendue de la croissance du PIB en volume à la queue gauche de 5 % de la distribution conditionnelle a été utilisée pour prévoir la contraction exceptionnelle de l'activité au cours des deux premiers trimestres de 2020. Inversement, la valeur attendue à la queue droite de 1 % de la distribution conditionnelle a été utilisée pour représenter le rebond sans précédent de la croissance du PIB en volume au troisième trimestre. Conformément à la nature des événements extrêmes, la dynamique de l'activité économique au cours des trois premiers trimestres de 2020 a été raisonnablement bien appréhendée en temps réel par les quantiles extrêmes de la distribution de la croissance du PIB en volume (cf. graphique C). Les valeurs attendues de ces densités calculées d'après ces queues caractérisent les prévisions par le modèle « *GDP-at-risk* ». Ces valeurs ont fait état de baisses très importantes du PIB en volume de la zone euro, de 2,9 % au premier trimestre 2020 et 11,8 % au deuxième trimestre, suivies d'une hausse marquée de 7,6 % au troisième trimestre (cf. graphique B) ³⁷.

³⁵ Une règle non linéaire fondée sur le PMI, appliquée aux données mensuelles, ajoute le PMI composite quadratique pour la production à la règle linéaire, cette dernière étant ajustée de 10 % à 15 %, les variables étant toutes fondées sur les estimations de la régression quantile avant la COVID-19, en utilisant les 10 % d'observations les plus basses pour la croissance. Une règle non linéaire fondée sur le PMI utilisant une approche par ratio signifie que la croissance du PIB en volume est égale à la croissance du PIB en volume au trimestre précédent, multipliée par le ratio d'une mesure fondée sur le PMI pour le trimestre en cours par rapport à sa valeur au trimestre précédent. Cette mesure fondée sur le PMI est égale à 15 % de (la moyenne trimestrielle) de l'écart du PMI par rapport à 50, moins 5 % de la même différence au trimestre précédent.

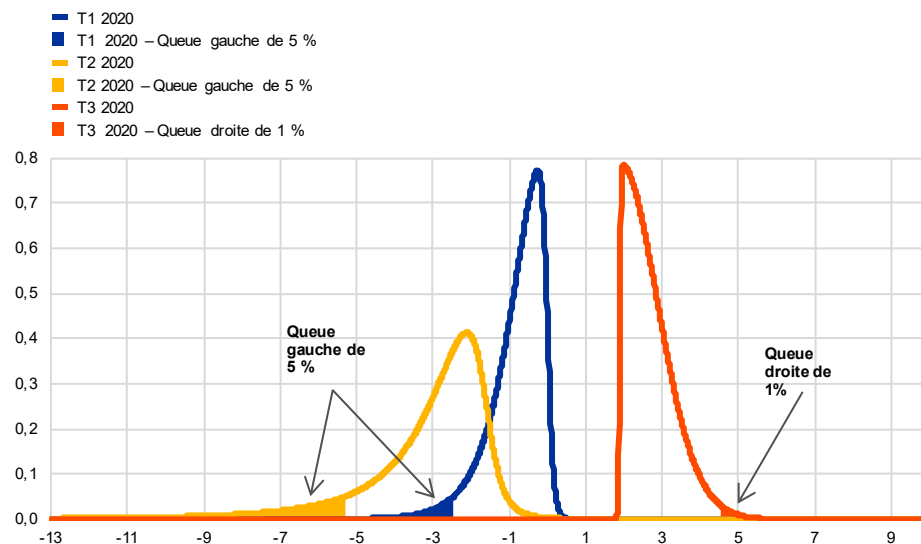
³⁶ Cf. Adrian (T.), Boyarchenko (N.) et Giannone (D.), « *Vulnerable Growth* », *American Economic Review*, 109 (4), 2019, p. 1263-89. Pour l'application à la pandémie dans le cadre d'un panel, cf. De Santis (R.A.) et Van der Veken (W.), « *Macroeconomic risks through the globe through the Spanish Flu* », *Working Paper Series*, n° 2466, BCE, novembre 2020. Pour une application à la zone euro, cf. également Figueres (J.M.) et Jarociński (M.), « *Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions* », *Economic Letters*, vol. 191, juin 2020.

³⁷ La queue droite de 5 % de la distribution conditionnelle prévoit une croissance du PIB en volume de 5,6 % au troisième trimestre 2020.

Graphique C

Croissance en risque du PIB en volume de la zone euro en 2020

(axe des ordonnées : densité de probabilité ; axe des abscisses : en pourcentage, taux de croissance du PIB en volume en glissement trimestriel)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Dans l'ensemble, compte tenu du niveau exceptionnellement élevé de l'incertitude, les quatre approches rendent assez bien compte de certaines caractéristiques spécifiques de la pandémie. Les deux premières approches ont conduit à des prévisions en temps réel encore au-dessous du profil en V très prononcé effectif, mais elles ont rendu compte plus efficacement de la symétrie des évolutions au deuxième et troisième trimestre 2020. Les deux autres approches ont relativement bien reflété l'ampleur de l'effondrement de l'activité au deuxième trimestre, même si elles n'ont pas totalement pris en compte le rebond robuste enregistré au troisième trimestre, probablement en raison de la réaction asymétrique de l'indice des directeurs d'achat.

L'utilisation d'approches non conventionnelles pour évaluer les évolutions économiques à court terme dans la zone euro dans le contexte de la COVID-19 incite à la prudence. D'une part, certains des outils partagent la nature *ad hoc* de l'évaluation (par exemple, le choix des quantiles extrêmes) et des ajustements des spécifications du modèle (par exemple, l'outil de suivi du PIB fondé sur le PMI) afin de rendre compte des effets de la crise. D'autre part, certaines des données non conventionnelles (par exemple, les indicateurs à haute fréquence, l'indice de sévérité des mesures d'Oxford) sont caractérisées par des profils saisonniers complexes ou par des échantillons très courts. Cela implique que l'utilisation de chaque outil individuel fasse l'objet d'une part de jugement importante, notamment quant au type d'ajustement nécessaire. Certains de ces outils sont spécifiquement adaptés au choc lié à la pandémie et peuvent devenir superflus à mesure que la dynamique économique se normalise. En dépit de leurs lacunes, ces outils se sont considérablement améliorés par rapport à la panoplie d'outils classique utilisée pour évaluer le PIB en volume de la zone euro en temps réel et continueront d'être utilisés pour éclairer le jugement exercé et inclus dans les projections

macroéconomiques des services de la BCE et resteront nécessaires pour évaluer l'incidence de la deuxième vague de la pandémie sur l'économie. Dans la mesure où un retour à la « normale » semble peu probable à court terme, les approches ajustées de la COVID-19 qui viennent d'être décrites devraient rester judicieuses pour la croissance du PIB en volume jusqu'à ce que le stade de l'immunité collective soit atteint.

4 Comprendre l'impact de la pandémie de COVID-19 à l'aide d'une ventilation corrigée des importations de la demande agrégée dans la zone euro

Malin Andersson, Leyla Beck et Yiqiao Sun

Cet encadré présente une méthode alternative de ventilation du PIB, qui prend en compte le fait que chaque composante de la demande contient des biens et des services importés. La ventilation standard du PIB en composantes de la dépense intérieure et exportations nettes permet d'évaluer les déterminants d'origine interne de la croissance par rapport aux facteurs de croissance extérieurs. Dans cette ventilation, la contribution des importations totales, considérées comme un agrégat distinct, est traditionnellement soustraite des exportations totales pour calculer les exportations nettes. En réalité, cependant, les importations contribuent à l'ensemble des composantes individuelles du PIB, c'est-à-dire également à la variation des stocks et à la demande intérieure, et davantage à l'investissement qu'à la consommation privée et à la consommation publique. La pratique standard en comptabilité nationale présente par conséquent des limites, dans la mesure où elle amplifie la contribution de la demande purement intérieure à la croissance du PIB tout en réduisant l'influence des facteurs d'origine étrangère sur l'activité économique intérieure.

Avec une mesure du PIB corrigée des importations, les importations sont affectées à chaque composante de la dépense et soustraites séparément de cette composante en fonction de son intensité en importations. Cette méthode alternative peut faire apparaître deux mécanismes de propagation à l'œuvre durant le choc lié au coronavirus (COVID-19), mécanismes qui, autrement, auraient été masqués. Premièrement, cette méthode prend en compte l'impact des importations directes et intermédiaires provenant de pays extérieurs à la zone euro sur la demande intérieure – qui a également souffert des mesures de confinement à l'échelle mondiale – en considérant l'intensité en importations effective de chaque composante. Deuxièmement, elle met en évidence le rôle des facteurs extérieurs dans les exportations : celui-ci devient en effet plus visible lorsque seule la part des importations hors zone euro associée aux exportations est déduite du total des exportations hors zone euro. Cet encadré présente des éléments attestant de l'importance des intensités en importations dans la décomposition de la dynamique de croissance économique dans la zone euro. Il décrit ensuite une analyse approfondie fondée sur des approximations sectorielles permettant de corriger les différentes composantes de la dépense d'éventuelles variations des intensités en importations durant la période de pandémie.

Une ventilation du PIB de la zone euro corrigée des intensités en importations provenant de pays extérieurs à la zone ³⁸ montre que le contenu en importations de la demande intérieure a été un important facteur d'amplification de la dynamique de la demande intérieure en 2020. D'après la définition traditionnelle du PIB en comptabilité nationale, la demande intérieure de la zone euro a contribué pour 14,0 points de pourcentage à la baisse cumulée de 15,0 % de la production dans la zone euro au premier semestre 2020 et pour 11,3 points de pourcentage à la hausse de 12,5 % en rythme trimestriel enregistrée au troisième trimestre 2020 (cf. graphique A, partie a). Les composantes de la dépense en 2020 corrigées des intensités en importations observées en 2019 font état d'une contribution plus limitée de la demande purement intérieure aux pertes économiques au premier semestre de l'année, et d'une plus forte contribution des exportations (cf. graphique A, partie b). Au cours du rebond ultérieur, la demande intérieure a augmenté dans une moindre mesure selon cette méthode que d'après la ventilation traditionnelle. Au total, la comparaison révèle que, en raison des liens entrées-sorties, l'économie de la zone euro a été plus lourdement exposée à des chocs externes durant la pandémie que ne le suggère la ventilation traditionnelle ³⁹. Cela est dû au fait que, dans le cadre des chaînes de valeur mondiales, les importations sont intrinsèquement dépendantes des profils de production domestiques. En outre, les chocs externes peuvent se propager et s'amplifier en raison des complémentarités entre secteurs que l'existence de liens entrées-sorties est susceptible de faire apparaître ⁴⁰. Les intensités en importations directes et intermédiaires des composantes du PIB peuvent être calculées à partir des tableaux d'entrées-sorties annuels d'Eurostat ⁴¹ pour la zone euro, disponibles pour la période 2005-2019. Les estimations qui en résultent montrent que l'intensité en importations a été particulièrement élevée pour les exportations et l'investissement, un peu moins élevée pour la consommation privée et particulièrement faible dans le cas des dépenses de consommation publique (cf. graphique B, partie a). Par ailleurs, elle est nettement plus élevée dans le secteur manufacturier que dans les services.

³⁸ La ventilation corrigée des importations des composantes de la dépense du PIB montre l'importance des exportations hors zone euro dans les phases de reprise depuis 2013, cf. « *The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Francfort-sur-le-Main, août 2017. La composition, corrigée des importations, de la demande a également joué un rôle essentiel dans la dynamique des échanges commerciaux durant la crise financière mondiale, selon Bussière (M.), Callegari (G.), Ghironi (F.), Sestieri (G.) et Yamano (N.), « *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009* », *American Economic Journal*, vol. 5, n° 3, p. 118-151.

³⁹ Ce résultat corrobore des conclusions antérieures sur l'importance des chaînes de valeur mondiales pour la performance du commerce mondial durant la pandémie, cf. l'encadré intitulé « *Le grand effondrement des échanges commerciaux de 2020 et le rôle amplificateur des chaînes de valeur mondiales* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

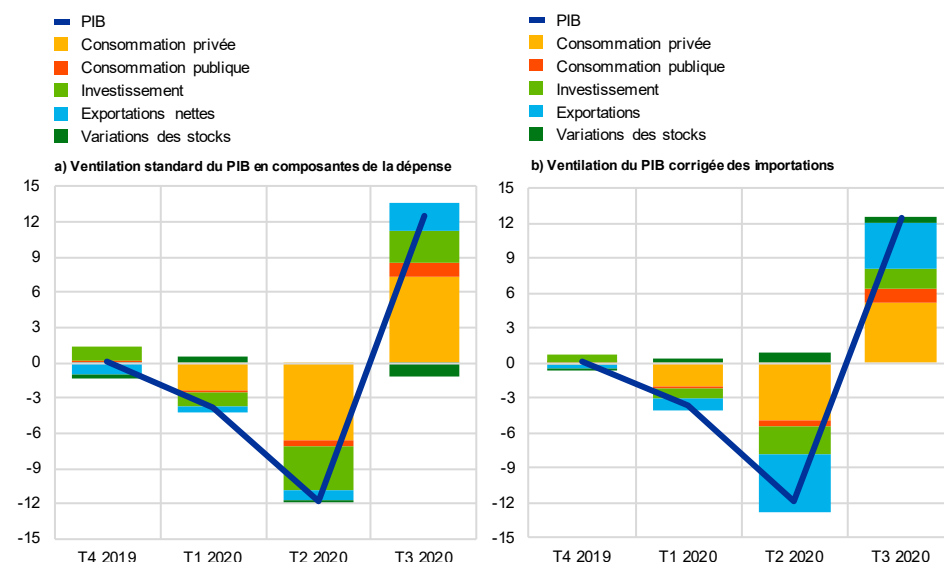
⁴⁰ Cf., par exemple, Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.), Straub (L.) et Werning (I.) « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », *NBER Working Paper Series*, n° w26918, National Bureau of Economic Research, 2020 ; et Acemoğlu (D.), Akcigit (U.) et Kerr (W.) « *Networks and macroeconomic shocks* », *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Les données symétriques d'entrées-sorties produit par produit d'Eurostat pour la période 2005-2019 permettent de calculer l'intensité en importations aussi bien par composante de la demande que par secteur.

Graphique A

Croissance du PIB en volume de la zone euro et de ses composantes depuis le quatrième trimestre 2019

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Partie a : la méthode standard de ventilation du PIB en composantes de la dépense est la méthode utilisée dans les données des comptes nationaux. Le total des importations hors zone euro est déduit des exportations hors zone euro pour calculer la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB. Partie b : la ventilation du PIB corrigée des importations est calculée en trois étapes. Premièrement, l'intensité en importations annuelle pour chaque composante de la dépense est calculée à l'aide des données symétriques d'entrées-sorties produit par produit d'Eurostat pour la zone euro. Deuxièmement, les intensités en importations sont utilisées comme pondérations afin d'estimer les flux nominaux effectifs d'importations hors zone euro pour la consommation privée, la consommation publique, l'investissement et les exportations. La part des importations dans les variations de stocks ne pouvant être calculée, on prend comme hypothèse qu'elle est égale à 50 %. Troisièmement, les flux d'importations estimés sont déduits séparément de chaque composante de la dépense, à la fois en termes nominaux et en termes réels, et la contribution corrigée des importations de chaque composante à la croissance est calculée. À noter que le total des flux d'importations nominaux calculés à partir des données d'entrées-sorties ne correspond pas toujours au total des flux d'importations dans les comptes nationaux. Cela signifie que des hypothèses supplémentaires doivent être formulées pour calculer la décomposition finale du PIB corrigée des importations.

Les intensités en importations provenant de pays extérieurs à la zone euro ont probablement évolué durant la pandémie.

Les données corrigées des importations présentées dans la partie b du graphique A sont établies à partir des intensités en importations antérieures à la crise et en prenant comme hypothèse que l'intensité en importations de la demande intérieure n'est pas affectée par la pandémie. Toutefois, alors qu'elles ont été relativement stables en période normale, les intensités en importations tendent à varier de façon plus marquée en période de récession (cf. graphique B, partie a) ⁴². Une tendance haussière progressive en période normale reflèterait une mondialisation accrue, une extension des chaînes de valeur mondiales et une spécialisation internationale qui aboutiraient à des taux de croissance du commerce supérieurs à la croissance de la demande intérieure ⁴³.

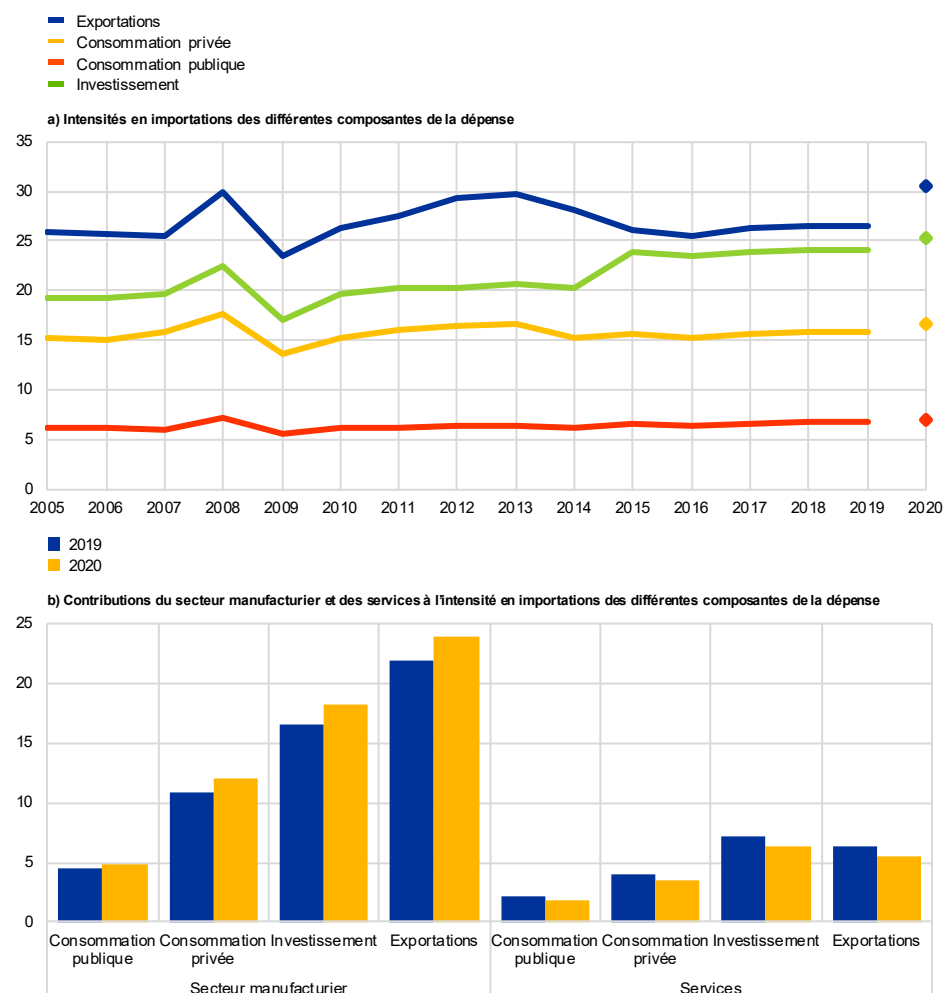
⁴² Cf. Bems (R.), Johnson (R.C.) et Yi (K.-M.), « *Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession* », *IMF Working Papers*, n° WP/10/142, juin 2010.

⁴³ Cf. Kranendonk (H.) et Verbruggen (J.), « *Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States* », *De Economist*, vol. 156, n° 3, Springer, 2008, p. 295-306.

Graphique B

Intensités en importations des différentes composantes de la dépense du PIB et des principaux secteurs

(en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a, les intensités en importations correspondent à la somme des intensités en importations directes et intermédiaires. Les intensités en importations pour 2020, marquées par des losanges, sont une approximation calculée à partir de la variation du ratio importations/valeur ajoutée des différentes composantes de la dépense, telle que constatée dans les données effectives sur les échanges commerciaux et la valeur ajoutée pour les trois premiers trimestres de 2020. Les valeurs pour 2020 dans la partie b sont des approximations des contributions du secteur manufacturier et des services, respectivement, aux intensités en importations globales des différentes composantes de la dépense. Les données pour 2020 sont établies à partir de la moyenne pour les trois premiers trimestres de 2020. L'ampleur et la variation de la contribution des secteurs agricole et de la construction aux intensités en importations des différentes composantes de la dépense sont nettement moins importantes et n'ont pas été prises en compte.

Durant la pandémie de COVID-19, on observe que l'intensité en importations hors zone euro du secteur manufacturier a légèrement augmenté, tandis que celle des services a diminué. Les données d'entrées-sorties d'Eurostat n'étant pas encore disponibles pour 2020, nous utilisons plutôt le ratio des importations hors zone euro au niveau sectoriel rapportées à la valeur ajoutée dans les principaux secteurs comme approximation des intensités en importations respectives afin d'évaluer l'impact potentiel de la pandémie jusqu'au troisième trimestre 2020 ⁴⁴.

⁴⁴ Il y aura davantage d'informations sur l'évolution des intensités en importations lorsque les tableaux d'entrées-sorties d'Eurostat pour 2020 seront publiés, probablement à l'été 2021.

Ces données montrent de façon intéressante que, globalement durant la pandémie, c'est-à-dire en tenant compte du rebond au troisième trimestre, le secteur manufacturier a enregistré une importante perte de valeur ajoutée à la suite du choc d'offre résultant des confinements généralisés, tandis que la diminution des importations a été moins prononcée. Cela implique que l'intensité en importations a augmenté dans le secteur manufacturier (cf. graphique B, partie b). Dans le secteur des services, en revanche, la perte globale d'importations hors zone euro a été supérieure à la perte de valeur ajoutée, le tourisme et les voyages ⁴⁵ ayant eu un impact particulièrement défavorable sur les importations. Comme le secteur manufacturier représente une part beaucoup plus importante que les services du contenu en importations des différentes composantes de la dépense, les intensités en importations ont globalement augmenté durant les trois premiers trimestres de 2020. Toutefois, cette augmentation potentielle du contenu en importations n'aurait pas d'incidence significative sur le résultat de la ventilation du PIB corrigée des importations par rapport à la ventilation ressortant de la partie b du graphique A.

Pour conclure, l'utilisation des intensités en importations afin de distinguer les contributions d'origine interne des contributions extérieures à la croissance dans la zone euro laisse penser que, au cours des trois premiers trimestres de 2020, la contribution extérieure a été plus importante en termes absolus que ne le suggère la ventilation traditionnelle, tandis que la demande intérieure a joué un moins grand rôle. Selon une approximation calculée à partir de données récentes prenant en compte les contributions du secteur manufacturier et des services durant la pandémie, les intensités en importations pourraient avoir globalement augmenté durant la crise. Toutefois, cette modification du contenu en importations n'aurait pas d'impact significatif sur la ventilation corrigée des importations.

⁴⁵ Cf. l'encadré intitulé « [Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020, et l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19

Vanessa Gunnella, Georgi Krustev et Tobias Schuler

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a été marquée par une diminution brusque et importante de la mobilité, qui a entraîné un effondrement du tourisme, des échanges de services de voyage et de la consommation des non-résidents. Les confinements et les mesures de distanciation sociale ont entraîné de fortes baisses de la consommation habituellement stable de services. Le présent encadré fait le point sur les évolutions du secteur du tourisme, analyse en quoi l'incidence de ces évolutions sur la consommation a varié d'un pays à l'autre et examine les perspectives à court terme de reprise du tourisme et des voyages.

La forte baisse du tourisme et des voyages, qui reflète les restrictions et les incertitudes liées à la circulation transfrontière des personnes (par exemple en raison de mesures de quarantaine), a entraîné un effondrement de la consommation des non-résidents. Les effets de cet effondrement peuvent être observés en examinant la différence entre la consommation domestique et la consommation nationale (cf. partie a du graphique A). La consommation domestique inclut celle des non-résidents, tandis que la consommation nationale ne prend en compte que celle des résidents ⁴⁶. Par exemple, en Italie et en Espagne, la consommation domestique des non-résidents a chuté de plus de 90 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020, et des baisses similaires ont été enregistrées dans les dépenses de consommation à l'étranger des résidents de ces pays, nettement plus fortes que la baisse de la consommation nationale.

En raison de la diminution des voyages transfrontières, les écarts de consommation (l'excédent de la consommation domestique par rapport à la consommation nationale résultant des dépenses nettes des non-résidents), ont été presque comblés au deuxième trimestre 2020 (cf. partie b du graphique A) ⁴⁷. En d'autres termes, le tourisme a agi comme un canal d'amplification des chocs pendant la pandémie de COVID-19 dans les pays exportateurs nets de services de voyage (c'est-à-dire les pays qui reçoivent beaucoup de touristes, comme l'Espagne, la Grèce et le Portugal), dans la mesure où ils ont connu une forte contraction de la consommation privée intérieure, et aussi comme un canal d'amortissement des chocs dans les pays importateurs nets de services de voyage (comme l'Allemagne) ⁴⁸. Plus précisément, dans le cas des

⁴⁶ Le concept national de dépenses de consommation privée (DCP) rend compte des dépenses de consommation privée des résidents d'un pays, que ces dépenses aient lieu dans le pays ou à l'étranger. Les DCP nationales sont le concept utilisé pour déclarer la consommation privée totale des ménages du côté des dépenses du PIB dans les comptes nationaux. Les DCP domestiques augmentent le concept de DCP nationales du solde net des dépenses effectuées dans le pays par les résidents étrangers et des dépenses réalisées par les résidents du pays à l'étranger. Pour de plus amples informations sur les différences entre ces concepts, cf. l'encadré 1 de l'article intitulé « [La consommation de biens durables dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

⁴⁷ Les écarts de consommation tels que définis dans le présent encadré – c'est-à-dire la différence entre les DCP domestiques et les DCP nationales – incluent, outre les dépenses touristiques, d'autres échanges transfrontières de services, tels que les dépenses d'éducation et de santé.

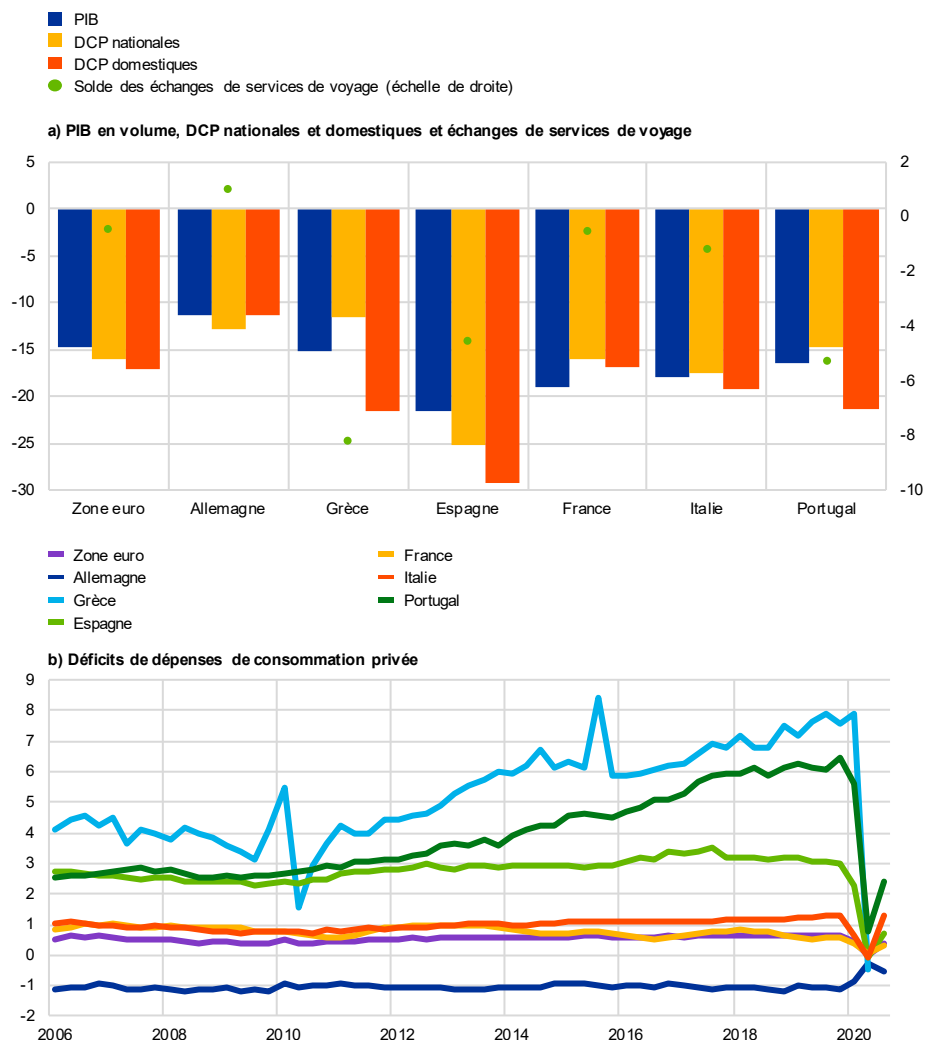
⁴⁸ Pour plus de détail sur les voyages et le tourisme dans le cadre des échanges de services dans la zone euro, cf. l'encadré intitulé « [Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

créanciers nets de services de voyage, l'effondrement des dépenses de consommation des non-résidents a entraîné une baisse de la consommation domestique plus importante que celle de la consommation nationale, alors que c'est le contraire qui s'est produit dans les pays qui étaient débiteurs nets de services de voyage avant le début de la pandémie de COVID-19. Cette tendance se reflète également dans la forte détérioration du solde des échanges de services de voyage des pays exportateurs nets de services de voyage et dans l'amélioration du solde des importateurs nets (cf. partie a du graphique A). Les données disponibles pour le troisième trimestre 2020 montrent un retour partiel et incomplet des écarts de consommation aux niveaux observés avant la pandémie.

Graphique A

Dépenses de consommation privée (DCP) nationales et domestiques et échanges de services de voyage

(partie a : variations annuelles en pourcentage (échelle de gauche) et en part du PIB (échelle de droite) au deuxième trimestre 2020 ;
partie b : part du PIB)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Zone euro représente l'agrégat de la zone euro. Dans la partie a, le solde des échanges de services de voyage est présenté en part du PIB. Dans la partie b, les écarts de DCP sont calculés comme la différence entre DCP domestiques et DCP nationales, qui correspond au solde net entre les dépenses effectuées dans le pays par les résidents étrangers et les dépenses réalisées par les résidents du pays à l'étranger. Dans la partie b, les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2020, à l'exception de la Grèce. Pour la zone euro, le troisième trimestre 2020 a été estimé sur la base d'informations partiellement disponibles pour les pays de la zone euro, qui ne comprennent pas de données pour la Grèce et le Luxembourg.

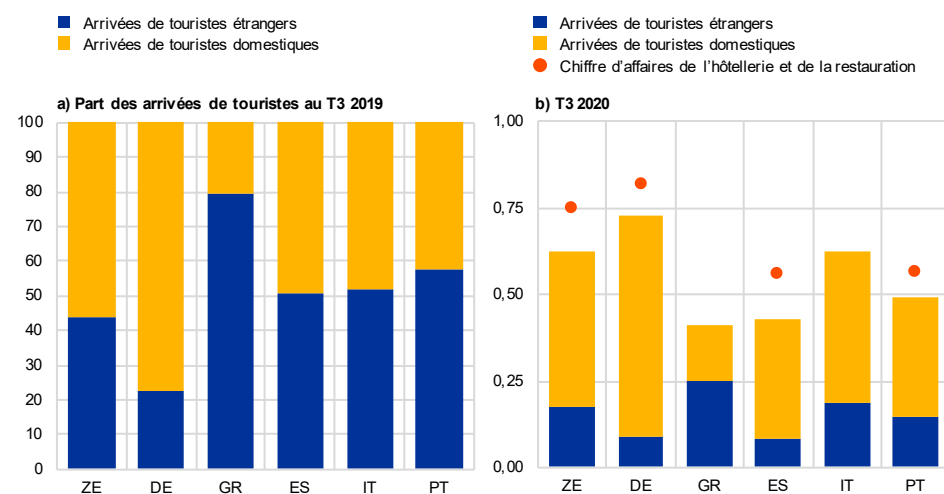
En dépit d'un rebond partiel, les données montrent que le secteur du tourisme à l'étranger est resté déprimé au troisième trimestre 2020. Les données sur les arrivées de touristes ont continué de faire état de chiffres très faibles pour les arrivées étrangères par rapport à la situation antérieure à l'apparition de la COVID-19 (cf. partie b du graphique B). En revanche, le tourisme domestique est resté relativement résilient et a pu compenser partiellement la perte de tourisme étranger, même s'il est resté inférieur aux niveaux de 2019. Pendant l'été, les destinations proches étaient plus demandées et plusieurs gouvernements ont lancé

des initiatives promotionnelles ⁴⁹. Toutefois, les dernières données disponibles font état d'une reprise fragile et incomplète. Dans la zone euro, les arrivées de touristes ont été inférieures à deux tiers de celles observées un an auparavant. Le tourisme dans les pays qui dépendent des arrivées de touristes étrangers, comme la Grèce et le Portugal (cf. partie a du graphique B), reste nettement inférieur aux niveaux normaux. De même, le chiffre d'affaires dans la restauration, et dans une moindre mesure dans l'hôtellerie, s'est redressé, mais est demeuré à de très bas niveaux, soutenu par les touristes nationaux et locaux.

Graphique B

Arrivées de touristes et chiffre d'affaires des services

(partie a : pourcentage du total ; partie b : ratio par rapport au même trimestre de l'année précédente)



Source : Eurostat.

Notes : En raison de la disponibilité des données, les ratios d'arrivée de touristes se rapportent à août et septembre pour la Grèce. Les ratios de chiffre d'affaires de l'hôtellerie et de la restauration ne sont pas disponibles pour la Grèce ni pour l'Italie.

Depuis octobre 2020, avec la réapparition généralisée des cas de COVID-19, la plupart des pays de la zone euro ont imposé de nouvelles restrictions.

Les visiteurs sont actuellement soumis à un test ou à une quarantaine dans la plupart des pays, et l'entrée de visiteurs en provenance de pays n'appartenant pas à l'UE n'est autorisée que pour les pays considérés comme sûrs ⁵⁰. Dans la plupart des pays de la zone euro, les gouvernements ont réimposé un couvre-feu et fermé les attractions touristiques et les lieux de loisirs tels que les musées, les théâtres, les bars et les restaurants. En raison de la réintroduction de restrictions aux déplacements depuis octobre, le remplacement du tourisme étranger par le tourisme domestique continuera probablement d'influer à court terme sur la dynamique des services touristiques. Les dernières restrictions pourraient aussi modifier les

⁴⁹ Des incitations financières ont été introduites en Italie et en Grèce pour promouvoir le tourisme domestique, tandis que d'autres gouvernements ont lancé des campagnes de publicité. Cf. Organisation mondiale du tourisme, « *Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities* », Note d'information de l'OMT – Tourisme et COVID-19, n° 3, Madrid, septembre 2020.

⁵⁰ Le Conseil de l'Union européenne a publié, à titre indicatif, une liste de pays non membres de l'UE sans risque épidémiologique. Cette liste est régulièrement révisée et mise à jour, s'il y a lieu. De nombreux pays de la zone euro ont levé les restrictions imposées aux pays figurant sur cette liste.

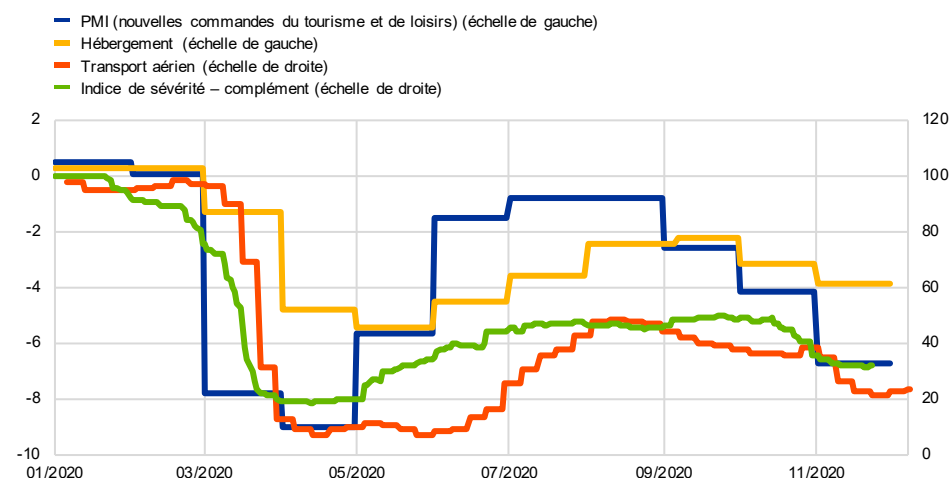
conséquences géographiques de la crise pour le secteur, dans la mesure où les destinations touristiques hivernales seront plus durement touchées cette fois-ci.

Les indicateurs prospectifs font état d'une nouvelle détérioration du secteur du tourisme à mesure de la réintroduction de restrictions (cf. graphique C).

En raison des interdictions de se déplacer, des restrictions et des nouvelles mesures de confinement (représentées par la courbe verte), les voyages ont diminué après l'été et les effets de confiance pèsent fortement sur les réservations. Cela est illustré par une inversion du redressement des capacités de vol (courbe rouge) dans l'ensemble des pays de la zone euro. Selon les données les plus récentes, les capacités de vol sont actuellement de l'ordre de 25 % des niveaux d'avant la COVID-19. Des indicateurs prospectifs, tels que l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux nouvelles commandes dans les secteurs du tourisme et des loisirs, ont de nouveau fléchi en novembre, continuant de faire état d'une contraction. La confiance dans le secteur de l'hébergement reste également déprimée et bien inférieure à sa moyenne historique, comme le montre l'indicateur de confiance correspondant de la Commission européenne.

Graphique C Évolutions récentes du tourisme

(échelle de gauche: indice standardisé ; échelle de droite : en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Sources : Markit, Haver, Commission européenne, OAG, Eurostat et Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Notes : Le PMI se rapporte à l'UE. L'hébergement est mesuré par l'indicateur de confiance européen. Les données relatives au transport aérien ne concernent que l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. L'indice de sévérité est une moyenne des pays de la zone euro pondérée par la part des arrivées de touristes en 2019. Des compléments (à la valeur 100, où 100 correspond à la sévérité maximale) de l'indice de sévérité sont déclarés de telle sorte qu'une augmentation de la série corresponde à un assouplissement et une diminution à une plus grande sévérité.

Les effets à long terme de la pandémie : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises

Eduardo Maqui et Richard Morris

Le présent encadré résume les conclusions d'une enquête *ad hoc* réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises de la zone euro, qui examine les effets à long terme de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur l'économie.

La pandémie de COVID-19 a provoqué le plus fort recul à court terme de l'activité économique depuis des siècles, mais elle a également entraîné des changements dans la manière dont les entreprises exercent leur activité ainsi que dans le comportement des ménages, et certains de ces changements survivront probablement à la crise actuelle. Ils pourraient alors influencer durablement sur des agrégats tels que la production, l'emploi et les prix – et sur la relation entre ces agrégats ⁵¹.

L'objet principal de cette enquête était d'identifier la manière dont de grandes entreprises de la zone euro perçoivent l'impact à long terme de la pandémie de COVID-19 sur leur activité. Pour les besoins de l'enquête, nous définissons la notion de long terme comme « une nouvelle normalité lorsque – par exemple – l'élaboration d'un vaccin et/ou d'un traitement plus efficace préservera l'économie de perturbations significatives et/ou d'un changement brutal en raison du virus ou des mesures nécessaires pour le contenir ». L'enquête a été divisée en trois parties. Dans la première partie, il a été demandé aux entreprises participantes de citer les éventuels effets à long terme que la pandémie de COVID-19 pourrait avoir sur leur activité, du point de vue par exemple de l'organisation de leur activité ou des marchés sur lesquels elles opèrent. Dans la deuxième partie, il leur a été demandé d'indiquer si elles approuvaient ou désapprouvaient une série d'énoncés relatifs aux hypothèses de « nouvelle normalité » liée à la pandémie. La troisième partie interrogeait sur l'impact à long terme attendu sur des agrégats tels que les ventes, l'emploi et les prix. Des réponses ont été obtenues de 72 grandes sociétés non financières, réparties à respectivement 60 % et 40 % environ entre le secteur industriel et les services. Dans l'interprétation de ces résultats, il convient de garder à l'esprit que, du fait de leur taille et de la distribution de leurs activités, ces entreprises sont très probablement mieux placées que d'autres sociétés pour relever les défis posés par la pandémie.

Le recours accru au travail à distance et l'accélération de la digitalisation ont été les effets d'offre à long terme de la pandémie les plus fréquemment cités.

Il a été demandé aux entreprises participant à l'enquête d'expliquer brièvement, par ordre d'importance, jusqu'à trois façons dont la pandémie aurait un impact à long terme sur leur activité, par exemple du point de vue de l'organisation de leur activité ou des marchés sur lesquels elles opèrent. Le graphique A synthétise les réponses

⁵¹ Pour une étude récente des effets à long terme des pandémies passées et une comparaison avec les périodes de guerre, cf. Jordà (Ö.), Singh (S.R.) et Taylor (A.M.), « *The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics* », Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n° 9, 2020.

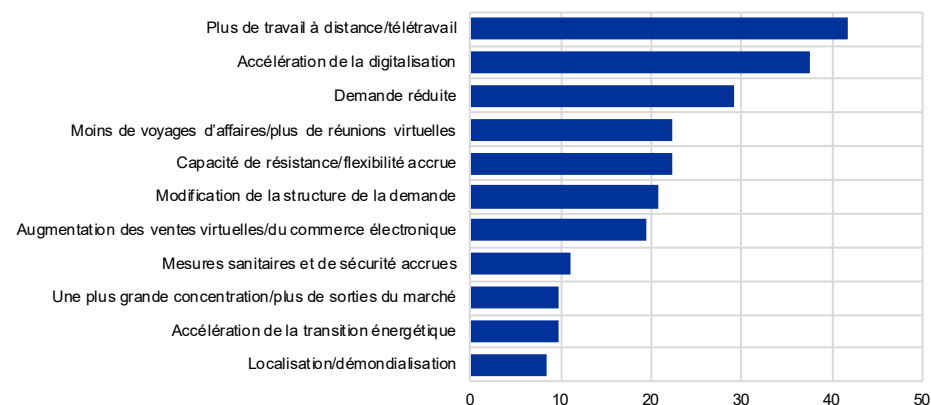
reçues à cette question ouverte. Plus de 40 % des entreprises participantes ont cité le recours accru au télétravail, et presque autant ont déclaré que la pandémie les avait incitées à accélérer l'adoption de technologies numériques, qui modifieront durablement leur manière d'exercer leur activité. Environ un cinquième des entreprises participantes ont cité une réduction durable des voyages d'affaires et/ou une augmentation des réunions virtuelles, et une proportion similaire ont signalé un accroissement du commerce électronique ou – dans les compartiments entreprise à entreprise – les « ventes virtuelles ». Environ un cinquième des entreprises participantes ont souligné le fait que les mesures prises en réponse à la pandémie accroîtraient la capacité de résistance et/ou la flexibilité de leur activité sur le long terme.

Une part significative d'entreprises participantes considère la demande réduite et/ou les modifications de la structure de la demande comme étant particulièrement préoccupantes. Près de 30 % ont cité la baisse de la demande pour leurs produits ou services comme étant l'une des principales conséquences à long terme de la pandémie sur leur activité, et plus de 20 % ont fait état de changements durables dans la structure de la demande. Cela semble refléter, dans une large mesure, l'opinion selon laquelle certains changements dans les habitudes de vie et de travail du fait de la pandémie, en particulier la part accrue de l'activité des entreprises et de la consommation s'effectuant en ligne et la diminution en conséquence des voyages, vont s'ancrer dans les comportements.

Graphique A

Principaux effets à long terme de la pandémie cités par de grandes entreprises

(en pourcentage des entreprises participantes)



Notes : La question de l'enquête posée aux entreprises participantes était formulée ainsi : « Quels effets à long terme, le cas échéant, pensez-vous que la pandémie de COVID-19 aura sur votre activité (du point de vue, par exemple, de l'organisation de votre activité ou des marchés sur lesquels vous intervenez) ? Énumérez jusqu'à trois effets par ordre d'importance ». Les réponses ont ensuite été regroupées par catégorie.

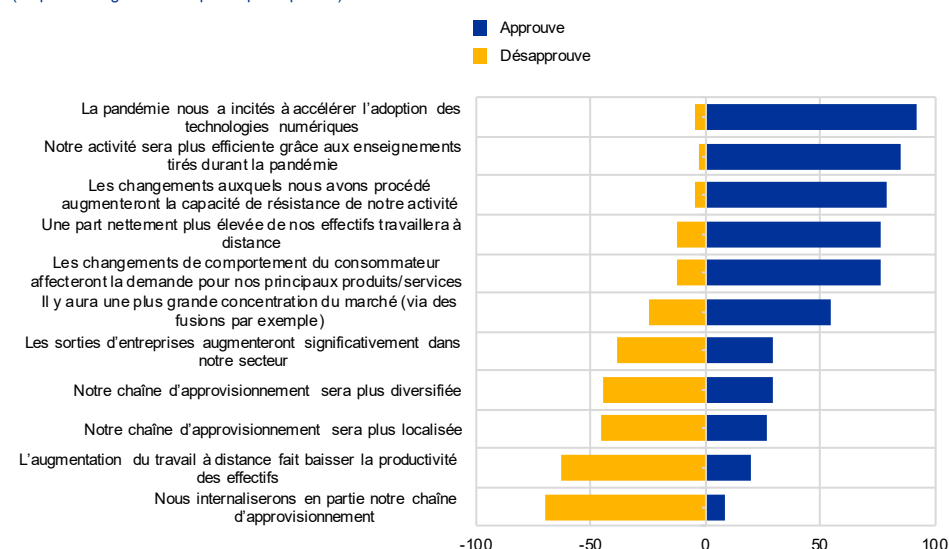
Plus des trois quarts des entreprises participantes ont estimé que leur activité serait plus efficiente et plus résistante à la suite de la pandémie. Le graphique B synthétise les réponses des entreprises participantes à la question leur demandant d'approuver ou de désapprouver une série d'énoncés destinés à tester certaines hypothèses relatives à la « nouvelle normalité » résultant de la pandémie. Plus de 75 % sont d'accord avec le fait que les enseignements tirés durant la pandémie rendraient leur activité plus efficiente et que les changements intervenus

renforceraient leur capacité de résistance. Neuf entreprises sur dix ont confirmé qu'elles avaient accéléré l'adoption des technologies numériques et/ou de l'automatisation, et plus des trois quarts ont reconnu qu'une part nettement plus élevée de leurs effectifs continuerait à travailler à distance. Près de 60 % ont répondu par la négative à la question leur demandant si l'augmentation du travail à distance réduirait leur productivité, contre seulement 20 % d'accord avec cet énoncé. À cet égard, alors que la baisse d'interaction informelle, personnelle est considérée comme un inconvénient, de nombreux avantages sont également perçus, notamment une moindre perte de temps dans les transports entre maison et lieu de travail, la possibilité de mieux concilier vie personnelle et engagements professionnels, et une connectivité accrue ⁵².

Graphique B

Hypothèses test relatives aux effets à long terme de la pandémie

(en pourcentage des entreprises participantes)



Notes : La question de l'enquête posée aux entreprises participantes était formulée ainsi : « Veuillez indiquer si vous êtes d'accord ou non avec les énoncés suivants concernant les effets à long terme de la pandémie de COVID-19 ». Les entreprises participantes avaient le choix entre a) d'accord, b) pas d'accord ou c) pas d'opinion ou non concerné. Dans le graphique, un score de 1 est attribué à la réponse « d'accord » et un score de -1 à la réponse « pas d'accord ».

Il a été jugé que la pandémie modifierait le comportement des consommateurs sur le long terme et qu'elle pourrait aboutir à une concentration accrue du marché, mais qu'elle aurait un impact beaucoup moins grand sur les chaînes d'approvisionnement. Les trois quarts des entreprises participantes ont reconnu que les modifications du comportement des consommateurs résultant de la pandémie affecteraient la demande pour leur produit ou service principal sur le long terme. Plus de la moitié considèrent qu'il y aurait une concentration accrue du marché dans leur secteur (contre un quart en désaccord avec cette affirmation), et que les fusions joueraient probablement un plus grand rôle que les sorties d'entreprises. À la question concernant l'effet à long terme de la pandémie sur les

⁵² Il a été souligné, par exemple, qu'en raison du travail à distance, les collaborateurs étaient désormais joignables pratiquement en permanence, ce qui n'était pas le cas par le passé en raison des déplacements entre la maison et le lieu de travail ou des voyages d'affaires. Il a également été fait remarquer que certaines fonctions, telles que les ventes, étaient devenues beaucoup plus productives lorsqu'elles étaient réalisées virtuellement.

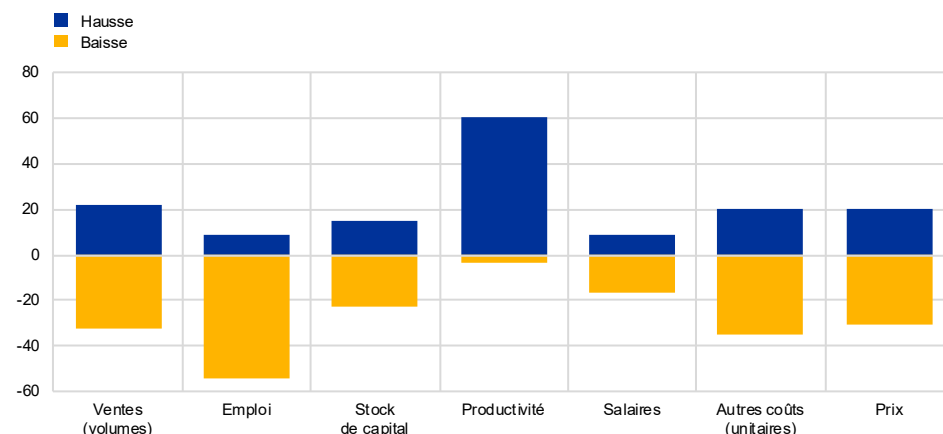
chaînes d'approvisionnement, parmi les entreprises concernées, une majorité a déclaré qu'elles n'envisageaient pas une plus grande diversification ou localisation de leur chaîne d'approvisionnement, la très grande majorité considérant que leur activité ne chercherait pas à internaliser une plus grande partie de la chaîne d'approvisionnement.

La plupart des entreprises participantes ont considéré que la pandémie aurait une incidence positive à long terme sur la productivité mais un impact négatif sur l'emploi. À la question d'évaluer l'effet global à long terme sur une sélection d'agrégats, 60 % des entreprises interrogées ont répondu que la productivité de leur activité ou de leur secteur augmenterait et pratiquement aucune n'envisageait de baisse de la productivité comme conséquence à long terme de la pandémie. À l'inverse, 55 % des entreprises anticipent un impact négatif à long terme sur l'emploi, contre 10 % environ prévoyant un impact positif. Cela semblerait refléter le fait que les entreprises ont appris à maintenir leur production en dépit des restrictions pesant sur le facteur travail du fait de la distanciation sociale et qu'elles ont identifié des gains d'efficacité liés à cette situation. Dans le même temps, les entreprises sont relativement peu nombreuses à considérer que la pandémie aura un effet à long terme sur leur stock de capital. L'effet à long terme anticipé de la pandémie sur les ventes (volumes), les prix et les coûts est légèrement négatif, au total, mais la plupart des entreprises participantes ont indiqué qu'elles n'anticipaient aucun effet à long terme – ou n'étaient pas certaines qu'il y en aurait.

Graphique C

Effet à long terme de la pandémie attendu par les entreprises sur leurs agrégats

(en pourcentage des entreprises participantes)



Notes : La question de l'enquête posée aux entreprises participantes était formulée ainsi : « Concernant plus particulièrement votre activité/secteur, comment évalueriez-vous globalement les effets à long terme de la pandémie de COVID-19 sur les agrégats suivants ? » Les entreprises participantes avaient le choix entre a) hausse, b) baisse, c) pas de changement et d) ne sait pas. Dans le graphique, un score de 1 est attribué à la réponse « hausse » et un score de -1 à la réponse « baisse ».

L'évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ?

Gerrit Koester, Nicola Benatti et Aurelian Vlad

La conjonction des conséquences économiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et des mesures prises pour faire face à cette pandémie rend difficile l'interprétation des évolutions du marché du travail – notamment les évolutions des salaires. Par exemple, les changements importants observés ces derniers trimestres s'agissant du nombre d'heures travaillées, ainsi que l'application généralisée de dispositifs de chômage partiel et les problèmes liés à leur enregistrement statistique compliquent l'interprétation des indicateurs salariaux tels que la « rémunération horaire » ou la « rémunération par tête »⁵³. L'indicateur des taux de salaire négociés établi par la BCE rend compte des résultats des processus de négociations collectives et n'est pas directement affecté par ces facteurs spécifiques⁵⁴. Il a également tendance à être publié environ un mois plus tôt que les indicateurs salariaux établis à partir des comptes nationaux trimestriels. Il convient de noter, toutefois, que la pandémie a peut-être également eu une incidence sur les propriétés d'indicateur des salaires négociés, car elle a conduit à conclure moins d'accords salariaux que dans des circonstances normales. Le présent encadré examine le rôle que l'indicateur des taux de salaire négociés peut jouer dans l'évaluation et la prévision des évolutions salariales à l'heure actuelle.

Même si les données relatives aux salaires négociés sont disponibles plus rapidement, la croissance des salaires négociés ne réagit généralement qu'avec un certain décalage aux évolutions de la situation sur le marché du travail. Il faut généralement du temps pour que les évolutions du chômage reflétant les tensions sur le marché du travail se traduisent dans les négociations salariales. L'indicateur des taux de salaire négociés a donc tendance à réagir aux évolutions conjoncturelles du marché du travail avec un décalage de plusieurs trimestres (cf. graphique A). Cette situation résulte des processus de négociation dans les grands pays de la zone euro (qui se déroulent essentiellement au niveau sectoriel, avec des dates de début et des durées différentes), qui fixent souvent les salaires pour des périodes supérieures à un an. En phase avec cette caractéristique institutionnelle, les évolutions récentes de la croissance des salaires négociés ne montrent pas que les bouleversements du marché du travail liés à la pandémie ont eu un impact majeur jusqu'à présent. Même si la croissance annuelle a diminué pour s'établir à 1,9 %, 1,7 % et 1,6 % au premier, deuxième et troisième trimestres 2020,

⁵³ Ces questions ont été examinées dans des numéros précédents du *Bulletin économique* de la BCE. 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 et l'encadré intitulé « Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19 » dans l'article intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

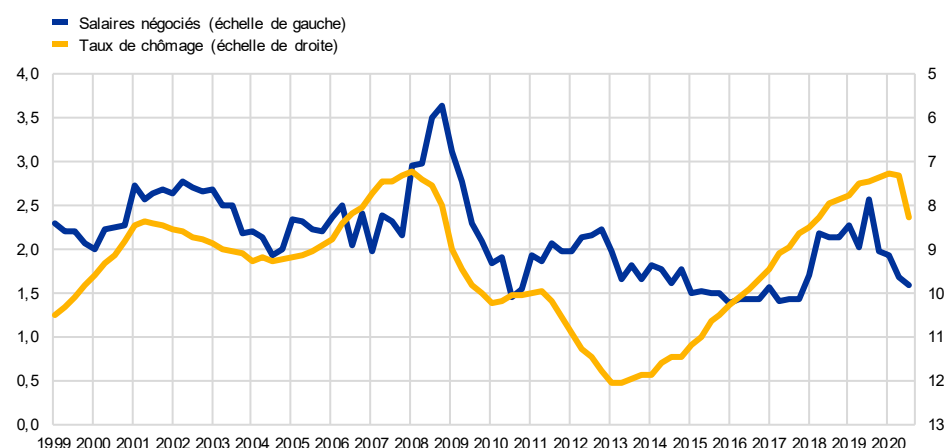
⁵⁴ Depuis 2001, la BCE établit l'indicateur des taux de salaire négociés à partir de données par pays non harmonisées afin de disposer d'un indicateur des éventuelles tensions salariales. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Monitoring wage developments: an indicator of negotiated wages](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, septembre 2002.

respectivement, cela reflète en partie des effets de base – ce qui signifie que, par exemple, la faiblesse du résultat pour le troisième trimestre 2020 est en partie liée à l'incidence haussière du troisième trimestre 2019 associée aux paiements spéciaux intervenus en Allemagne à cette époque ⁵⁵.

Graphique A

Évolutions de la croissance des salaires négociés et du taux de chômage

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020. L'échelle de droite est inversée.

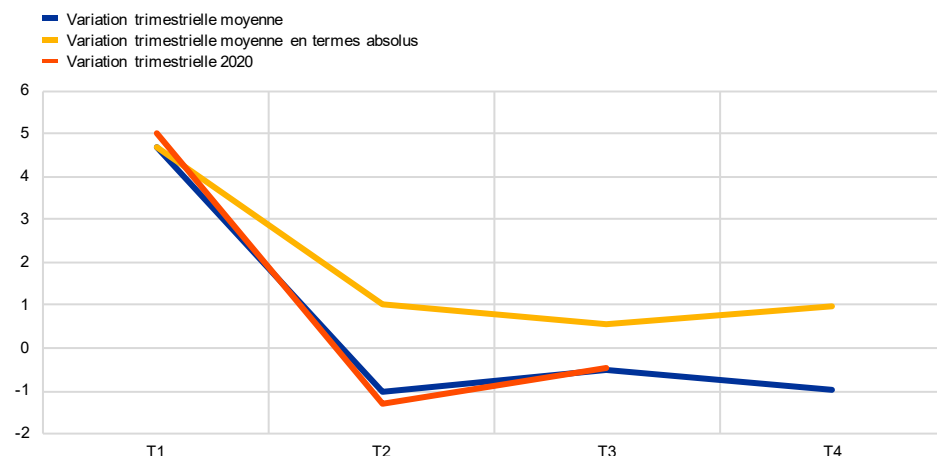
Les accords salariaux conclus avant le début de la pandémie continuent de jouer un rôle prépondérant dans les dernières évolutions de l'indicateur des taux de salaire négociés. Les variations trimestrielles de l'indicateur montrent que la dynamique des salaires négociés en 2020 a été jusqu'à présent très conforme au profil observé en moyenne depuis 1999 (cf. graphique B). Les modifications des salaires négociés ont tendance à se produire principalement au premier trimestre de chaque année. Cela vaut à la fois pour les variations moyennes de l'indicateur des taux de salaire négociés et pour les variations moyennes en termes absolus. Le fait que les variations moyennes en termes absolus de l'indicateur des salaires négociés, qui reflètent le montant moyen absolu des augmentations et des baisses, soient également concentrées au premier trimestre montre que les modifications des salaires négociés se produisent effectivement principalement au début de chaque année. Des données plus granulaires laissent penser que la quasi-totalité de l'augmentation des salaires négociés au premier trimestre 2020 était imputable aux hausses de salaires intervenues en janvier, c'est-à-dire avant que la pandémie ne frappe. Le rôle prédominant des accords salariaux au début de chaque année implique que les principaux effets de la pandémie sur les salaires négociés pourraient ne commencer à apparaître que début 2021, lorsqu'une grande partie des contrats salariaux doit être renégociée dans plusieurs pays de la zone euro.

⁵⁵ Pour plus de détails, cf. [Monthly Report](#), vol. 71, n° 11, Deutsche Bundesbank, novembre 2019, p. 8.

Graphique B

Profil saisonnier des variations des salaires négociés

(variations trimestrielles en pourcentage ; période analysée : 1999-2020, sauf indication contraire)



Sources : Estimations internes de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020. Les variations en termes absolus sont calculées en additionnant les montants absolus des augmentations et des diminutions.

À l'heure actuelle, certaines informations prospectives peuvent être intégrées dans le glissement conjoncturel des salaires.

Le glissement conjoncturel des salaires peut être calculé comme la différence entre les taux de croissance de la rémunération réelle, mesurés par les salaires et traitements bruts par tête, et les taux de croissance des salaires négociés ⁵⁶. En se fondant sur cette approche, le glissement conjoncturel des salaires négatif au cours des trois premiers trimestres 2020 (cf. graphique C) rend compte du fait que la masse salariale effective des entreprises a généralement été plus faible en raison des mesures de soutien mises en place par les États et de la diminution du nombre de primes et de promotions, entre autres facteurs. Toutefois, ce calcul du glissement conjoncturel des salaires est inévitablement affecté par des changements dans la composition de l'emploi et dans le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée – et ces changements sont très importants à l'heure actuelle. La composition de l'emploi a probablement changé, dans la mesure où la pandémie a causé des pertes d'emplois dans le secteur des services en particulier, où les emplois sont relativement moins bien rémunérés, augmentant ainsi mécaniquement le salaire moyen et compensant en partie les effets par ailleurs négatifs sur le glissement conjoncturel des salaires en termes agrégés ⁵⁷. Le glissement conjoncturel des salaires signale la pression à la baisse qui pourrait s'exercer sur les salaires négociés si la situation sur le marché du travail se détériorait, les salariés qui travaillent actuellement avec des horaires réduits se retrouvant alors au chômage.

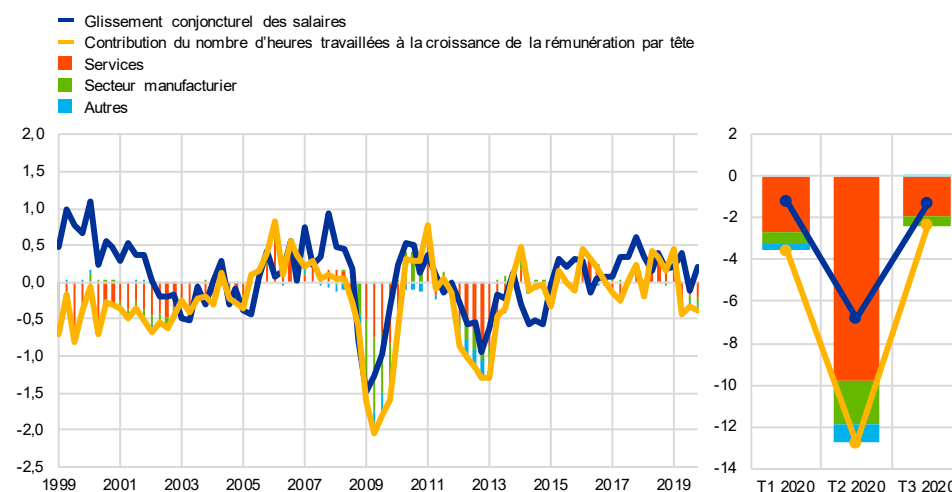
⁵⁶ Cela signifie que la croissance totale des salaires, telle que mesurée par la rémunération par tête, peut être ventilée entre la croissance des salaires négociés, le glissement conjoncturel des salaires et l'impact des variations des cotisations de sécurité sociale, ce dernier étant défini comme la différence entre le taux de croissance annuel de la rémunération par tête et le taux de croissance annuel des salaires et traitements bruts par tête.

⁵⁷ Pour plus de détails sur ces effets de composition, cf., par exemple, Crust (E.E.), Daly (M.C.) et Hobijn (B.), « *The Illusion of Wage Growth* », *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, août 2020, et l'article intitulé « *Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

Graphique C

Glissement conjoncturel des salaires et contribution du nombre d'heures travaillées à la croissance de la rémunération par tête

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020. « Autres » se rapporte à tous les autres secteurs. Les colonnes représentent la contribution des services, de l'industrie manufacturière et des autres secteurs à la contribution globale du nombre d'heures travaillées à la croissance de la rémunération par tête.

La croissance actuelle des salaires négociés continue d'être déterminée par des accords salariaux antérieurs à la pandémie, limitant sa valeur informative pour prédire la future croissance effective des salaires. Les principaux effets de la pandémie sur la croissance des salaires négociés ne seront probablement visibles qu'à partir de 2021, date à laquelle une part importante des contrats salariaux dans les pays de la zone euro doit être renégociée. Les évolutions du glissement conjoncturel des salaires, associées à des informations sur les heures travaillées et le chômage, peuvent donner des indications sur l'environnement dans lequel ces négociations se déroulent. La disponibilité de données plus granulaires, par exemple sur la croissance des salaires négociés dans différents secteurs, serait très utile pour analyser plus en détail l'évolution des salaires dans la zone euro.

Examen des projets de plans budgétaires pour 2021 en période de crise de la COVID-19

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Steffen Osterloh

Le 18 novembre 2020, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires nationaux des États de la zone euro pour 2021.

Contrairement aux années précédentes, et dans le contexte de la pandémie de coronavirus (COVID-19), l'évaluation de la Commission européenne a été de nature qualitative et ne s'est pas concentrée sur le respect des règles budgétaires chiffrées cette année. Cela s'explique par l'activation de la clause dérogatoire générale ⁵⁸, qui autorise les États membres à s'écarter des exigences d'ajustement du Pacte de stabilité et de croissance dans certaines situations spécifiques bien définies, telles qu'une grave récession économique affectant la zone euro ou l'ensemble de l'Union. À la place, l'examen de la Commission s'est fondé sur les recommandations budgétaires par pays adoptées par le Conseil le 20 juillet 2020 et sur les orientations qu'elle a publiées en septembre sous la forme de lettres adressées à tous les États membres, indiquant que la clause dérogatoire générale resterait active en 2021 afin d'assurer le soutien nécessaire des politiques budgétaires. La Commission a également précisé dans son évaluation que, lorsque les conditions économiques le permettront, les États membres devraient conduire des politiques budgétaires visant à parvenir à des positions budgétaires prudentes à moyen terme et à garantir la soutenabilité de la dette, tout en stimulant les investissements. Afin de concilier la nécessité de fournir une stabilisation macroéconomique avec la préservation de la soutenabilité budgétaire à moyen terme, la Commission a déclaré que les mesures de soutien devraient être ciblées et temporaires, car des mesures permanentes qui ne sont pas financées par des mesures compensatoires peuvent affecter la soutenabilité budgétaire à moyen terme.

Les projets de plans budgétaires suggèrent un glissement des dispositions d'urgence vers des mesures de redressement en 2021, mais ils ne reflètent pas encore complètement le soutien du fonds *Next Generation EU* (NGEU).

Selon la Commission européenne, les États membres ont pris d'importantes mesures budgétaires en réponse à la pandémie, lesquelles s'élèveraient à 4,2 % du PIB en 2020 et à 2,4 % du PIB en 2021. En 2020, les programmes budgétaires ont majoritairement consisté en des dispositions d'urgence visant à atténuer les effets immédiats de la crise, c'est-à-dire à faire face à la situation de santé publique et à limiter les séquelles économiques. D'après l'évaluation de la Commission, ces dispositions d'urgence ont représenté environ 80 % des programmes budgétaires adoptés en 2020 au niveau agrégé de la zone euro. À partir de 2021, les mesures liées à la fourniture d'aides urgentes devraient s'éteindre graduellement pour laisser la place à des mesures soutenant la reprise. L'examen par la Commission

⁵⁸ Cette clause a été introduite dans le cadre de la réforme « six-pack » du Pacte de stabilité et de croissance en 2011. Elle peut être activée en cas de circonstance inhabituelle indépendante de la volonté de l'État membre concerné et ayant un impact majeur sur la situation financière des administrations publiques, ou en période de grave récession économique affectant la zone euro ou l'ensemble de l'Union. Lorsqu'elle est invoquée, elle permet aux États membres de s'écarter temporairement de l'ajustement budgétaire requis dans le cadre tant du volet préventif que du volet correctif du Pacte, à condition que cela ne mette pas en péril la soutenabilité budgétaire à moyen terme.

européenne des projets de plans budgétaires donne à penser que les mesures de redressement, telles que des allègements de la fiscalité indirecte et un accroissement des investissements publics, devraient constituer plus de 60 % des mesures budgétaires en 2021. La mise en œuvre du plan NGEU, et plus particulièrement de la facilité pour la reprise et la résilience, qui en est le pilier central, devrait commencer en 2021. Cependant, compte tenu de l'état d'avancement des travaux préparatoires, surtout en ce qui concerne les plans nationaux pour la reprise et la résilience, seule une faible part des recettes et des dépenses liées à cette facilité est prise en considération dans les prévisions d'automne de la Commission européenne et dans certains des projets de plans budgétaires.

La Commission européenne a indiqué que les projets de plans budgétaires pour 2021 sont globalement conformes à la recommandation en matière de politique budgétaire adoptée par le Conseil, mais elle a mis en évidence des risques lorsque des mesures permanentes sont prévues. Elle a estimé que,

dans la majorité des pays de la zone euro, les mesures prévues pour 2021 sont (pour la plupart) temporaires. Seuls les plans de la France, de l'Italie, de la Lituanie ⁵⁹ et de la Slovaquie comportent des mesures qui ne semblent pas temporaires ni accompagnées de mesures de compensation. Pour la Belgique, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne, la Commission européenne a souligné que « compte tenu du niveau élevé qu'atteignait déjà leur dette publique [...], avec les importants défis que cela pose en matière de soutenabilité à moyen terme, il importe de veiller à ce que les mesures budgétaires de soutien adoptées préservent la viabilité des finances publiques à moyen terme ». Le contexte de grande incertitude rend l'évaluation des mesures délicate, d'autant plus que les mesures temporaires et les mesures plus structurelles ne peuvent pas toujours être distinguées, étant donné que les pays prennent des dispositions face à l'évolution par vagues de la crise.

L'évaluation de la Commission doit être considérée à la lumière de l'incidence significative et divergente que la gravité du choc provoqué par la COVID-19 ainsi que les mesures de soutien budgétaire exercent sur les finances publiques, mais également dans le contexte de la profonde incertitude

actuelle. En moyenne, quelque 30 % de la dégradation budgétaire prévue en 2020 devrait être annulée en 2021, avec des ratios de déficit restant supérieurs au seuil de 3 % du PIB dans l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception du Luxembourg et de Chypre (cf. graphique A). L'Espagne, la France, l'Italie et la Slovaquie afficheraient les déficits les plus importants, de plus de 7,5 % du PIB en 2021. À politique inchangée, les déficits demeureraient au-delà du seuil de 3 % dans treize États membres de la zone euro en 2022. De plus, de nombreux pays ayant abordé la crise avec des ratios de dette élevés, de quelque 100 % et plus, seraient les plus lourdement affectés par le choc de la COVID-19, en termes d'endettement croissant (cf. graphique B). Seuls cinq pays de la zone euro maintiendraient en 2022 leur ratio de dette en deçà de la valeur de référence de 60 % du PIB définie par le

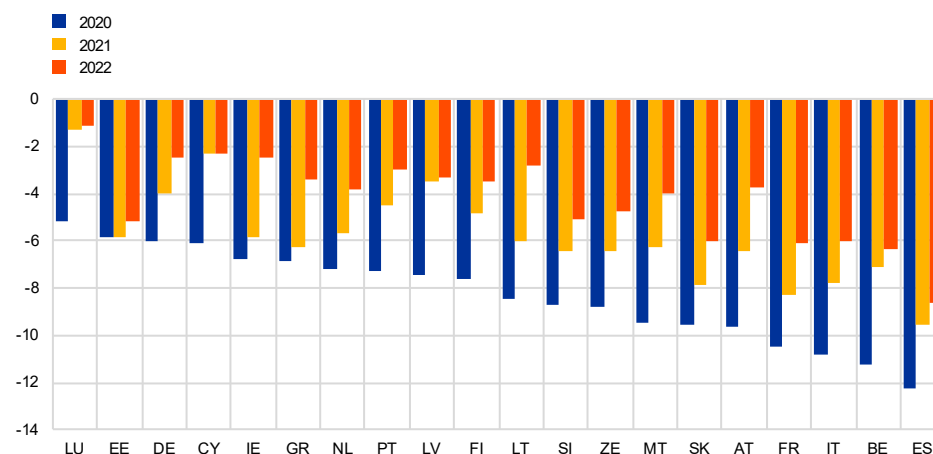
⁵⁹ La Lituanie a soumis un projet de plan budgétaire fondé sur un scénario de politique inchangée.

traité de Maastricht, à savoir l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg et Malte.

Graphique A

Soldes budgétaires des administrations publiques, 2020-2022

(en pourcentage du PIB)

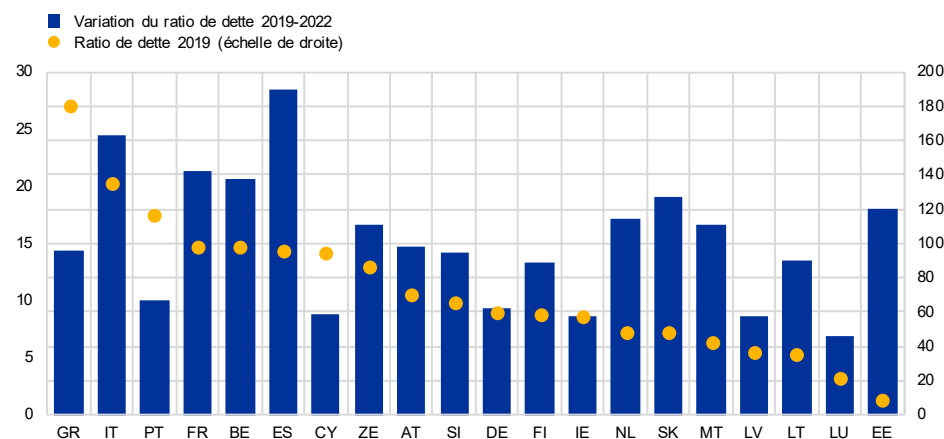


Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

Graphique B

Dettes brutes des administrations publiques, 2019-2022

(en pourcentage du PIB)



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

La Commission européenne n'envisage pas, à ce stade, de procéder à l'ouverture de procédures de déficit excessif en réaction à des infractions par rapport à la valeur de référence de 3 % du PIB et à la règle de la dette.

Actuellement, seule la Roumanie est soumise à une procédure de déficit excessif (PDE), depuis avril 2020. Dans son plan de novembre, la Commission a déclaré que, « compte tenu de l'incertitude exceptionnelle engendrée par la pandémie de COVID-19 et de ses répercussions hors normes sur le plan macroéconomique et budgétaire, notamment pour la conception d'une trajectoire crédible pour la politique budgétaire, ...il n'y avait pas lieu de décider de soumettre les États membres à la procédure concernant les déficits excessifs ». Suivant le même raisonnement,

la Commission a signalé qu'aucune décision portant sur des étapes supplémentaires de la PDE relative à la Roumanie – qui avait été lancée en avril 2020 sur la base du déficit budgétaire de 2019 – ne pouvait être prise à ce stade. Elle a néanmoins estimé qu'en Roumanie, « d'importants facteurs sous-jacents de la situation budgétaire, déjà présents avant le début de la pandémie en 2020, n'ont pas été modifiés ». La Commission réexaminera l'ouverture de PDE supplémentaires au printemps 2021, sur la base des données validées pour 2020 et de ses prévisions du printemps 2021.

Compte tenu de la contraction sensible de l'économie de la zone euro, une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée demeure essentielle jusqu'à ce qu'une reprise durable se soit installée, qui permette de reconstituer des positions budgétaires prudentes à moyen terme. Après une orientation budgétaire très expansive en 2020, les prévisions d'automne 2020 de la Commission européenne font état d'une sortie progressive des mesures d'urgence ; les aides budgétaires devraient toutefois rester significatives avec l'adoption de nouvelles mesures axées sur le soutien à la reprise. Aussi longtemps que l'urgence sanitaire persistera et que la reprise ne sera pas autonome, il importera de prolonger les mesures temporaires afin d'éviter des effets de rupture brutale. Cela étant, il est primordial que les mesures conservent un caractère rapide, temporaire et ciblé afin d'apporter le soutien budgétaire le plus efficace possible, tout en ne créant pas d'effets persistants sur les positions budgétaires dans la période post-COVID et en garantissant ainsi la soutenabilité budgétaire. Dès que les conditions épidémiologiques et économiques le permettront, l'attention devrait davantage se porter sur la conduite de politiques budgétaires visant à parvenir à des positions budgétaires prudentes à moyen terme, tout en stimulant les investissements. Le fonds NGEU offre, dans ce cadre, une opportunité de soutenir les investissements et de contribuer à une reprise durable.

Articles

1 Le mécanisme de change européen (MCE II), phase préparatoire en vue de l'adoption de l'euro – les cas de la Bulgarie et de la Croatie

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner et Tina Zumer

Au terme d'une feuille de route sur laquelle toutes les parties prenantes concernées de l'UE se sont accordées au cours des dernières années, le lev bulgare et la kuna croate ont été intégrés dans le mécanisme de change européen (MCE II) le 10 juillet 2020. Leur intégration constitue une étape majeure vers le futur élargissement de la zone euro, compte tenu du rôle important joué par le MCE II en tant que phase préparatoire pour l'adoption de l'euro. La participation au MCE II peut entraîner un changement de régime dans le pays concerné, c'est-à-dire qu'elle peut modifier les incitations économiques des investisseurs internationaux et locaux ainsi que celles des autorités nationales.

Nous montrons qu'un changement de régime est en effet intervenu dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) qui ont rejoint le mécanisme en 2004 et 2005. S'il est soutenu par des politiques économiques saines, ce changement peut avoir des conséquences positives, telles qu'une accélération du processus de convergence. À l'inverse, la mise en œuvre de mesures peu avisées peut contribuer à une accumulation de déséquilibres économiques. L'article examine également le MCE II d'un point de vue historique, passe en revue ses principales caractéristiques et procédures et explique la nouvelle feuille de route vers la participation au MCE II – et, en même temps, à l'union bancaire européenne – qui a été définie et mise en œuvre avec succès pour la Bulgarie et la Croatie.

La principale conclusion de cet article est que, pour profiter pleinement des avantages de l'intégration monétaire et garantir leur propre participation sans heurt au mécanisme, les pays doivent disposer de politiques, d'une gouvernance et d'institutions saines, leur permettant de faire face aux risques avec des mesures macroéconomiques, macroprudentielles, prudentielles et structurelles adéquates.

1 Introduction

Deux États membres de l'UE, la Bulgarie et la Croatie, ont rejoint le MCE II le 10 juillet 2020. Le processus a débuté en 2017 en suivant une feuille de route qui prenait en compte les enseignements tirés des expériences d'autres pays, l'avènement de l'union bancaire européenne et une évaluation attentive des forces et des vulnérabilités spécifiques à chaque pays ⁶⁰. La feuille de route a fait l'objet

⁶⁰ Cf. l'encadré intitulé « [Le lev bulgare et la kuna croate participent au mécanisme de change européen \(MCE II\)](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

d'un accord entre les autorités bulgares et croates et les parties au MCE II – les ministres des Finances des pays de la zone euro, la BCE, le ministre des Finances du Danemark et le gouverneur de la Danmarks Nationalbank ⁶¹. Ces parties prenantes ont pris leurs décisions au terme d'une procédure commune impliquant la Commission européenne et la consultation du Comité économique et financier dans son format « zone euro », appelé groupe de travail de l'Eurogroupe (*Eurogroup Working Group*, EWG).

L'intégration du lev bulgare et de la kuna croate dans le MCE II constitue une étape importante vers un nouvel élargissement de la zone euro. La Bulgarie et la Croatie devraient adopter l'euro une fois qu'elles auront respecté les exigences nécessaires (les critères de convergence de Maastricht), comme évalué dans les Rapports sur la convergence de la Commission européenne et de la BCE ⁶².

Pour la Bulgarie et la Croatie, le MCE II servira par conséquent non seulement de régime de change mais également de phase préparatoire pour l'adoption de l'euro. Le MCE II a deux objectifs principaux. Premièrement, servir de dispositif de gestion des taux de change entre les monnaies participantes, contribuant ainsi également au bon fonctionnement du marché unique européen en favorisant la stabilité des taux de change. Deuxièmement, faciliter l'évaluation de la convergence prévue par le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) s'agissant de l'adoption de l'euro par les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, à l'exception du Danemark, qui bénéficie d'un statut particulier ⁶³. Ainsi, le MCE II offre un banc d'essai avant l'adoption de l'euro, dans la mesure où les économies des États membres participants opèrent dans le cadre d'un régime de taux de change stables vis-à-vis de l'euro (test de marché) et où elles doivent renforcer encore leurs politiques macroéconomiques, macroprudentielles, prudentielles et structurelles (test sur les politiques menées), avec le soutien d'une gouvernance économique en constante évolution de la part de l'Union européenne.

Le présent article examine la participation du lev bulgare et de la kuna croate au MCE II, en se concentrant sur le rôle du mécanisme comme passerelle des monnaies domestiques vers l'euro. En particulier, la section 2 examine brièvement l'histoire et les principales caractéristiques et procédures du MCE II. En s'appuyant sur des données quantitatives, la section 3 soutient que le MCE II

⁶¹ Jusqu'au 10 juillet 2020, le Danemark était le seul État membre de l'UE n'appartenant pas à la zone euro qui participait au mécanisme. Depuis, les participants au MCE II incluent également la Bulgarie et la Croatie.

⁶² L'article 140 et le Protocole 13 du TFUE prévoient que l'adoption de l'euro par un État membre donné est soumise au respect de plusieurs critères de convergence économique et juridique (critères de Maastricht). Dans leurs Rapports sur la convergence bisannuels, la BCE et la Commission européenne examinent a) si les pays concernés ont atteint un degré élevé de convergence économique durable, b) si les législations nationales sont compatibles avec le Traité et les Statuts du Système européen de banques centrales et de la BCE, et c) la conformité aux obligations statutaires auxquelles les banques centrales nationales concernées doivent satisfaire pour faire partie intégrante de l'Eurosystème.

⁶³ S'agissant de la stabilité du taux de change, la BCE et la Commission européenne examinent si le pays a participé au MCE II pendant une période d'au moins deux ans sans que des tensions graves soient observées sur les marges normales de fluctuation du mécanisme de change. En particulier, cela signifie que le pays ne doit pas dévaluer de sa propre initiative le taux central bilatéral de sa monnaie par rapport à l'euro pendant cette période. Le Protocole 16 du TFUE accorde une dérogation au Danemark concernant la participation à la phase III de l'UEM. Le Danemark est par conséquent le seul État membre de l'UE n'appartenant pas à la zone euro qui participe au MCE II sans avoir pour objectif l'adoption de l'euro.

peut conduire à un changement de régime dans les pays participants en vue de l'adoption de l'euro. La section 4 explique la feuille de route vers la participation au MCE II, qui avait été définie et mise en œuvre pour la Bulgarie et la Croatie. Enfin, la section 5 conclut en soulignant le chemin qui reste à parcourir et les principaux défis auxquels la Bulgarie et la Croatie sont confrontées sur la voie de l'adoption de l'euro.

2 L'histoire et les principales caractéristiques et procédures du MCE II

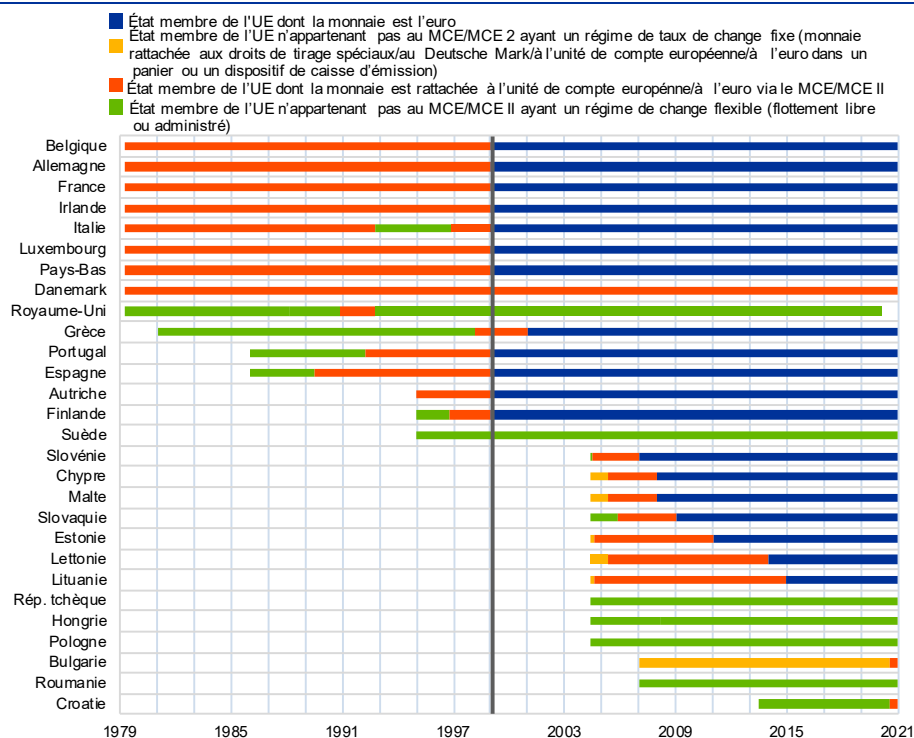
2.1 L'histoire

Avec l'introduction de l'euro le 1^{er} janvier 1999, le MCE II a remplacé le mécanisme de change d'origine, qui était l'une des composantes du Système monétaire européen (SME) en place depuis le 13 mars 1979 ⁶⁴. Le MCE d'origine, un élément essentiel du SME, avait pour objectif de réduire la variabilité des taux de change et de favoriser la stabilité monétaire entre les monnaies d'un groupe initial de huit États membres. Avec l'introduction de l'euro, la couronne danoise et la drachme grecque ont été intégrées dans le nouveau mécanisme, le MCE II. Après l'adoption de l'euro par la Grèce en 2001, le Danemark a été jusqu'en 2004 le seul État membre de l'UE n'appartenant pas à la zone euro participant au mécanisme (cf. graphique 1).

⁶⁴ De manière plus générale, le 1^{er} janvier 1999, le SME a été remplacé par la phase III de l'UEM.

Graphique 1

Régimes de change des États membres de l'UE depuis le début du Système monétaire européen



Source : BCE.

Notes :

1) Le MCE, qui était l'un des éléments du Système monétaire européen, est devenu opérationnel le 13 mars 1979 et a pris fin avec le début de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) le 1^{er} janvier 1999. Ce même jour, le MCE II a succédé au MCE.

2) La Belgique et le Luxembourg étaient réunis au sein d'une association monétaire jusqu'à l'adoption de l'euro en 1999.

3) Dans le MCE, la marge de fluctuation standard autour des cours pivots était fixée à $\pm 2,25\%$, sauf pour la lire italienne, la peseta espagnole, l'escudo portugais et la livre sterling britannique pour lesquels elle était de $\pm 6\%$. Du 8 janvier 1990 au 16 septembre 1992, la lire italienne se situait dans la marge de fluctuation étroite du MCE (auparavant, elle était dans la marge de fluctuation large).

4) En août 1993, la marge de fluctuation du MCE a été temporairement élargie à $\pm 15\%$ pour tous les participants au mécanisme.

5) En septembre 1992, la participation de la lire italienne et de la livre sterling britannique au MCE a été suspendue. La lire italienne a de nouveau participé pleinement au MCE en novembre 1996.

6) La Grèce a participé au MCE II sur la période 1999-2000 avec la nouvelle marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$. Le Danemark a conservé la marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$ aussi bien dans le MCE que dans le MCE II. Même si la marge nominale était la marge standard, presque tous les membres ultérieurs du MCE II se sont engagés unilatéralement à maintenir une marge de fluctuation effective plus étroite en rejoignant le MCE II. Ces engagements n'impliquent aucune obligation de la part des autres participants au MCE II.

7) La République tchèque a introduit un taux de change plancher unilatéral vis-à-vis de l'euro de novembre 2013 à avril 2017.

8) Le Royaume-Uni a quitté l'UE le 31 janvier 2020.

Le 1^{er} mai 2004, dix nouveaux États membres ont rejoint l'Union européenne et leurs banques centrales nationales (BCN) sont devenues parties à l'Accord sur le MCE II entre les banques centrales.

Le 28 juin 2004, peu de temps après l'élargissement de l'UE, la couronne estonienne, le litas lituanien et le tolar slovène ont été ajoutés au MCE II. Le 2 mai 2005, la livre chypriote, le lats letton et la lire maltaise ont rejoint le mécanisme, suivis par la couronne slovaque le 28 novembre 2005. Depuis lors, tous ces pays ont adopté l'euro après avoir « rempli leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire » (Article 140 du TFUE), qui incluaient de recevoir des évaluations positives relatives à la convergence de la part de la BCE et de la Commission européenne (cf. graphique 1).

2.2 Les principales caractéristiques

Le MCE II a été institué par la résolution du Conseil européen du 16 juin 1997 ⁶⁵, qui précisait que « L'euro sera au centre du nouveau mécanisme ». Les principales caractéristiques du MCE II sont les suivantes :

a) un cours pivot vis-à-vis de l'euro, b) une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ autour du cours pivot, c) des interventions lorsque les limites de la marge de fluctuation convenue sont atteintes, et d) l'apport de financements à très court terme par les banques centrales participantes. Les BCN participantes peuvent s'engager unilatéralement à maintenir des marges de fluctuation plus étroites que celles prévues par le MCE II (y compris des dispositifs de caisse d'émission), sans que cela n'implique d'obligation supplémentaire pour les autres BCN participantes ou la BCE ⁶⁶. Les interventions lorsque les limites de la marge de fluctuation sont atteintes sont en principe automatiques et illimitées, même si la BCE et les BCN participantes peuvent les suspendre à tout moment si elles sont en conflit avec l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix. Durant la participation au MCE II, des réajustements du cours pivot ou des ajustements de l'ampleur de la marge de fluctuation peuvent intervenir, par exemple si les taux de change d'équilibre varient au fil du temps. De telles évolutions peuvent intervenir non seulement durant un processus de convergence réelle, mais également dans le cas de changements importants de la compétitivité externe ou en présence de politiques économiques incohérentes.

2.3 Les principales procédures

Même si le MCE II est évoqué dans le Traité comme faisant partie intégrante des critères de convergence de Maastricht concernant le taux de change, les procédures et les accords relatifs au MCE II ne sont pas fondés sur le Traité, dans la mesure où ils sont de nature intergouvernementale.

Selon l'article 2.3 de la résolution du Conseil européen de 1997, les décisions relatives à la participation au MCE II – en particulier, la question de savoir si la monnaie d'un pays peut être intégrée dans le mécanisme avec un cours pivot et une marge de fluctuation donnés – sont prises d'un commun accord par les ministres des Finances des pays de la zone euro, la BCE et les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des États membres n'appartenant pas à la zone euro qui participent au MCE II à un moment donné. Les décisions sont prises au terme d'un processus comprenant la consultation du groupe de travail de l'Eurogroupe. La Commission européenne est également impliquée dans ce processus ; elle participe aux réunions afférentes, elle peut être chargée de missions particulières et elle est tenue informée par les parties au MCE II. La participation au MCE II étant une condition préalable à une éventuelle introduction de l'euro, tous les

⁶⁵ Résolution du Conseil européen sur l'établissement d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'union économique et monétaire, Amsterdam, 16 juin 1997 (JO C 236, 02.08.1997, p. 5).

⁶⁶ Même si les marges de fluctuation plus étroites sont en règle générale adoptées de manière unilatérale, c'est-à-dire sans imposer d'obligation supplémentaire aux autres BCN participantes ou à la BCE, elles peuvent faire l'objet d'un accord multilatéral dans le cas d'économies se trouvant à un stade suffisamment avancé de convergence économique, comme cela avait été le cas avec le Danemark.

États membres de l'UE bénéficiant d'une dérogation à l'obligation d'adopter l'euro, c'est-à-dire tous les États membres n'appartenant pas à la zone euro à l'exception du Danemark, devront rejoindre le mécanisme à un moment ou à un autre.

Dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, les décisions relatives à la participation au MCE II doivent être prises d'un commun accord sur la base d'une évaluation économique saine et complète réalisée par les parties concernées, et en consultation avec la Commission européenne, dans le cadre d'un échange de vues franc et approfondi. La nécessité d'un accord mutuel sur la participation au MCE II signifie qu'il doit y avoir un consensus sur le fait que l'État membre concerné poursuit des politiques efficaces orientées vers la stabilité en cohérence avec une participation harmonieuse au mécanisme. Toutes les parties prennent part à la recherche d'un consensus dans un esprit positif et les négociations se poursuivent jusqu'à ce qu'un accord acceptable par toutes les parties soit trouvé. Cela se reflète dans la position de principe sur le MCE II adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE en 2003, qui souligne la nécessité d'adopter une approche holistique et de procéder à une analyse exhaustive dans le cadre de l'évaluation économique ⁶⁷.

3 L'effet « changement de régime » du MCE II sur le comportement des investisseurs et des décideurs

3.1 Les motivations

Il n'est possible de tirer pleinement profit de l'adoption de l'euro que si des mesures appropriées sont en place, notamment au niveau national ⁶⁸.

Atteindre « un degré élevé de convergence durable » (Article 140 du TFUE) est la condition préalable la plus importante pour la réussite de l'adoption de l'euro. À cet effet, des politiques saines et un niveau adapté de qualité des institutions sont essentiels. Ces aspects sont par conséquent dûment pris en compte lors de l'évaluation du degré de préparation d'un État membre de l'UE n'appartenant pas à la zone euro pour participer au MCE II.

Cela est d'autant plus important que la participation au MCE II peut affecter les anticipations et les incitations économiques des investisseurs internationaux et locaux, ainsi que celles des autorités politiques locales, lors d'un changement de régime qui peut à son tour déclencher diverses dynamiques positives ou négatives. Les progrès réalisés dans le processus d'intégration monétaire, ainsi que la perspective d'adopter l'euro, peuvent améliorer le sentiment des investisseurs internationaux à l'égard des États membres qui rejoignent le

⁶⁷ Cf. « Position de principe du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents », BCE, 18 décembre 2003.

⁶⁸ Pour des analyses récentes des bénéfices de l'adoption de l'euro, cf. le discours de Mario Draghi intitulé « *Europe and the euro 20 years on* » prononcé lors de son acceptation du titre de docteur *honoris causa* en économie de l'Université de Sant'Anna, Pise, 15 décembre 2018, et Brans (P.), Clemens (U.), Kattami (C.) et Meyermans (E.), « *Economic benefits of the euro* », *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 19, n° 3, Commission européenne, à paraître.

MCE II. Cela peut entraîner une accélération des entrées brutes au titre des flux financiers internationaux, et par conséquent, un renforcement de la croissance du crédit domestique associé à une amélioration significative des conditions de financement. Même si cela peut alimenter un processus de rattrapage soutenable, cela peut aussi créer de mauvaises incitations si cette évolution est associée à un environnement institutionnel et des affaires faible, entraînant potentiellement une mauvaise allocation du capital, un report des réformes nécessaires et une détérioration de la capacité d'ajustement du pays, par exemple. L'accumulation de déséquilibres qui s'ensuit pourrait finir par amplifier une éventuelle inversion des flux financiers internationaux ⁶⁹.

Dans ce contexte, plusieurs informations peuvent être tirées de l'analyse des évolutions des flux financiers internationaux et de la croissance du crédit dans les pays qui ont rejoint le MCE II par le passé. L'analyse se concentre sur les PECO qui ont rejoint le MCE II en 2004 et 2005 et qui ont par la suite adopté l'euro : l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Slovaquie. La section 3.2 compare les expériences de ces pays avec celles des États membres de l'UE de la même région qui ne participent pas encore au MCE II (la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie) ou qui n'ont rejoint le mécanisme que très récemment (la Bulgarie et la Croatie). La section 3.3 examine certaines des implications pour la politique économique qui ressortent de cette analyse.

3.2 Les éléments étayant l'analyse

À la suite de l'adhésion des PECO précités à l'Union européenne, les pays qui participaient au MCE II ont connu un cycle plus prononcé des flux financiers internationaux que ceux qui n'y participaient pas. Les entrées financières brutes en part du PIB se sont accélérées avant l'adhésion à l'UE, qui a également coïncidé, pour certains pays, avec le début de leur participation au MCE II ⁷⁰. Toutefois, les pays qui ont rejoint le MCE II ont enregistré un bond beaucoup plus marqué de ces flux (cf. graphiques 2 et 3). Les entrées financières brutes dans les pays participant au MCE II ont atteint un pic trois ans environ après avoir rejoint le mécanisme, représentant en moyenne quelque 30 % du PIB (cf. graphique 2). À l'inverse, les entrées financières brutes ont été plus stables dans les pays ne participant pas au MCE II, continuant de s'établir entre 5 % et 10 % du PIB après l'adhésion à l'UE (cf. graphique 3). Avec le début de la crise financière mondiale en 2007-2008, qui s'est matérialisée dans la plupart des pays observés trois ou quatre ans environ après leur adhésion à l'UE, les participants au MCE II ont enregistré une inversion

⁶⁹ En dépit des éléments de plus en plus nombreux montrant que ce sont des facteurs « incitatifs » au niveau mondial plutôt que les facteurs « d'attraction » spécifiques à un pays qui sont les principaux moteurs des flux de capitaux internationaux, l'interaction des caractéristiques spécifiques à un pays avec les tendances mondiales peut jouer un rôle important pour déterminer la dynamique des flux internationaux de capitaux. Cf. par exemple, Rey (H.), « *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence* », discours à l'occasion du *Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2013.

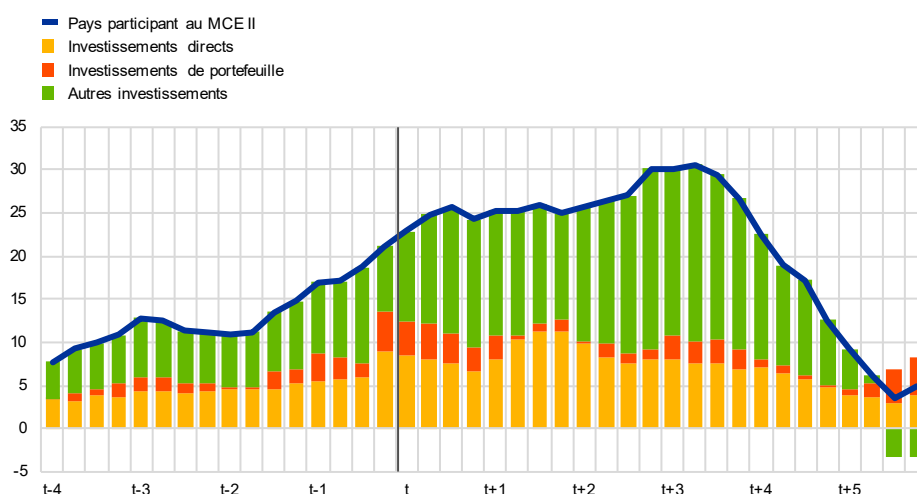
⁷⁰ Les pays examinés ayant rejoint à la fois l'Union européenne et le MCE II en 2004-2005 (à l'exception de la Bulgarie, de la Roumanie et de la Croatie), ces évolutions ont également reflété dans une certaine mesure la synchronisation du cycle d'activité.

plus marquée des flux financiers (cf. graphiques 2 et 3) ⁷¹. À l'appui des données quantitatives, l'analyse économétrique interne portant sur un échantillon d'économies de marché émergentes et (anciennement) en transition montre que le degré de flexibilité du régime de taux de change n'affecte pas les entrées de capitaux dans ces pays, tandis qu'on constate que la participation au MCE II accroît l'ampleur des entrées financières brutes. Dans le même temps, les résultats suggèrent que l'adhésion à l'UE n'est pas pertinente pour expliquer les flux financiers enregistrés ⁷².

Graphique 2

Entrées brutes au titre des flux financiers internationaux des PECO avant et après avoir rejoint le MCE II

(en pourcentage du PIB ; moyennes non pondérées)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les pays couverts sont l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Slovénie. La période « t » correspond à un événement spécifique à un pays et désigne l'année où le pays a rejoint le MCE II : 2004 pour l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie et 2005 pour la Lettonie et la Slovaquie.

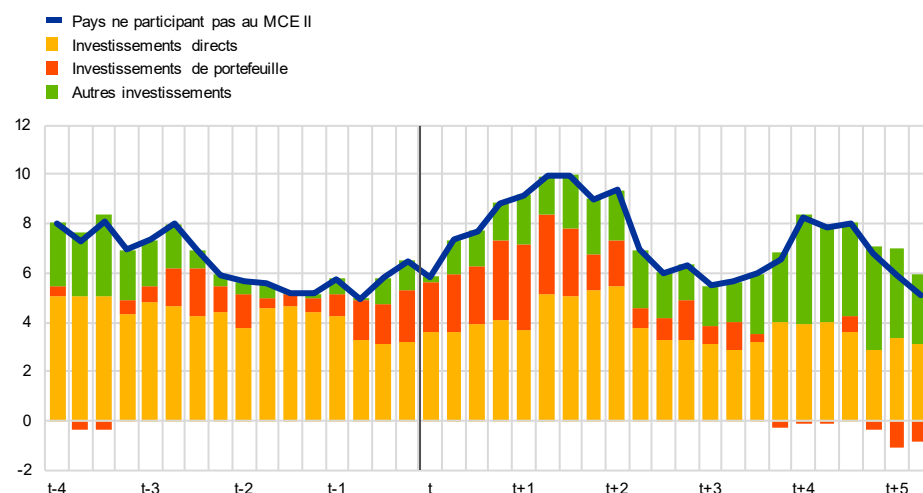
⁷¹ Les pays participant au MCE II ont également enregistré des entrées au titre des flux financiers internationaux plus importantes que les autres PECO en termes nets.

⁷² Le caractère non significatif de l'adhésion à l'UE pour les entrées au titre des flux financiers internationaux vaut également si la variable muette relative à la participation au MCE II est retirée de la spécification.

Graphique 3

Entrées brutes au titre des flux financiers internationaux des PECO ne participant pas au MCE II avant et après avoir rejoint l'Union européenne

(en pourcentage du PIB ; moyennes non pondérées)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les pays couverts sont la Bulgarie, la République tchèque, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie. La période « t » correspond à un événement spécifique à un pays et désigne l'année de l'adhésion du pays à l'Union européenne : 2004 pour la République tchèque, la Hongrie et la Pologne, 2007 pour la Bulgarie et la Roumanie et 2013 pour la Croatie.

Les différences s'agissant des entrées brutes au titre des flux financiers internationaux constatées entre les PECO participant au MCE II et les autres PECO ont résulté en grande partie des prêts bancaires et, dans une moindre mesure, des entrées au titre des investissements directs étrangers (IDE).

La part la plus importante des flux financiers vers les PECO participant au MCE II a pris la forme « d'autres investissements », se composant principalement de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages et de flux au sein des groupes bancaires. Même si cette situation peut refléter la forte présence des banques étrangères (principalement établies dans l'UE) dans les PECO participant au MCE II durant cette période, elle était une caractéristique commune à l'ensemble de la région. À l'inverse, la composition des flux financiers internationaux vers les PECO ne participant pas au MCE II était répartie beaucoup plus uniformément entre les IDE et les autres investissements (cf. graphiques 2 et 3).

Après avoir rejoint le mécanisme, les participants au MCE II ont également affiché une expansion plus forte du crédit domestique et des taux d'intérêt plus bas que les PECO n'ayant pas rejoint le MCE II après leur adhésion à l'UE.

Les entrées importantes au titre des flux financiers internationaux, en particulier sous forme de crédit bancaire et d'autres flux interbancaires, peuvent amplifier le cycle du crédit domestique, par exemple en soutenant le financement des banques ⁷³.

Les crédits au secteur privé exprimés en part du PIB ont presque doublé dans les pays participant au MCE II au cours des cinq années qui ont suivi leur intégration au mécanisme, tandis que dans les autres PECO, l'augmentation du stock de crédit a

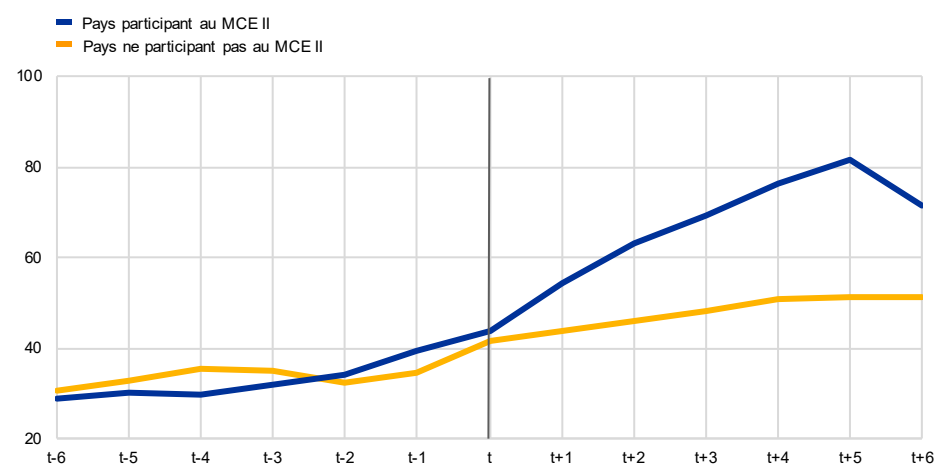
⁷³ Cf., par exemple, Lane (P.R.) et McQuade (P.), « *Domestic Credit Growth and International Capital Flows* », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, 2014, p. 218-252, qui parviennent également à la conclusion que la croissance du crédit domestique dans les pays européens avant 2008 était fortement liée aux entrées nettes en titres de dette mais pas à celles en actions.

été plus graduelle (cf. graphique 4). Dans le même temps, les pays participants au MCE II ont affiché des taux d'intérêt réels à court terme moyens négatifs sur la période de trois à quatre ans qui a suivi leur intégration au mécanisme. De plus, la baisse des taux d'intérêt réels à long terme a été beaucoup plus forte dans les pays participant au MCE II que dans ceux n'y participant pas (cf. graphique 5). Même si les pays moins développés sur le plan financier ont généralement une épargne domestique plus faible et par conséquent besoin de financements en provenance de l'étranger pour soutenir la croissance économique et le processus global de rattrapage, cela peut représenter un défi pour certains pays rejoignant le MCE II, dans la mesure où des entrées importantes au titre des flux financiers internationaux risquent d'alimenter des phases d'expansion et de contraction du crédit ⁷⁴. En outre, les phases d'expansion du crédit peuvent s'avérer plus prononcées et difficiles à contenir dans les pays ayant des taux de change fixes, dans la mesure où la hausse de l'inflation généralement associée à une forte demande domestique entraîne une nouvelle baisse des taux d'intérêt, ce qui déclenche à son tour une demande de crédit supplémentaire.

Graphique 4

Crédit domestique au secteur privé dans les PECO participant au MCE II et dans ceux n'y participant pas

(en pourcentage du PIB ; moyennes non pondérées)



Source : Calculs des services de la BCE.

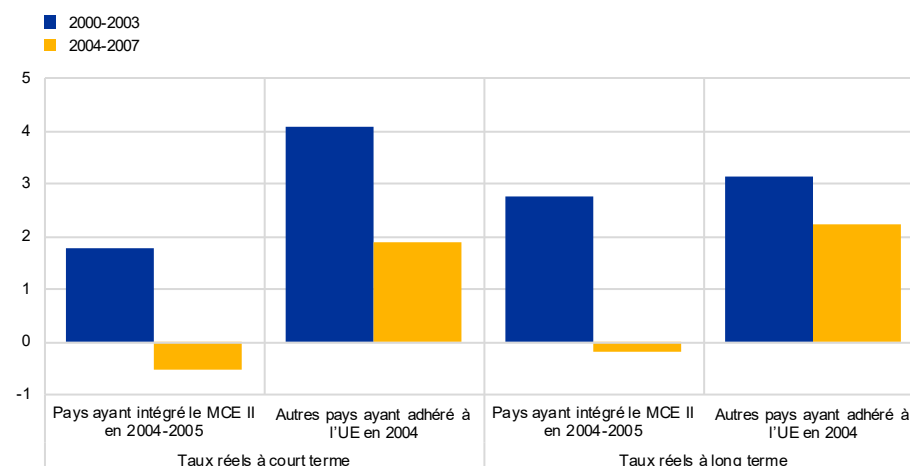
Notes : Les pays couverts participant au MCE II sont l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Slovaquie et la Slove. La période « t » correspond à un événement spécifique à un pays et désigne l'année où le pays a rejoint le MCE II : 2004 pour l'Estonie, la Lituanie et la Slove et 2005 pour la Lettonie et la Slovaquie. Les pays couverts ne participant pas au MCE II sont la Bulgarie, la République tchèque, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie. La période « t » correspond à un événement spécifique à un pays et désigne l'année de l'adhésion du pays à l'Union européenne : 2004 pour la République tchèque, la Hongrie et la Pologne, 2007 pour la Bulgarie et la Roumanie et 2013 pour la Croatie.

⁷⁴ L'expérience des envolées du crédit dans les nouveaux États membres de l'UE durant les années 2000 a été largement analysée. Cf., par exemple, Backé (P.) et Wójcik (C.), « *Credit booms, monetary integration and the new neoclassical synthesis* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n°3, p. 458-470, et Bakker (B.B.) et Gulde (A-M.), « *The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?* », *Working Paper Series*, n° 10/130, FMI, 2010.

Graphique 5

Taux d'intérêt réels dans les PECO participant au MCE II et dans ceux n'y participant pas

(en pourcentages)



Sources : DataStream, BCE, Eurostat, OCDE, Reuters et calculs des services de la BCE.

Notes : Les taux d'intérêt nominaux à trois mois du marché monétaire et les taux d'intérêt nominaux à long terme (à 10 ans) utilisés pour évaluer la convergence sont ajustés en utilisant l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les agrégats sont des moyennes simples entre les pays. Les pays qui ont intégré le MCE II en 2004-2005 sont l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie (toutes en 2004) ainsi que la Lettonie et la Slovaquie (toutes deux en 2005). Les autres pays qui sont entrés dans l'Union européenne en 2004 sont la République tchèque, la Hongrie et la Pologne. Les données relatives aux taux d'intérêt réels à long terme sont manquantes en 2000. Les données relatives à la Slovaquie sont disponibles à partir de 2002. L'Estonie est exclue de l'agrégat des taux d'intérêt réels à long terme en raison de données manquantes.

3.3 Les implications pour les politiques suivies

Même si la période qui a suivi l'adhésion à l'UE en 2004-2005 s'est inscrite dans le contexte de la « Grande modération »⁷⁵, qui était très différent des conditions qui prévalent aujourd'hui, les conclusions empiriques analysées dans la sous-section précédente comportent néanmoins des implications générales en termes de politique économique qui peuvent être pertinentes pour la Bulgarie et la Croatie, ainsi que pour d'autres États membres de l'UE qui souhaitent participer au MCE II dans le futur. Les participants au MCE II peuvent bénéficier d'une plus grande disponibilité du capital, mais ils peuvent également être confrontés à un risque accru d'accumulation de déséquilibres macroéconomiques. Les pays enregistrant d'importantes entrées au titre des flux financiers internationaux sont en effet davantage susceptibles de connaître des phases d'expansion et de contraction du crédit, dans la mesure où les entrées financières étrangères accroissent les fonds disponibles du système bancaire, dont une part importante est souvent sous contrôle étranger en Europe centrale et orientale.

⁷⁵ Cf. Bernanke (B.S.), « *The Great Moderation* », remarques formulées à la réunion de l'*Eastern Economic Association*, Washington, DC, 20 février 2004.

L'expérience historique montre que des facteurs tels que la résilience des structures économiques ⁷⁶ et la qualité des institutions et de la gouvernance réduisent le risque de déséquilibres économiques et renforcent la capacité d'un pays à faire face à des chocs. Même si la littérature économique sur ce sujet s'est principalement concentrée sur la phase qui a suivi l'adoption de l'euro ⁷⁷, les éléments analysés dans la sous-section précédente laissent penser qu'une dynamique similaire pourrait également se matérialiser durant la période qui précède l'adoption de l'euro.

Des structures économiques résilientes créent les conditions préalables à l'allocation des capitaux aux entreprises productives, favorisant ainsi le processus de rattrapage plutôt que la formation de bulles. Cela permet également aux décideurs de résister aux pressions exercées par les intérêts particuliers s'élevant contre la mise en œuvre de réformes nécessaires, de constituer des coussins budgétaires durant les périodes favorables et de mettre en œuvre d'autres mesures contracycliques, y compris du côté macroprudentiel. Des évolutions telles qu'une forte hausse des composantes les plus volatiles des flux financiers internationaux peuvent créer de mauvaises incitations dans un contexte de faiblesse des institutions, conduisant ainsi au report des réformes et à la détérioration de la capacité d'ajustement d'un pays. Cela ne veut pas dire que les économies en développement n'ont pas besoin d'attirer des capitaux. Cependant, si les institutions sont faibles, de telles entrées financières sont davantage susceptibles de devenir en fin de compte un inconvénient plus qu'un avantage.

La participation harmonieuse d'une monnaie donnée au MCE II nécessite par conséquent que les conditions-cadres appropriées soient en place au niveau national. La perspective de rejoindre le MCE II, puis la zone euro, doit constituer une incitation importante à améliorer les politiques suivies, la gouvernance et les institutions afin d'atteindre une convergence durable – de manière similaire à l'incorporation de la législation européenne lors de l'adhésion à l'UE. Si ces améliorations n'interviennent pas, un assouplissement excessif du financement après avoir rejoint le MCE II – et ensuite après avoir adopté l'euro – risque de réduire les incitations à procéder aux réformes nécessaires.

⁷⁶ L'expression « structures économiques résilientes » est utilisée dans Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), « *Le rapport des cinq présidents : Compléter l'Union économique et monétaire européenne* », *Background Documents on Economic and Monetary Union*, Commission européenne, 2015. Dans Brinkmann (H.), Harendt (C.), Heinemann (F.) et Nover (J.), « *Economic Resilience: A new concept for policy making?* », Bertelsman Stiftung, 2017, la résilience économique est définie comme « la capacité d'une économie nationale à prendre des mesures préparatoires pour la gestion des crises, à atténuer les conséquences directes des crises et à s'adapter à des circonstances changeantes. À cet égard, le degré de résilience sera déterminé par la mesure dans laquelle les actions et les interactions entre les sphères politique, économique et sociale réussissent à préserver la performance de l'économie – telle que mesurée par rapport à la fonction objective sociale – également après une crise ».

⁷⁷ Cf. Fernández-Villaverde, Garicano (J.L.) et Santos (T.), « *Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone* », *NBER Working Paper*, n° 18899, 2013 ; Challe (E.), Lopez (J.) et Mengus (E.), « *Southern Europe's institutional decline* » *HEC Research Papers Series*, n° 1148, HEC Paris, 2016 ; Masuch (K.), Moshammer (E.) et Pierluigi (B.), « *Institutions, public debt and growth in Europe* », *Working Paper Series*, n° 1963, BCE, septembre 2016 ; et Diaz del Hoyo (J.L.), Dorrucchi (E.), Heinz (F.F.) et Muzikarova (S.), « *Real convergence in the euro area: a long-term perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 203, BCE, décembre 2017.

4 Le lev bulgare et la kuna croate dans le MCE II

À l'issue de discussions avec les parties au MCE II, les autorités bulgares et croates ont pris, à l'été 2018 et à l'été 2019 respectivement, un certain nombre d'engagements dans des domaines d'action revêtant une grande importance pour un processus de transition puis une participation sans heurt au MCE II.

Après avoir atteint les objectifs définis dans leurs engagements préalables en matière de politique économique, et après l'annonce d'engagements post-entrée à respecter après avoir rejoint le MCE II, les deux pays ont simultanément intégré le MCE II et l'union bancaire européenne le 10 juillet 2020. La présente section explique la logique qui sous-tend la participation de ces deux États membres de l'UE au MCE II ainsi que la feuille de route qu'ils ont mise en œuvre à cette fin.

Lorsque la Bulgarie et la Croatie ont pour la première fois exprimé leur volonté de rejoindre le mécanisme, les parties au MCE II ont pris en compte trois considérations fondamentales.

Premièrement, ce serait la première fois qu'un pays rejoindrait le MCE II depuis la crise financière, dont d'importants enseignements avaient été tirés.

Ainsi, le cadre institutionnel européen avait fait l'objet d'une profonde réforme au cours des dix années précédentes et il était primordial que les décisions futures relatives au MCE II ne négligent pas les enseignements de la crise. La capacité de résistance des structures économiques, la stabilité financière et la qualité des institutions et de la gouvernance étaient désormais au premier rang des discussions, du fait de leur importance pour la soutenabilité à plus long terme de l'adoption de l'euro. En particulier, l'expérience des anciens participants au MCE II avait confirmé la nécessité que ces caractéristiques soient réunies afin de garantir une participation sans heurt au mécanisme.

Deuxièmement, ce serait également la première fois qu'un État membre rejoindrait le MCE II depuis le début de l'union bancaire européenne. Au sein de l'union bancaire, le mécanisme de surveillance unique (MSU) et le mécanisme de résolution unique (MRU) sont dotés de pouvoirs directs sur le système bancaire de l'État membre concerné. Chaque État membre est tenu d'intégrer l'union bancaire au plus tard au moment de l'introduction de l'euro. Le MCE II étant une phase préparatoire pour l'adoption de l'euro, le fait de rejoindre le MCE II aujourd'hui signifie également se préparer pour l'union bancaire. À cette fin, il a été considéré souhaitable pour les pays ayant comme objectif d'adopter l'euro d'engager une coopération rapprochée avec la BCE (cf. encadré 1) en même temps qu'ils rejoignent le MCE II ⁷⁸.

Troisièmement, il était également nécessaire de prendre en compte les considérations propres aux pays. La Bulgarie et la Croatie avaient toutes deux accompli des progrès significatifs en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques et les deux pays avaient fait l'expérience d'un ajustement à des chocs défavorables dans le cadre de leurs propres régimes de change, mais des

⁷⁸ Cela étant, il est également possible pour les États membres de l'UE ne faisant actuellement pas partie de la zone euro d'engager une coopération rapprochée dans le domaine prudentiel *sans* rejoindre le MCE II, c'est-à-dire que les deux processus ne doivent pas nécessairement être synchronisés.

préoccupations demeuraient concernant leur participation sans heurt au MCE II, en raison d'un certain nombre de vulnérabilités persistantes.

Dans ce contexte, la question s'est posée de savoir comment répondre au mieux aux considérations mentionnées précédemment au sein du cadre institutionnel et juridique existant. Les États membres de l'UE doivent être traités sur un pied d'égalité à chaque phase de l'UEM, ce qui implique qu'aucune condition préalable ni règle nouvelle ne peut être imposée à un État membre avant sa candidature au MCE II. Tout État membre est, par conséquent, libre de demander l'intégration de sa monnaie au MCE II à tout moment et de prendre ses engagements de politique économique, tout comme l'ont fait les autres États membres par le passé. Dans le même temps, et conformément à la procédure rappelée à la section 2.3, les parties au MCE II peuvent décider de refuser la participation de cet État membre au MCE II dans le cas où ses engagements de politique économique et les mesures connexes prises par ses autorités nationales ne suffisent pas pour faire face aux évolutions, préoccupations et risques identifiés. Cette approche est totalement compatible avec le cadre du MCE II.

Durant la phase informelle de la feuille de route vers une participation au MCE II, un dialogue s'est tenu entre les parties au MCE II et les autorités bulgares et croates concernant les risques qui avaient été identifiés et les mesures susceptibles de les atténuer. Ce dialogue a clarifié les engagements de politique économique que les autorités bulgares et croates auraient à prendre et à honorer au fur et à mesure de leur progression sur la feuille de route. Une fois cette phase achevée, la dernière étape de la feuille de route a été marquée par les demandes formelles d'intégration du lev bulgare et de la kuna croate au MCE II, demandes qui ont été envoyées la veille de la prise de décision.

La Bulgarie et la Croatie avaient déjà respecté un certain nombre d'engagements de politique économique (« engagements préalables ») au moment où elles ont officiellement rejoint le MCE II ; conformément aux pratiques passées, d'autres engagements doivent être respectés après avoir rejoint le MCE II (« engagements post-entrée »), en vue de réaliser un degré élevé de convergence économique durable au moment de l'adoption de l'euro. Il fallait que les engagements préalables comme les engagements post-entrée soient raisonnables, proportionnels et motivés. Ils devaient également être spécifiques, réalistes et de nature vérifiable. Enfin, il a été convenu qu'ils devaient être mis en œuvre, suivis et vérifiés dans un laps de temps relativement court.

Dans l'intervalle, un suivi adéquat a été mis en place par la BCE et par la Commission européenne dans leurs domaines de compétence respectifs afin de vérifier le respect des engagements préalables ainsi que des engagements post-entrée. La BCE s'est concentrée plus particulièrement sur les engagements liés au secteur bancaire, notamment sur les questions relatives à la supervision bancaire et les questions macroprudentielles. À la suite d'un mandat émis par les parties au MCE II, la Commission s'est concentrée sur les engagements concernant les politiques structurelles. Afin de prévenir un chevauchement avec d'autres procédures, il a également été souligné que les politiques budgétaires étaient régies par le Pacte de stabilité et de croissance, et que les réformes judiciaires ainsi que la

lutte contre la corruption et le crime organisé en Bulgarie faisaient l'objet d'un suivi par la Commission européenne dans le cadre du mécanisme de coopération et de vérification.

Des engagements préalables ont été formulés par la Bulgarie à l'été 2018 et par la Croatie à l'été 2019, et réalisés avant que les deux pays ne rejoignent le MCE II le 10 juillet 2020. Trois de ces engagements relevaient du même domaine pour la Bulgarie et pour la Croatie : a) mettre en place une coopération rapprochée entre la supervision bancaire de la BCE et les autorités compétentes nationales (ACN) au sein du cadre juridique du MSU ; b) renforcer la panoplie d'outils macroprudentiels en confiant aux ACN la responsabilité d'adopter des mesures dites relatives aux emprunteurs, comme le fait d'imposer des limites à la charge du service de la dette des emprunteurs par rapport à leur revenu ; et c) transposer dans la législation nationale les directives européennes relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux. Les trois autres engagements étaient spécifiques aux pays et relevaient du domaine des politiques structurelles. L'encadré 1 examine plus en détail ces engagements et décrit le processus de mise en œuvre et d'évaluation des engagements préalables relevant des domaines de compétence de la BCE (c'est-à-dire la supervision bancaire et les questions macroprudentielles), engagements que les deux pays avaient réalisés au moment de rejoindre le MCE II. Il explique aussi brièvement comment fonctionne en pratique la supervision des banques de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro dans le cadre d'un régime de coopération rapprochée, et dans quelle mesure elle diffère de la supervision des banques de la zone euro. L'encadré 2 liste les engagements préalables relatifs aux politiques structurelles formulés par les autorités bulgares et croates, qui relèvent des domaines de compétence de la Commission.

Encadré 1

Respect des engagements de politique économique préalables à la participation au MCE II dans les domaines de la supervision bancaire et des outils macroprudentiels

Maximilian Fandl, Jaime Serra Goya et Kalina Paula Tylko-Tylczynska

La Banque centrale européenne a été mandatée par les parties au mécanisme de change (MCE II) pour assurer le suivi de la mise en œuvre des deux engagements préalables liés à la supervision bancaire et à la stabilité financière, que les autorités bulgares et croates devaient avoir réalisés au moment de rejoindre le MCE II. Ces deux engagements consistaient à : a) établir une coopération rapprochée entre la supervision bancaire de la BCE et l'autorité compétente nationale (ACN) au sein du cadre juridique du mécanisme de surveillance unique (MSU) ; et b) renforcer la panoplie d'outils macroprudentiels en établissant une base juridique claire sur laquelle adopter des mesures macroprudentielles relatives aux emprunteurs, comme par exemple imposer des limites à la charge du service de la dette des emprunteurs par rapport à leur revenu.

La Bulgarie et la Croatie ont soumis, en juillet 2018 et en mai 2019 respectivement, des demandes d'instauration d'une coopération rapprochée entre leurs ACN et la BCE. Sur la base de ces demandes, la BCE a évalué si les conditions d'instauration d'une coopération rapprochée étaient réunies. Conformément au cadre juridique, l'évaluation comportait deux parties principales : a) une évaluation juridique du droit national applicable adopté par l'État membre formulant la demande ; et b) une évaluation complète des établissements de crédit résidents de l'État membre.

Afin de vérifier de manière adéquate que l'ensemble des conditions avaient été respectées, la BCE a mis au point un cadre d'évaluation standard en s'appuyant sur l'article 7 du règlement MSU ⁷⁹ et sur les aspects de procédure spécifiés dans la décision BCE/2014/5 relative à la coopération rapprochée ⁸⁰.

S'agissant de l'évaluation juridique, la Bulgarie a adopté la législation nationale nécessaire en décembre 2018, qui met en place un mécanisme garantissant que la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка) adopterait toutes les mesures exigées par la BCE concernant les établissements de crédit. La BCE a évalué la nouvelle législation, notamment si les pouvoirs attribués à la Banque nationale de Bulgarie seraient au moins équivalents à ceux de la supervision bancaire de la BCE. Afin de se conformer aux exigences en matière de coopération rapprochée, la Banque nationale de Bulgarie a introduit en janvier 2020 un projet de loi modifiant la loi sur les établissements de crédit ⁸¹ ainsi que la loi sur la Banque nationale de Bulgarie ⁸². La nouvelle loi modifiait les pouvoirs de sanction de la Banque nationale de Bulgarie et élargissait la liste des manquements susceptibles de donner lieu à des sanctions.

De la même manière, les autorités croates ont modifié la loi sur les établissements de crédit ⁸³ ainsi que la loi sur la Banque nationale de Croatie ⁸⁴ afin de créer une base juridique pour l'instauration d'une coopération rapprochée avec la BCE. Les premiers amendements ont été adoptés par le Parlement croate en juillet 2019 et sont entrés en vigueur en août 2019. Des amendements supplémentaires ont été adoptés en avril 2020 et sont entrés en vigueur le même mois. La BCE a évalué que le cadre juridique national était conforme aux conditions nécessaires à l'instauration d'une coopération rapprochée. Les amendements ont apporté la garantie qu'une fois engagée la coopération rapprochée, la BCE aurait tous les pouvoirs nécessaires à l'exécution de ses missions de surveillance vis-à-vis des banques croates.

Les résultats de l'évaluation complète des banques bulgares ont été publiés le 26 juillet 2019 et faisaient état de déficits de fonds propres pour deux des six banques participantes ⁸⁵. Les deux banques ont mis en œuvre leurs plans de recapitalisation respectifs avant l'instauration d'une coopération rapprochée. Avec cette étape finale, l'ensemble des conditions préalables prudentielles et législatives ont été remplies. Le 10 juillet 2020, la BCE a annoncé que son Conseil des gouverneurs avait adopté une décision instaurant une coopération rapprochée avec la Banque nationale de Bulgarie ⁸⁶.

⁷⁹ Cf. [Règlement \(UE\) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit](#) (JO L 287 du 29.10.2013, p. 63).

⁸⁰ [Décision 2014/434/UE de la Banque centrale européenne du 31 janvier 2014 concernant la coopération rapprochée avec les autorités compétentes nationales des États membres participants dont la monnaie n'est pas l'euro](#) (BCE/2014/5) (JO L 198 du 05.07.2014, p. 7).

⁸¹ [Loi sur les établissements de crédit](#), adoptée par la 40^e Assemblée nationale le 13 juillet 2006, publiée au Darjaven Vestnik, n° 59 du 21 juillet 2006.

⁸² [Loi sur la Banque nationale de Bulgarie](#), adoptée par la 38^e Assemblée nationale du 5 juin 1997, publiée au Darjaven Vestnik, n° 46 du 10 juin 1997.

⁸³ [Loi sur les établissements de crédit](#), publiée dans Narodne novine n° 159/13, 19/15, 102/15 et 15/18.

⁸⁴ [Loi sur la Banque nationale de Croatie](#), publiée dans Narodne novine n° 75/08 et 54/13.

⁸⁵ Cf. « [La BCE finalise l'évaluation complète de six banques bulgares](#) », communiqué de presse de la BCE, 26 juillet 2019. First Investment Bank AD et Investbank AD sont les deux établissements pour lesquels l'évaluation a fait apparaître des déficits de fonds propres.

⁸⁶ [Décision \(UE\) 2020/1015 de la Banque centrale européenne du 24 juin 2020 sur l'instauration d'une coopération rapprochée entre la Banque centrale européenne et la Българска народна банка \(Banque nationale de Bulgarie\)](#) (BCE/2020/30) (ECB/2020/30) (JO L 2241, 13.07.2020, p. 1).

Les résultats de l'évaluation complète des banques croates ont été publiés le 5 juin 2020 et ne faisaient apparaître de déficits de fonds propres pour aucune des cinq banques croates sélectionnées. Le 10 juillet 2020, la BCE a annoncé que son Conseil des gouverneurs avait adopté une décision instaurant une coopération rapprochée avec la Hrvatska narodna banka (Banque nationale de Croatie)⁸⁷, celle-ci ayant rempli l'ensemble des conditions préalables prudentielles et législatives.

Lorsque la Bulgarie et la Croatie ont exprimé leur intention de rejoindre le MCE II, leur cadre macroprudentiel n'incluait pas de base juridique pour les mesures relatives à l'emprunteur. Le cadre reposait principalement sur les instruments de fonds propres au sens de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD)⁸⁸ et du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR)⁸⁹, tels que le coussin de fonds propres contracyclique. En dépit des pouvoirs étendus dont disposaient la Banque nationale de Croatie et la Banque nationale de Bulgarie pour l'émission de recommandations concernant de nouvelles pratiques en matière de prêt, ces pouvoirs n'étaient pas aussi contraignants et applicables d'un point de vue juridique que les mesures relatives à l'emprunteur.

Dans ce contexte, les autorités bulgares et croates ont pris l'engagement d'élargir leur panoplie d'outils macroprudentiels afin d'établir la base juridique des mesures relatives à l'emprunteur. Cet engagement a été tenu avec l'adoption de la législation applicable en décembre 2018 et avril 2020, respectivement.

Leurs engagements préalables ayant été respectés, la Bulgarie et la Croatie ont rejoint le MCE II et l'union bancaire. À compter du 1^{er} octobre 2020, la BCE a commencé à superviser directement les établissements bulgares et croates importants, et le Conseil de résolution unique (CRU) est devenu l'autorité de résolution de ces établissements et de l'ensemble des groupes transfrontières. Les établissements engagés dans une coopération rapprochée sont soumis aux mêmes normes et procédures prudentielles que leurs équivalents dans la zone euro.

Une différence essentielle entre les États membres ayant adopté l'euro et ceux engagés dans une coopération rapprochée réside dans le fait que les actes juridiques de la BCE, notamment les décisions concernant les banques, n'ont pas d'effet direct dans l'État membre qui a instauré une coopération rapprochée. Cela signifie que la BCE n'adopte pas les décisions destinées aux banques de ces États membres, mais elle émet des instructions à leurs ACN respectives ; ce sont elles qui adopteront les mesures administratives requises au niveau national.

L'instauration d'une coopération rapprochée avec la Banque nationale de Bulgarie et la Banque nationale de Croatie marque une étape importante de l'histoire de l'union bancaire. C'est la première fois que l'union bancaire a été élargie à des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

⁸⁷ Décision (UE) 2020/1016 de la Banque centrale européenne du 24 juin 2020 sur l'instauration d'une coopération rapprochée entre la Banque centrale européenne et la Hrvatska Narodna Banka (Banque nationale de Croatie) (BCE/2020/31) (JO L 224I, 13.07.2020, p. 4).

⁸⁸ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (JO L 176 du 27.06.2013, p. 338).

⁸⁹ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (JO L 176, 27.06.2013, p. 1).

Encadré 2

Respect des engagements de politique économique préalables à la participation au MCE II dans le domaine des politiques structurelles

Dans leurs lettres adressées aux parties au mécanisme de change (MCE II), la Bulgarie ⁹⁰ et la Croatie ⁹¹ se sont engagées à mettre en œuvre un certain nombre de mesures liées aux politiques structurelles avant de rejoindre le MCE II. La Commission européenne a été mandatée par les parties au MCE II pour assurer le suivi de la mise en œuvre de ces engagements préalables de politique économique, conformément à ses domaines de compétence. Le suivi a été facilité par les échanges techniques réguliers entre la Commission et les autorités bulgares et croates.

La Commission européenne a fourni aux parties au MCE II des actualisations régulières des progrès réalisés. Dans le même temps, la BCE rendait compte de la mise en œuvre des mesures concernant la supervision bancaire et la panoplie d'outils macroprudentiels (cf. encadré 1).

La Bulgarie et la Croatie ont chacune adapté leurs engagements préalables relatifs aux politiques structurelles à leurs propres conditions nationales afin d'éviter l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques et d'améliorer la qualité institutionnelle et la gouvernance. Les autorités bulgares se sont engagées à mettre en œuvre des mesures dans les domaines suivants :

a) la supervision du secteur financier non bancaire, b) le cadre d'insolvabilité, c) le cadre de lutte contre le blanchiment de capitaux, et d) la gouvernance des entreprises publiques. Dans le même temps, les autorités croates ont pris des engagements en relation avec : a) le cadre de lutte contre le blanchiment de capitaux, b) les statistiques, c) la gouvernance du secteur public, et d) l'environnement des entreprises.

Les rapports d'évaluation finale ont été publiés conjointement avec les décisions de la BCE d'intégrer le lev bulgare ⁹² et la kuna croate ⁹³ au MCE II. Le 8 juin 2020 et le 19 juin 2020, respectivement, les autorités croates et bulgares ont informé les parties au MCE II qu'elles avaient respecté leurs engagements préalables, à l'exception de ceux liés à l'instauration d'une coopération rapprochée avec la BCE, et ont demandé aux parties au MCE II d'inviter la Commission et la BCE à évaluer leur efficacité. Les deux institutions ont confirmé que les engagements préalables relevant de leurs domaines de compétence respectifs avaient été intégralement mis en œuvre et ont salué les efforts accomplis par la Bulgarie et la Croatie afin de mieux préparer leurs économies à une participation sans heurt au MCE II.

⁹⁰ Cf. [la lettre de la Bulgarie concernant sa participation au MCE II](#) du 13 juillet 2018.

⁹¹ Cf. [la lettre de la Croatie concernant sa participation au MCE II](#) du 4 juillet 2019.

⁹² Cf. [la lettre adressée par la Commission européenne aux parties au MCE II sur la participation de la Bulgarie au MCE II et l'évaluation de ses engagements préalables](#).

⁹³ Cf. [la lettre adressée par la Commission européenne aux parties au MCE II sur la participation de la Croatie au MCE II et l'évaluation de ses engagements préalables](#).

Engagements post-entrée pris par la Bulgarie et la Croatie en rejoignant le MCE II

- Les autorités bulgares se sont engagées à mettre en œuvre des mesures supplémentaires concernant le secteur financier non bancaire, les entreprises publiques, le cadre d'insolvabilité et le cadre de lutte contre le blanchiment de capitaux. En outre, la Bulgarie continuera de mettre en œuvre les vastes réformes au titre du mécanisme de coopération et de vérification dans les domaines judiciaire et de la lutte contre la corruption et le crime organisé.
- Les autorités croates se sont engagées à mettre en œuvre des mesures spécifiques concernant le cadre de lutte contre le blanchiment des capitaux, l'environnement des entreprises, les entreprises publiques et le cadre d'insolvabilité.

Au moment de son intégration dans le MCE II, le cours pivot du lev bulgare vis-à-vis de l'euro a été fixé au taux du marché, qui était identique au taux de change fixe dans le cadre du dispositif de caisse d'émission. Avec l'adoption de marges de fluctuation standard de $\pm 15\%$, il a également été déterminé, conformément aux dispositifs passés, que le dispositif de caisse d'émission de la Bulgarie constituait un engagement unilatéral porté exclusivement par la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка), ce qui ne devrait imposer aucune obligation à la BCE ni aux autres participants du MCE II.

Le cours pivot de la kuna croate vis-à-vis de l'euro au sein du MCE II a été fixé au taux du marché au moment de son intégration. Conformément aux pratiques antérieures, le cours pivot était égal au taux de référence officiel de la BCE – publié tous les jours sur son site internet – du vendredi précédant l'intégration de la devise au MCE II. L'intégration de la kuna croate au MCE II est également soumise aux marges de fluctuations standard de $\pm 15\%$.

L'encadré 3 résume l'évaluation économique qui sous-tend ces décisions concernant le taux de change.

Encadré 3

Évaluation des cours pivots du lev bulgare et de la kuna croate au sein du MCE II

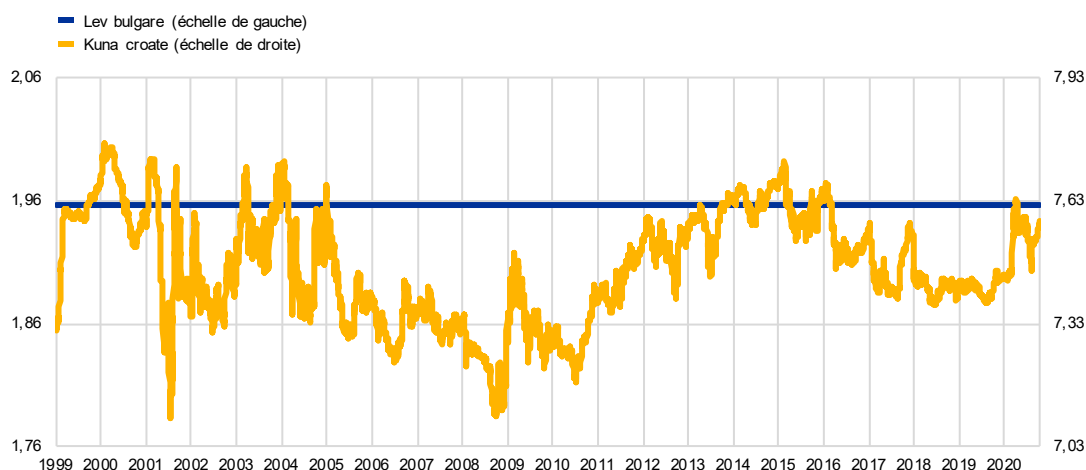
La Bulgarie et la Croatie ont toutes deux maintenu la stabilité de leur taux de change nominal pendant plus de deux décennies (cf. graphique A). La Bulgarie a adopté un dispositif de caisse d'émission en juillet 1997 afin de remédier aux tensions hyperinflationnistes. Ce dispositif s'appuyait initialement sur une obligation juridique pour la Banque nationale de Bulgarie (Българска народна банка), inscrite dans la loi sur la Banque nationale de Bulgarie, d'échanger la monnaie nationale au taux de 1 000 anciens levs bulgares pour 1 Deutsche Mark. Après une redénomination (purement nominale) du lev bulgare en juin 1999, le taux de change fixe a été réaligné à 1 nouveau lev bulgare pour 1 Deutsche Mark. Lorsque le Deutsche Mark n'a plus eu cours légal en Allemagne en 2002, la monnaie de référence a été changée au profit de l'euro et le taux de change fixe établi à 1,95583 lev pour 1 euro, soit un taux égal au taux de conversion irrévocable entre le Deutsche Mark et l'euro. La kuna croate s'échange dans le cadre d'un régime de change flexible prévoyant un flottement étroitement administré du taux de change depuis son

introduction en 1994, sans niveau, trajectoire ou marge de fluctuation pré-annoncés, et son taux de change vis-à-vis de l'euro fluctue au sein d'une fourchette étroite de $\pm 4,5$ % autour de son niveau moyen depuis 1999.

Graphique A

Taux de change du lev bulgare et de la kuna croate vis-à-vis de l'euro

(du 4 janvier 1999 au 14 octobre 2020 ; unités de monnaie nationale par euro)



Source : BCE.

Conformément à son régime de caisse d'émission, la Banque nationale de Bulgarie échange fréquemment des levs bulgares contre des euros pour ses opérations avec les banques nationales, tandis que la Hrvatska narodna banka (Banque nationale de Croatie) n'intervient que rarement sur les marchés des changes. Comme énoncé dans la loi sur la Banque nationale de Bulgarie, les engagements monétaires de la Banque nationale de Bulgarie sont intégralement couverts par ses réserves de change, ce qui oblige la Banque à échanger ses engagements financiers contre des euros au taux de change officiel. Ainsi, l'émission de levs bulgares n'est pas discrétionnaire, mais directement liée à la disponibilité des réserves internationales. En conséquence, la Banque nationale de Bulgarie n'a pas besoin d'effectuer des interventions classiques sur les marchés des changes afin de maintenir l'ancrage du taux de change. Elle émet ou absorbe de la monnaie nationale uniquement en échange de monnaie de réserve dans les transactions avec le secteur bancaire, dites « interventions de type II », de sorte que l'offre de monnaie nationale est automatiquement égale à la demande. Dans le cas de la kuna croate, les interventions ont historiquement été menées aussi bien pour soutenir la monnaie que pour l'affaiblir ; plus récemment, cependant, jusqu'au choc lié au coronavirus (COVID-19), la Banque nationale de Croatie est intervenue surtout pour contrer les pressions à la hausse sur la monnaie.

Du fait de leurs engagements crédibles à maintenir la stabilité du taux de change, les deux banques centrales nationales ont accumulé de confortables coussins de réserves de change. Depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, la Banque nationale de Bulgarie et la Banque nationale de Croatie ont fortement accru leurs avoirs de réserves de change. En 2019, les réserves de change de la Banque nationale de Bulgarie et de la Banque nationale de Croatie représentaient, respectivement, 47 % et 38 % du PIB, dépassant nettement toutes les mesures traditionnelles de l'adéquation des réserves de change.

De même, les deux pays ont connu des améliorations significatives de leurs soldes extérieurs depuis la crise financière mondiale, leurs soldes courants étant devenus excédentaires après avoir enregistré des déficits supérieurs à 10 % du PIB. Leurs positions extérieures nettes ont également évolué de manière significative (de – 100 % du PIB environ pour les deux pays à – 50 % pour la Croatie et – 30 % pour la Bulgarie), la Bulgarie devenant ainsi l'un des pays d'Europe centrale et orientale les moins vulnérables.

En outre, ce rééquilibrage est allé de pair avec un ajustement significatif des prix et des coûts relatifs ; ainsi, d'un point de vue normatif, le lev bulgare et la kuna croate ont été jugés conformes aux fondamentaux. L'évaluation des soldes extérieurs des deux pays au moment de rejoindre le MCE II a suggéré que leurs soldes courants étaient relativement proches de leur niveau corrigé du cycle, et même légèrement supérieurs au niveau de référence à moyen terme des soldes courants, signe que les monnaies n'étaient pas surévaluées. Dans le même temps, les niveaux de prix relatifs dans les deux pays étaient proches des niveaux de revenu relatifs suggérés par une analyse économétrique comparative. En 2019, le niveau des prix en Bulgarie représentait 52 % du niveau des prix dans la zone euro, tandis que son PIB en volume par tête s'élevait à 49 % de celui de la zone euro. En Croatie, le niveau des prix représentait 65 % du niveau des prix dans la zone euro, tandis que son PIB en volume par tête s'élevait à 60 % de celui de la zone euro.

En l'absence de distorsion significative du taux de change réel, les parties au MCE II ont décidé de fixer les cours pivots du lev bulgare et de la kuna croate aux mêmes niveaux que les taux du marché. Dans le cas du lev bulgare, ce taux était égal au taux de change fixe pratiqué dans le cadre du dispositif de caisse d'émission. Ainsi, le lev bulgare a été intégré avec un cours pivot égal au taux de change fixe de 1,95583 lev pour 1 euro. La kuna croate a été intégrée avec un cours pivot égal à 7,53450 kunas pour 1 euro, correspondant au niveau du taux de change de référence (tel que publié par la BCE sur la base d'une consultation quotidienne entre banques centrales européennes) avant son intégration.

Les monnaies des deux pays ont été intégrées au MCE II avec une marge de fluctuation standard de ± 15 %. Dans le même temps, il a été accepté que la Bulgarie rejoindrait le MCE II en conservant son dispositif existant de caisse d'émission sous la forme d'un engagement unilatéral, n'imposant ainsi aucune obligation supplémentaire à la BCE.

5 Conclusion : les prochaines étapes et les défis qui les accompagnent

La participation au MCE II est une étape nécessaire vers l'adoption de l'euro.

Actuellement, 19 États membres de l'UE ont adopté une politique monétaire commune et l'euro comme monnaie commune. Conformément au Traité, l'ensemble des autres États membres de l'UE à l'exception du Danemark sont censés adopter l'euro dès lors qu'ils satisferont aux exigences requises.

Du point de vue de la procédure, la décision d'adopter l'euro est prise par le Conseil de l'Union européenne conformément aux dispositions correspondantes du Traité, notamment la nécessité de participer au MCE II pendant au moins deux ans. Le processus est défini à l'article 140 et au protocole

n° 13 du Traité et peut être résumé de la manière suivante. Après consultation du Parlement européen et après discussion au Conseil européen, le Conseil, sur proposition de la Commission européenne, décide quels États membres bénéficiant d'une dérogation remplissent les conditions nécessaires à l'adoption de l'euro. Cette décision est prise sur la base des critères économiques et juridiques de Maastricht. Les rapports sur la convergence examinant le respect de ces critères sont préparés par la Commission européenne et par la BCE. Le Conseil agit – sur la base de la recommandation d'une majorité qualifiée d'États membres de l'UE appartenant à la zone euro – au plus tard six mois après réception de la proposition de la Commission, qui s'appuie sur les conclusions des rapports sur la convergence. Les prochains rapports sur la convergence devraient être publiés courant 2022.

Du point de vue de la politique économique, l'adoption de l'euro offre aux États membres la possibilité, mais pas la garantie, de bénéficier d'importants avantages. En particulier, l'adoption d'une monnaie commune ayant cours légal favorise la stabilité monétaire, ce qui se traduit par un environnement de taux d'intérêt réels bas et stables. En revanche, cet avantage peut également exposer un pays à des vulnérabilités s'il considère la stabilité monétaire comme un substitut à des politiques économiques rigoureuses et durables.

L'article 140 du TFUE énonce sans ambiguïté qu'un pays devrait parvenir à « un degré élevé de convergence durable » avec la zone euro avant d'introduire l'euro. Cela signifie que l'adoption de l'euro devrait être soutenable sur le long terme. Des facteurs comme des structures économiques résilientes, la stabilité financière, la qualité des institutions et de la gouvernance ainsi que le renforcement progressif de l'architecture de l'UE jouent également un rôle très important. Par conséquent, le processus de convergence n'est pas automatique et devrait plutôt être considéré, à l'échelle du pays, comme le résultat d'efforts constants avant et après l'adoption de l'euro, c'est-à-dire comme un continuum. C'est pour ces raisons que les communiqués de presse de la BCE en date du 10 juillet 2020 concernant l'intégration du lev bulgare et de la kuna croate au MCE II ont également mis l'accent sur l'« engagement ferme » de la part des autorités respectives « à poursuivre des politiques économiques saines dans le but de préserver la stabilité économique et financière et d'atteindre un degré élevé de convergence économique durable »⁹⁴.

Le rôle du MCE II comme phase préparatoire à l'adoption de l'euro et le changement de régime qu'il implique créent des défis auxquels il faudra répondre. Les engagements préalables pris par les autorités bulgares et croates ces dernières années ont favorisé l'introduction de mesures importantes qui réduiront les risques dans le cadre du MCE II. Il faut donc se féliciter des mesures additionnelles de politique structurelle annoncées au moment de rejoindre le MCE II. Toutefois, si les deux pays ont pris des mesures cruciales afin de remédier aux déséquilibres macroéconomiques, ils doivent encore accomplir d'importants progrès du point de vue de la qualité globale des institutions et de la gouvernance. À cet égard, l'adoption d'une vision à long terme dans l'élaboration de la politique

⁹⁴ Cf. les communiqués de presse de la BCE intitulés « [Communiqué sur la Bulgarie](#) » et « [Communiqué sur la Croatie](#) » du 10 juillet 2020.

économique sera décisive pour l'avenir, particulièrement au regard des nouveaux risques de divergence dus au choc lié au coronavirus (COVID-19).

Enfin, ces efforts devront également inclure des mesures visant à empêcher que le passage à l'euro ne serve d'excuse aux entreprises et aux responsables de la fixation des prix pour pratiquer des hausses de prix injustifiées, susceptibles de nuire à la confiance de la population dans la monnaie unique.

À cet égard, les autorités nationales, en coopération avec la Commission européenne et la BCE, peuvent bénéficier des expériences passées d'autres pays en matière de passage à l'euro, et s'inspirer notamment de mesures telles les campagnes d'information du public et l'introduction d'un double affichage des prix, ainsi que des accords avec les associations concernées. La BCE s'engage pleinement, aux côtés de la Commission, à soutenir les autorités bulgares et croates dans la promotion de campagnes destinées à prévenir un arrondi des prix.

L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro

Robert Anderton, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Lara Vivian

1 Introduction

Le marché du travail de la zone euro a été gravement affecté par la pandémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures d'endiguement associées.

L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont affiché les baisses les plus élevées jamais observées. Le chômage a augmenté plus lentement et dans une moindre mesure, reflétant le recours massif aux dispositifs de maintien de l'emploi et les transitions vers l'inactivité. L'ajustement du marché du travail s'est opéré principalement via une forte baisse du nombre moyen d'heures travaillées. En outre, la population active a baissé d'environ cinq millions de personnes au premier semestre 2020, soit un demi-million de plus que sa hausse enregistrée entre mi-2013 et le quatrième trimestre 2019.

L'offre de main-d'œuvre et les chocs de demande agrégée contribuent à expliquer la baisse du nombre total d'heures travaillées. Une analyse effectuée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel intégrant des restrictions de signe montre que les chocs sur l'offre de main-d'œuvre et la productivité représentent ensemble un tiers environ de la diminution totale du nombre d'heures travaillées au deuxième trimestre 2020. Cela reflète à la fois l'effet des confinements, qui ont contraint les entreprises à fermer temporairement ou à réduire leur activité, et le recul de la population active, qui traduit peut-être également un certain découragement lié à la pandémie. Selon les estimations, le choc négatif sur la demande agrégée représenterait environ un quart de la baisse du nombre total d'heures travaillées, reflétant à la fois des contraintes de demande et des effets éventuels de l'incertitude relative au comportement de consommation.

Le recours massif aux dispositifs de maintien de l'emploi dans la zone euro a fortement influencé l'évolution du marché du travail. Lorsque les gouvernements de la zone euro ont introduit des mesures d'endiguement pour limiter la propagation du virus, ils ont également élaboré des politiques de soutien du marché du travail, mettant l'accent en particulier sur les dispositifs de maintien de l'emploi sous forme de chômage partiel et de chômage technique. Ces dispositifs permettent d'expliquer l'ajustement via le nombre moyen d'heures travaillées. Ils permettent également d'expliquer pourquoi la rémunération par tête a sensiblement diminué dans la zone euro pendant la pandémie de COVID-19, tandis que la rémunération horaire a légèrement augmenté sur la même période ⁹⁵. Des indicateurs à haute fréquence relatifs à la demande de main-d'œuvre et aux nouvelles embauches apportent un éclairage sur l'incidence de la crise sur le marché du travail. Ces indicateurs

⁹⁵ La baisse consécutive du revenu des ménages a été amortie dans une certaine mesure par les aides fiscales, les dispositifs de maintien de l'emploi et les autres mesures de soutien.

montrent que le marché du travail est resté déprimé au quatrième trimestre 2020, malgré un certain redressement de l'emploi et des heures travaillées au troisième trimestre.

Le passage du travail sur site au télétravail constitue une caractéristique notable de la pandémie. Alors qu'en 2019, 33 % des salariés occupaient des postes éligibles au télétravail, moins de 10 % des télétravailleurs potentiels (3,3 % des salariés) déclaraient travailler de chez eux, habituellement ou occasionnellement. La situation a changé avec la pandémie et les confinements, au cours desquels plus d'un tiers des Européens ont commencé à télétravailler. Dans les premiers mois qui ont suivi le début de la pandémie, le télétravail a probablement soutenu l'emploi et le nombre d'heures travaillées dans certains secteurs, en particulier pour les travailleurs ayant un niveau d'instruction élevé. À plus long terme, la pandémie devrait accélérer la transformation numérique en cours de l'économie de la zone euro, à mesure que le télétravail et l'utilisation de la technologie numérique prendront de l'importance.

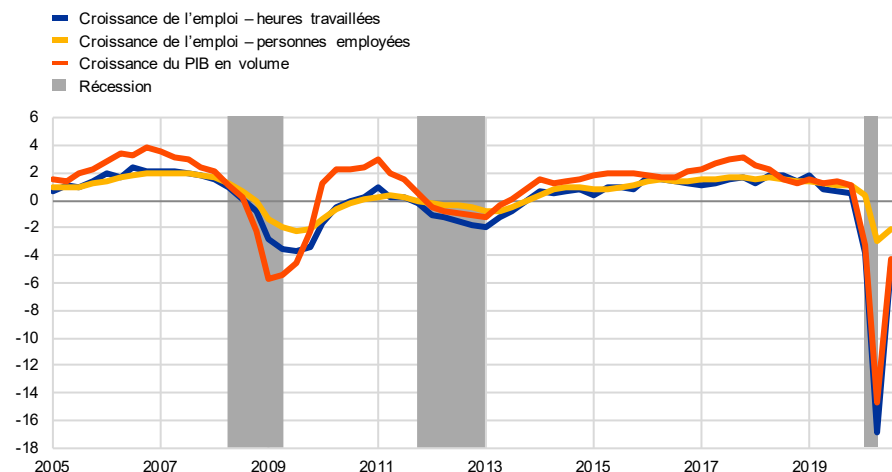
2 Évolutions de l'emploi, du chômage et du nombre d'heures travaillées

Au deuxième trimestre 2020, la pandémie de COVID-19 a entraîné la plus forte contraction jamais observée de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées. Le nombre de personnes employées était inférieur de 5,2 millions au deuxième trimestre 2020 à celui de fin 2019, soit une baisse de 3,2 %. La baisse du nombre de personnes employées au premier semestre 2020 correspond à 44 % environ de la hausse du nombre de personnes employées observée depuis le deuxième trimestre 2013. L'emploi et le nombre d'heures travaillées se sont légèrement redressés au troisième trimestre, mais ils sont demeurés sensiblement inférieurs à leurs niveaux du quatrième trimestre 2019. En outre, en dépit de la croissance historiquement faible de l'emploi observée au premier semestre 2020, les ajustements trimestriels de l'emploi sont restés relativement modérés par rapport aux variations du PIB. Le nombre total d'heures travaillées a varié nettement plus que l'emploi, et davantage également que le PIB. Au deuxième trimestre 2020, le trimestre le plus touché par les mesures d'endiguement, le nombre total d'heures travaillées a diminué de 16,8 % et le nombre moyen d'heures travaillées a reculé de 14,3 % en rythme annuel (cf. graphique 1). L'ajustement par le biais de la « marge intensive » a été facilité par le recours massif aux dispositifs de maintien de l'emploi, qui ont bénéficié des efforts déployés par les pouvoirs publics pour mettre en œuvre de nouveaux dispositifs ou élargir considérablement les dispositifs existants (cf. section 3). L'encadré 1 décrit la nature des chocs affectant le nombre total d'heures travaillées et le taux d'activité.

Graphique 1

Évolutions de l'emploi dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Les variations annuelles sont fondées sur des données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés. Les barres ombrées indiquent les récessions dans la zone euro, définies comme deux trimestres consécutifs de contraction du PIB. Dernière observation : troisième trimestre 2020.

La productivité du travail par personne employée a fortement diminué pendant la pandémie de COVID-19, tandis que la productivité du travail par heure travaillée a légèrement augmenté. Au premier semestre 2020, la productivité du

travail par tête a fortement diminué, avec une variation de – 12,1 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020, la forte baisse du PIB s'accompagnant d'une baisse plus modérée de l'emploi. En revanche, la productivité du travail par heure travaillée a augmenté de 2,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020, les heures travaillées ayant reculé davantage que le PIB (cf. graphique 1).

Cette dichotomie entre la productivité par personne employée et par heure travaillée est plus marquée que lors des récessions précédentes et reflète le recours massif aux dispositifs de maintien de l'emploi. Toutefois, la productivité du travail par personne occupée s'est sensiblement redressée au troisième trimestre.

La réaction du taux de chômage à la baisse de l'activité a été plus modérée que celles de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées. Entre février et

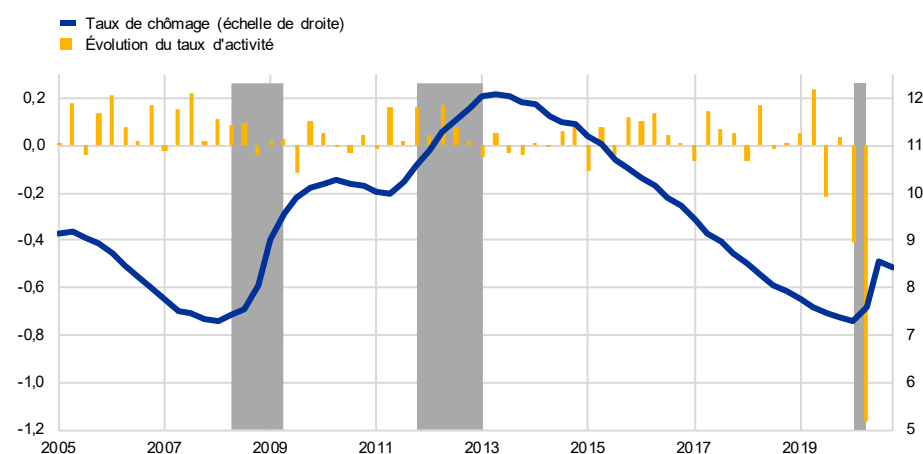
octobre 2020, le taux de chômage dans la zone euro n'a augmenté que de 1,2 point de pourcentage, à 8,4 %, malgré la forte baisse de l'emploi. Le taux de chômage a atteint 8,7 % en juillet et a diminué ensuite. La hausse limitée du taux de chômage dans la zone euro au cours des premiers mois qui ont suivi le début de la pandémie de COVID-19 contraste fortement avec les évolutions observées aux États-Unis, où une partie de l'ajustement a été réalisée par la mise au chômage technique des travailleurs. Aux États-Unis ces travailleurs sont considérés comme chômeurs, tandis que dans la zone euro, les travailleurs au chômage partiel ou au chômage technique restent, dans la plupart des cas, des salariés de leur entreprise et ne sont donc pas considérés comme des chômeurs (cf. encadré 2). La réaction plus modérée du chômage dans la zone euro à la baisse de l'activité peut être attribuée non seulement aux dispositifs de maintien de l'emploi visant à protéger l'emploi et à limiter le chômage, mais aussi au fait qu'un nombre élevé de travailleurs sont

devenus inactifs, entraînant une forte contraction du taux d'activité (cf. graphique 2). Les confinements et les autres mesures d'endiguement ont réduit la demande de main-d'œuvre et découragé les efforts de recherche de certains travailleurs qui ont perdu leur emploi et sont directement passés à un statut d'inactivité⁹⁶. La population active s'est nettement redressée au troisième trimestre, mais elle reste inférieure à son niveau du quatrième trimestre 2019.

Graphique 2

Taux de chômage et taux d'activité dans la zone euro

(échelle de gauche : en points de pourcentage, variations trimestrielles ; échelle de droite : pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Toutes les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières. La population active est mesurée par la somme de l'emploi et du chômage. Les barres ombrées indiquent les récessions dans la zone euro, définies par des périodes de deux trimestres consécutifs de contraction du PIB. Dernières observations : troisième trimestre 2020 pour le taux d'activité et octobre 2020 pour le taux de chômage.

Au deuxième trimestre 2020, le taux de chômage et le nombre total d'heures travaillées se sont éloignés de leur corrélation à long terme avec le PIB⁹⁷.

Le graphique 3 compare les taux de croissance en glissement annuel observés pour l'emploi et le nombre total d'heures travaillées et les différences observées en glissement annuel pour le taux de chômage, avec leurs réponses attendues si la relation à long terme entre ces agrégats du marché du travail et le PIB était restée stable au premier semestre 2020. La réaction de l'emploi semble globalement conforme aux prédictions de l'approche dynamique pour l'estimation de sa relation de long terme avec le PIB. Toutefois, le taux de chômage n'a pas augmenté par

⁹⁶ Au premier semestre 2020, le nombre de personnes disponibles pour travailler mais ne recherchant pas un emploi a augmenté de 3,2 millions, soit 86 % de la baisse totale de la population active telle que mesurée par l'enquête sur les forces de travail. Une mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre, qui inclut les chômeurs, les personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi, les personnes à la recherche d'un emploi mais non disponibles et les travailleurs à temps partiel qui souhaitent travailler davantage, est passée de 14,6 % à 16,3 % de la population active élargie entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2020. La population active élargie comprend les personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi et les personnes à la recherche d'un emploi mais non disponibles, en plus des travailleurs et des chômeurs.

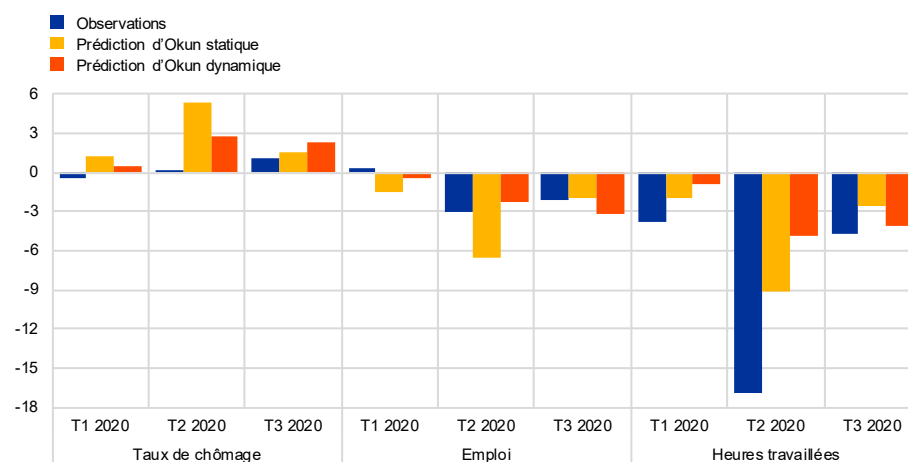
⁹⁷ Cette relation de long terme entre les principaux agrégats du marché du travail et le PIB peut être estimée selon une approche statique ou dynamique. L'approche statique fait abstraction des évolutions à court terme et à long terme de l'ajustement du marché du travail aux fluctuations du cycle d'activité, tandis que l'approche dynamique admet une réaction de longue durée du taux de chômage, de l'emploi et du total des heures travaillées aux variations observées du PIB. Indépendamment de l'approche d'estimation, cette relation de long terme aide à quantifier la baisse observée de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées ainsi que la hausse observée du taux de chômage résultant de la baisse de l'activité économique au premier semestre 2020.

rapport au deuxième trimestre 2019, tandis que le nombre total d'heures travaillées a diminué plus que n'aurait laissé prévoir sa relation de long terme avec le PIB. Au troisième trimestre 2020, les taux de croissance annuels observés de l'emploi et du nombre total d'heures travaillées semblent globalement conformes à leur relation de long terme avec la croissance du PIB, tandis que le taux de chômage reste plus faible que prévu compte tenu de sa corrélation historique avec le PIB.

Graphique 3

Prédictions fondées sur la relation de long terme entre certains agrégats du marché du travail et le PIB

(taux de chômage, en points de pourcentage ; emploi et heures travaillées, en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : La relation de long terme entre chaque variable du marché du travail et le PIB est estimée sur la base des taux de croissance annuels ou des différences annuelles (dans le cas du taux de chômage) jusqu'au quatrième trimestre 2019. Les incidences sont ensuite calculées comme la réponse des variables du marché du travail à la baisse observée du PIB en glissement annuel au premier et au deuxième trimestre de 2020, selon la loi d'Okun. La prédiction d'Okun dynamique est fondée sur un modèle autorégressif à retards échelonnés et admet une réponse dynamique des agrégats du marché du travail à la baisse du PIB.

Encadré 1

Principaux déterminants des évolutions du marché du travail : analyse SVAR

Claudia Foroni et Matthias Mohr

Le présent encadré examine les évolutions récentes du nombre total d'heures travaillées et de la population active dans la zone euro sur la base d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) intégrant des restrictions de signe. Cette approche peut être utilisée pour décomposer les variations en glissement annuel des quatre variables endogènes présentées dans le tableau A en contributions cumulées de quatre chocs économiques spécifiques, à savoir (a) un choc entraînant une augmentation de la demande de travail ; (b) un choc technologique ou de productivité, qui peut être considéré comme un changement brusque de la technologie de production des entreprises ; (c) un choc constituant une modification exogène de l'offre de main-d'œuvre (via un choc sur le taux d'activité) ; et (d) un choc de négociation salariale, qui peut être considéré comme une modification du pouvoir de négociation des travailleurs. Ces chocs ne sont pas observables et sont

identifiés par l'application de restrictions sur le sens dans lequel les variables endogènes évoluent en réponse à l'incidence des chocs, comme exposé dans le tableau A ⁹⁸.

Tableau A

Restrictions appliquées à l'incidence des chocs sur les variables endogènes

Variable endogène	Choc de demande de main-d'œuvre	Choc de productivité	Choc d'offre de main-d'œuvre	Choc de négociation salariale
Heures travaillées	+	+	+	-
Déflateur du PIB	+	-	-	+
Salaires réels		+	-	+
Population active			+	+

Notes : Le tableau présente les restrictions sur le signe de l'effet instantané de chaque choc (première colonne) sur la variation trimestrielle de la variable endogène correspondante (première colonne). Un « + » (« - ») indique que la variable réagit positivement (négativement) à l'effet du choc, tandis qu'une cellule vide signifie qu'aucune restriction n'est appliquée au sens de la réponse à cet effet. Le modèle SVAR est estimé sur la base de variations en glissement trimestriel des variables entre le deuxième trimestre 1995 et le quatrième trimestre 2019. Les « salaires réels » sont définis comme une rémunération horaire déflatée par le déflateur du PIB.

D'un point de vue économique, ces chocs peuvent rendre compte d'événements différents. Une augmentation du pouvoir de négociation des salaires peut être liée à des mesures de politique économique, telles qu'un relèvement du salaire minimum. De même, les réformes structurelles visant à réduire les coûts de main-d'œuvre et à accroître la flexibilité des marchés du travail, telles qu'une réduction des indemnités de chômage ou l'autorisation de déroger aux conventions collectives, peuvent être considérées comme des exemples de chocs négatifs liés aux négociations salariales. Les chocs positifs sur l'offre de main-d'œuvre peuvent être liés aux vagues de migration, aux changements dans les préférences des travailleurs, ou aux réformes institutionnelles qui modifient les effectifs de la population active, comme un relèvement de l'âge de départ à la retraite. Les chocs positifs sur la demande agrégée recouvrent des événements qui entraînent une augmentation de la demande de biens et de services dans l'économie domestique, tels qu'un accroissement inattendu de la demande extérieure ou une hausse de la confiance, susceptible d'inciter les gens à dépenser davantage pour des biens d'équipement ou de consommation. Dans ce contexte, un tel choc accroîtrait également la demande de main-d'œuvre, de sorte que le nombre total d'heures travaillées augmenterait. Enfin, les chocs de productivité positifs peuvent être des innovations technologiques qui facilitent la production ou la distribution des biens et services ou donnent naissance à de nouveaux produits, mais ils couvrent également l'incidence des réformes économiques destinées à améliorer le volet offre de l'économie (par exemple, accroître la concurrence en supprimant les réglementations inefficaces).

Le graphique A présente l'effet cumulé des chocs identifiés sur les variations annuelles du nombre total d'heures travaillées et de la population active jusqu'au deuxième trimestre 2020 ⁹⁹. Comme le montre la partie supérieure gauche, le modèle SVAR interprète la forte baisse du nombre total d'heures travaillées observée au deuxième trimestre 2020 comme étant principalement induite par

⁹⁸ Les restrictions sur l'incidence des chocs sur les variables endogènes peuvent être établies à partir de modèles économiques théoriques. Pour une description d'un modèle similaire et une explication des restrictions, cf. Foroni (C.), Furlanetto (F.) et Lepetit (A.), « *Labor Supply Factors and Economic Fluctuations* », *International Economic Review*, vol. 59, n° 3, 2018, p. 1491-1510.

⁹⁹ Les chocs sont obtenus en estimant un modèle SVAR avec des paramètres stables dans le temps pour la zone euro, avec les restrictions de signe définies dans le tableau A, du deuxième trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019. Les chocs pour les premier et deuxième trimestres 2020 sont calculés sur la base des chocs passés estimés, des paramètres estimés et des données disponibles pour les quatre variables sur cette période. Le modèle est estimé à l'aide des variations trimestrielles des variables endogènes, mais les graphiques de l'encadré montrent la décomposition des changements transformés en taux de variation annuels. La composante résiduelle représente la moyenne non conditionnelle des variables.

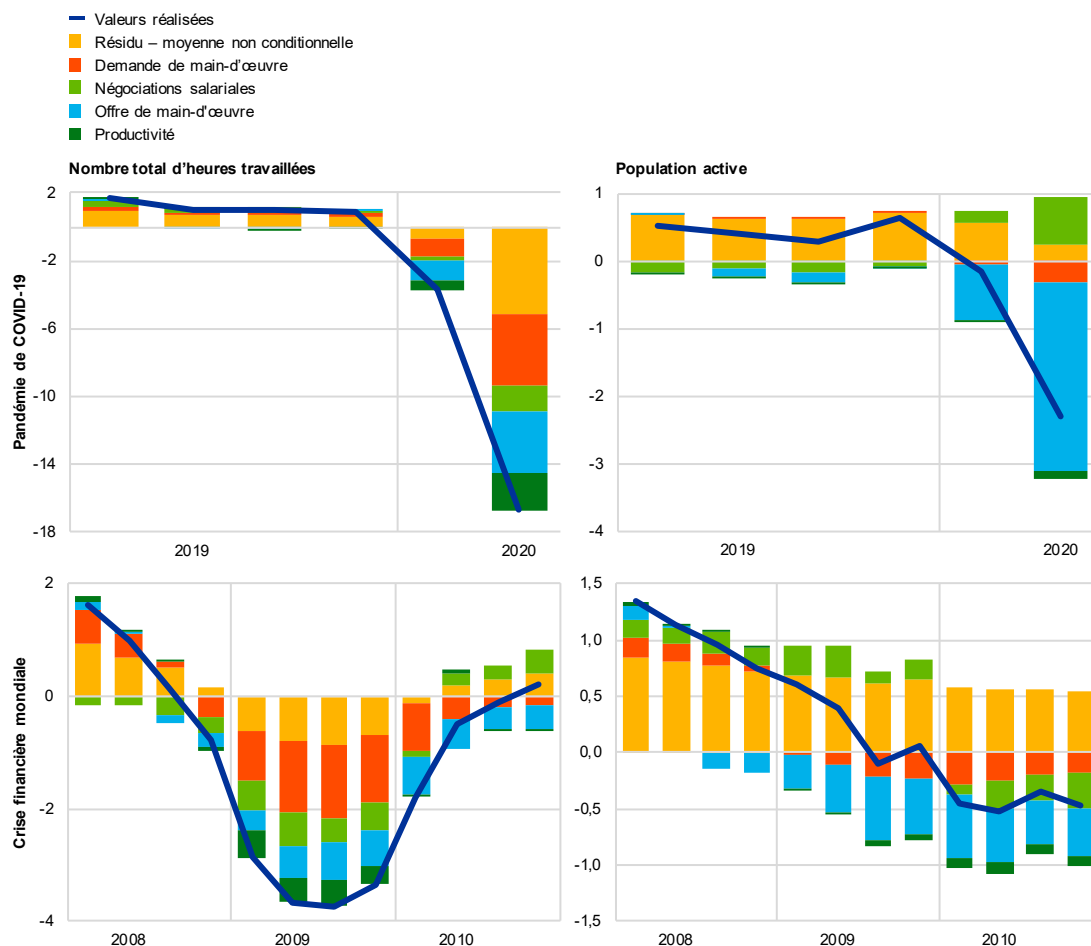
des chocs sur l'offre et la demande ¹⁰⁰. Du côté de l'offre, les chocs sur l'offre de main-d'œuvre et sur la productivité représenteraient ensemble plus du tiers de la baisse totale du nombre d'heures travaillées. Cela reflète l'incidence des mesures de confinement et d'endiguement introduites par les autorités nationales pendant la pandémie, qui ont obligé un grand nombre de magasins et d'entreprises à fermer temporairement ou à réduire leur activité. En outre, l'incidence négative du choc sur l'offre de main-d'œuvre recouvre les travailleurs qui ont perdu leur emploi pendant la crise pandémique et n'ont pas cherché un nouveau poste immédiatement. Ces travailleurs ont été déclarés inactifs, ce qui a entraîné une forte baisse de la population active recensée au cours des deux premiers trimestres de 2020. L'incidence d'un choc négatif sur la demande est estimée représenter environ un quart de la baisse du nombre total d'heures travaillées au deuxième trimestre. Cela reflète des contraintes sur la demande de services résultant des mesures de confinement ainsi que d'autres facteurs, tels qu'une augmentation de l'incertitude pendant la pandémie, qui a freiné la consommation. L'incidence d'un choc positif de hausse des salaires explique, selon les estimations, moins d'un dixième de la baisse observée du nombre total d'heures travaillées au deuxième trimestre, principalement en raison d'une forte augmentation observée de la rémunération horaire (cf. encadré 3 pour les évolutions de la rémunération horaire). Sans surprise, la forte baisse du taux d'activité s'explique principalement par l'incidence du choc sur l'offre de main-d'œuvre, comme le montre la partie supérieure droite du graphique A. Selon les estimations, la composante résiduelle représente moins d'un tiers de la baisse du nombre total d'heures travaillées.

¹⁰⁰ Au premier trimestre, l'incidence de la pandémie sur l'économie s'est exercée principalement au mois de mars. Les résultats des deux premiers trimestres de 2020 dressent un tableau comparable à celui décrit ici pour le deuxième trimestre 2020.

Graphique A

Contributions des chocs aux variations du nombre total d'heures travaillées et de la population active dans la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Les réactions du nombre total d'heures travaillées et des effectifs de la population active ont été nettement plus importantes durant la pandémie actuelle de COVID-19 que pendant la crise financière, mais une comparaison des effets des chocs lors des deux récessions met à la fois en évidence des similitudes intéressantes et des différences importantes. Comme lors de la pandémie actuelle, la majeure partie de la baisse du nombre total d'heures travaillées durant la crise financière s'explique également par les chocs sur l'offre de main-d'œuvre, la productivité et la demande (cf. graphique A, partie inférieure gauche). Toutefois, contrairement à la pandémie actuelle, le choc dominant au plus fort de la crise financière en 2009 a été le choc sur la demande, qui a représenté une part de la baisse du nombre total d'heures travaillées plus importante que les deux chocs du côté de l'offre. Enfin, lors des deux récessions, les chocs sur l'offre de main-d'œuvre ont été les principaux facteurs à l'origine de la diminution de la population active, qui s'est accompagnée dans les deux cas d'une baisse du nombre total d'heures travaillées.

Encadré 2

L'incidence de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail aux États-Unis

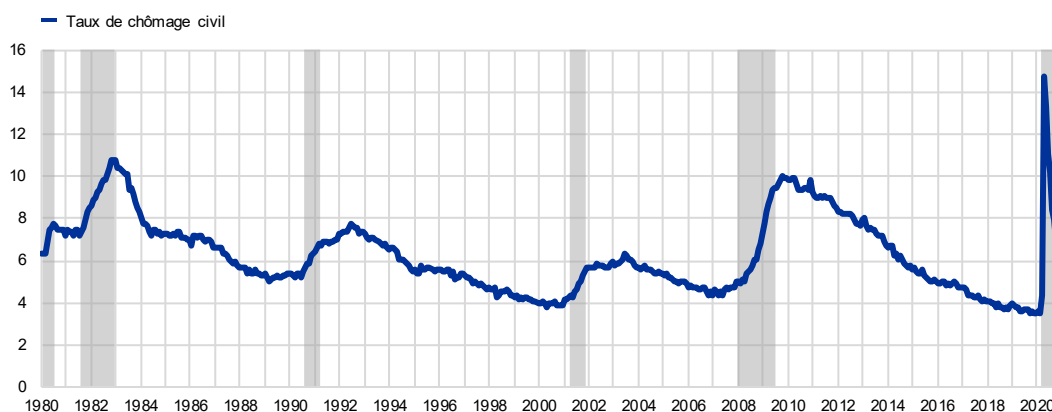
Ramon Gomez Salvador

La mise à l'arrêt généralisée de l'économie américaine pour contrôler l'épidémie de COVID-19 a entraîné une hausse sans précédent du chômage et une baisse du taux d'activité. Entre février et avril 2020, quelque 25 millions d'emplois ont été détruits et le taux de chômage est passé de 3,5 % à 14,7 % (cf. graphique A), les travailleurs au chômage technique représentant 75 % des nouveaux chômeurs ¹⁰¹. Au cours des six premières semaines de mise à l'arrêt, environ 30 millions de personnes ont demandé à percevoir des indemnités de chômage, tandis que 8 millions de travailleurs ont quitté la population active en mars et en avril ¹⁰².

Graphique A

Taux de chômage

(en pourcentage de la population active civile, données corrigées des variations saisonnières)



Source : Bureau des statistiques du travail (BLS)

Notes : Les données relatives à la population active sont limitées aux personnes âgées de 16 ans et plus. Les zones grisées indiquent les dates de récession déterminées par le Comité de datation du cycle conjoncturel du NBER. Dernière observation : octobre 2020.

Le recul de l'emploi a été sans précédent par rapport aux récessions précédentes. Un angle pertinent pour comprendre l'augmentation du chômage est son lien avec la baisse de l'emploi liée aux évolutions du taux d'activité. Le graphique B montre que, lors des récessions passées, la hausse du chômage était essentiellement liée à la baisse de l'emploi. En revanche, lors de la crise de la COVID-19, non seulement la baisse de l'emploi a été forte par rapport aux récessions précédentes, mais la baisse du taux d'activité a également limité la hausse du chômage dans une plus large mesure que par le passé. Les heures travaillées par personne employée ont aussi présenté un ajustement un peu plus marqué que lors des récessions précédentes (cf. graphique B).

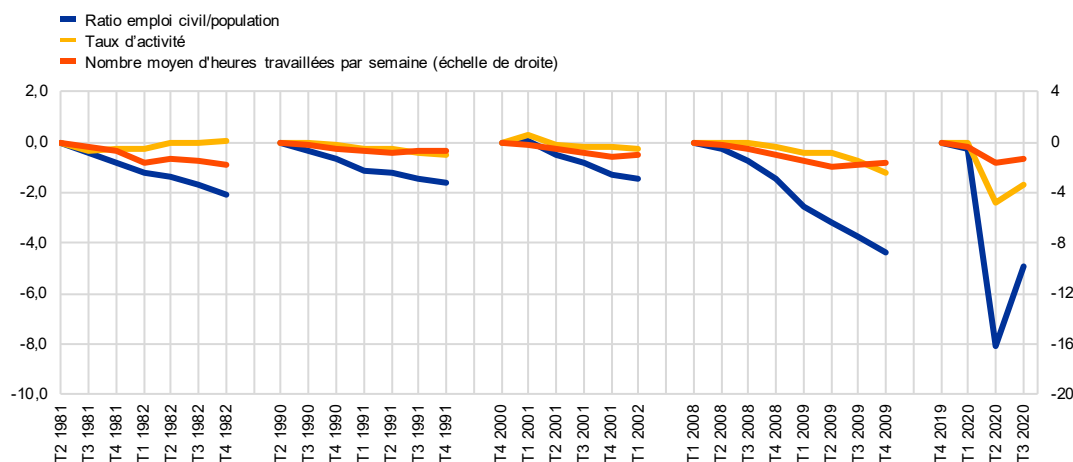
¹⁰¹ Aux États-Unis, les travailleurs au chômage technique sont ceux classés comme chômeurs auxquels une date de reprise du travail a été annoncée ou qui s'attendent à reprendre un travail dans les six mois.

¹⁰² Le sévère ajustement est intervenu malgré l'introduction de mesures visant à limiter le chômage, notamment : a) le *Paycheck Protection Program*, qui accorde des prêts et des garanties aux entreprises comptant jusqu'à 500 salariés pour couvrir les charges salariales, le remboursement des prêts immobiliers ou le paiement des loyers, les services collectifs et les prestations de santé, lorsque les prêts sont éligibles à une remise de dette partielle ou totale si l'entreprise maintient la plupart de ses salariés d'avant la crise au sein de ses effectifs ; et b) l'*Employee Retention Tax Credit*, un crédit d'impôt égal à 50 % du salaire qualifié payé par les employeurs éligibles jusqu'à fin 2020, à condition que les entreprises maintiennent les travailleurs au sein de leurs effectifs.

Graphique B

Taux d'emploi, taux d'activité et nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées pendant la crise de la COVID-19 et lors des récessions antérieures

(échelle de gauche : en points de pourcentage ; échelle de droite : variations en pourcentage)



Sources : Bureau des statistiques du travail (BLS) et calculs des auteurs.

Note : Le graphique représente les évolutions cumulées au cours de chaque récession.

Malgré le rebond rapide du marché du travail, il faudra du temps pour que le taux de chômage renoue avec ses niveaux d'avant la COVID-19. Le taux de chômage est revenu à 6,9 % en octobre, soit 7,8 points de pourcentage de moins qu'en avril. Entre avril et octobre, le nombre de travailleurs employés a augmenté de 16,4 millions en raison de la réinsertion sur le marché du travail de travailleurs en chômage technique. Le nombre d'heures hebdomadaires travaillées a également montré des signes de reprise. Toutefois, selon les prévisions du Comité fédéral de l'*open market* publiées en septembre 2020, le taux de chômage ne devrait pas revenir aux niveaux d'avant la récession avant 2023.

3 Dispositifs de maintien de l'emploi

Les dispositifs de maintien de l'emploi ont atteint des niveaux sans précédent dans les premiers mois qui ont suivi le début de la pandémie de COVID-19 et jouent donc un rôle important pour expliquer les évolutions du marché du travail au cours de cette période.

En avril 2020, lorsque des mesures de confinement visant à limiter la progression de la COVID-19 ont été mises en place dans la plupart des pays de la zone euro, dont les quatre plus importants, 15 % de l'ensemble des salariés étaient au chômage partiel en Allemagne, 34 % en France, 30 % en Italie et 21 % en Espagne (cf. graphique 4). Bien que ces proportions aient diminué depuis, elles restent élevées. Au quatrième trimestre 2020, le nombre de travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi devrait augmenter en réponse aux nouvelles mesures de confinement. Pour remettre ces chiffres en perspective, en 2009, la part moyenne des salariés au chômage partiel était de 3,2 % en Allemagne, 0,8 % en France, 3,3 % en Italie et 1,0 % en Espagne ¹⁰³.

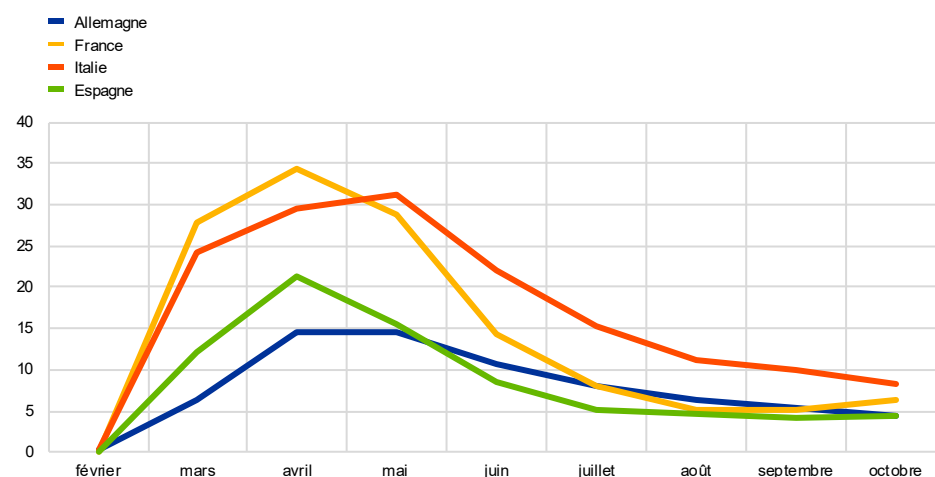
¹⁰³ Cf. [Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2010 : sortir de la crise de l'emploi](#), OCDE, 2010.

Ces dispositifs permettent d'expliquer l'ajustement du marché du travail via le nombre moyen d'heures travaillées. Ils permettent également d'expliquer pourquoi la rémunération par tête a sensiblement diminué dans la zone euro pendant la pandémie de COVID-19, tandis que la rémunération horaire a légèrement augmenté sur la même période (cf. encadré 3).

Graphique 4

Part des salariés bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi

(en pourcentage des salariés)



Sources : Estimations des auteurs établies à partir des données d'Eurostat, de l'Institut de recherche sur l'emploi (*Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung – IAB*), de l'institut ifo, du Ministère du travail, de l'emploi et de l'insertion, de l'*Instituto Nazionale Previdenza Sociale (INPS)* et du *Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones*.

Dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi, un grand nombre de travailleurs a bénéficié des réactions rapides des autorités destinées à soutenir le marché du travail au cours des premières phases de la pandémie.

Les autorités nationales des pays de la zone euro ont mis en œuvre de vastes ensembles de mesures en faveur du marché du travail au début de la pandémie de COVID-19. Les dispositifs de maintien de l'emploi ont joué un rôle prééminent et ont été largement adoptés dans l'ensemble de la zone euro. Ces mesures avaient pour but de soutenir les revenus des travailleurs et de protéger les emplois dans les entreprises pendant la pandémie de COVID-19 ¹⁰⁴. Certains pays ont introduit de nouveaux dispositifs de chômage partiel et d'autres ont remanié les dispositifs existants en augmentant leur générosité, en élargissant les critères d'admissibilité et en réduisant la charge administrative liée à l'accès aux dispositifs. Ces dispositifs ont également bénéficié d'un soutien à l'échelle de l'UE ¹⁰⁵.

Les dispositifs de maintien de l'emploi contribuent à préserver la stabilité de l'emploi à court terme, mais il est important de les concevoir de manière à limiter les effets indésirables. En particulier, ces dispositifs ont joué un rôle important au début de la pandémie de COVID-19 lorsque les entreprises ont été

¹⁰⁴ 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.

¹⁰⁵ En mai 2020, le Conseil de l'Union européenne a adopté un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE).

confrontées à une contraction soudaine de leurs ventes. Ils ont contribué à réduire les besoins de liquidité des entreprises et leur ont permis de reprendre leur activité plus rapidement après le confinement tout en préservant la relation de travail. Certaines études ont analysé l'effet de causalité du chômage partiel sur l'emploi et conclu que ces programmes contribuaient à préserver des emplois lorsque les entreprises étaient confrontées à une forte baisse de la demande ¹⁰⁶. Ces effets pourraient également être potentiellement plus importants pour les entreprises fortement endettées ¹⁰⁷. Toutefois, les dispositifs de maintien de l'emploi entraînent également des effets d'aubaine (lorsqu'ils subventionnent des emplois qui n'auraient pas été détruits) et de déplacement (lorsqu'ils subventionnent des emplois non viables). Certaines études suggèrent que les dispositifs de chômage partiel peuvent réduire l'efficacité de l'allocation des ressources de l'économie lorsqu'ils sont utilisés à grande échelle et sur longue période ¹⁰⁸. Pour ces raisons, ils devraient être limités dans le temps afin de ne pas entraver la restructuration nécessaire de l'économie, mais rester en place assez longtemps pour préserver des emplois viables qui pourraient autrement être détruits ¹⁰⁹. Ces risques sont probablement bien moindres au cours de la crise de la COVID-19 que lors des récessions conjoncturelles. En outre, certains pays ont ajusté la générosité de leurs dispositifs de maintien de l'emploi en prolongeant leur durée au-delà des premiers mois de la pandémie.

Les caractéristiques structurelles affectent les marges d'ajustement du marché du travail, mais la nature du choc, conjuguée aux cadres institutionnels du marché du travail en Europe, a conduit à l'adoption généralisée de la marge d'ajustement intensive. Un certain nombre de pays de la zone euro se caractérisent par une législation relativement stricte en matière de protection de l'emploi, ce qui rend le recours à des dispositifs de chômage partiel plus attrayant que les licenciements lorsque les entreprises sont confrontées à une baisse temporaire de la demande. Dans certains pays, cette forte protection de l'emploi entraîne une segmentation des marchés du travail et le recours aux travailleurs temporaires sert à amortir les fluctuations de la demande. Toutefois, la nature et l'ampleur de la crise de la COVID-19, ainsi que la mise en œuvre de mesures visant à faciliter l'accès au chômage partiel, ont entraîné un recours généralisé à une marge d'ajustement intensive dans la plupart des pays de la zone euro. Cette forte dépendance à l'égard de la marge d'ajustement intensive peut

¹⁰⁶ Cf., par exemple, Hijzen (A.) et Martin (S.), « *The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis* », *IZA Journal of Labour Policy*, vol. 2:5, 2013 ; et Balleer (A.), Gehrke (B.), Lechthaler (W.) et Merkl (C.), « *Does short-time work save jobs? A business cycle analysis* », *European Economic Review*, vol. 84, 2016, p. 99-122.

¹⁰⁷ Cf. Cahuc (P.), Kramarz (F.) et Nevoux (S.), « *When Short-Time Work Works* », *IZA Discussion Papers*, n° 11673, 2018.

¹⁰⁸ Cf., par exemple, Cooper (R.), Meyer (M.) et Schott (I.), « *The Employment and Output Effects of Short-Time Work in Germany* », *NBER Working Paper*, n° 23688, 2017 ; et Giupponi (G.) et Landais (C.), « *Subsidizing Labor Hoarding in Recessions: The Employment & Welfare Effects of Short Time Work* », *CEP Discussion Papers*, n° 1585, Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, 2018.

¹⁰⁹ Pour une discussion, cf. Arpaia (A.), Curci (N.), Meyermans (E.), Peschner (J.) et Pierini (F.), « *Short time working arrangements as response to cyclical fluctuation* », *European Economy Occasional Papers*, n° 64, Commission européenne, 2010 ; et Costa Dias (M.), Joyce (R.), Postel-Vinay (F.) et Xu (X.), « *The Challenges for Labour Market Policy during the COVID-19 Pandemic* », *Fiscal Studies*, vol. 41(2), 2020, p. 371-382.

également se traduire par des créations d'emplois moins nombreuses durant la période de reprise.

Encadré 3

Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19

Gerrit Koester et Elke Hahn

La croissance agrégée des salaires est essentiellement évaluée en termes de rémunération par tête ou de rémunération par heure travaillée. Pour la zone euro ces deux indicateurs ont tendance à évoluer globalement en parallèle en période normale (cf. graphique A, partie a). Toutefois, à d'autres moments ils peuvent nettement diverger, reflétant, par exemple, des baisses (temporaires) du nombre d'heures travaillées par salarié (« marge intensive »), sans que les salariés soient contraints d'absorber cette réduction du temps de travail dans leurs salaires mensuels.

Les évolutions lors de la crise financière mondiale de 2008-2009 en offrent un exemple historique.

La pandémie de COVID-19 a entraîné une nette divergence entre la rémunération par tête et la rémunération horaire. Ce phénomène a été observé dès le début de la pandémie, en particulier au deuxième trimestre 2020, où la rémunération par tête a diminué à un rythme annuel de 4,7 %, tandis que la rémunération horaire a augmenté de 9,3 % même si les différences se sont à nouveau réduites au troisième trimestre 2020 (cf. graphique A, partie b). Le nombre de salariés bénéficiant de dispositifs de maintien dans l'emploi, qui est resté élevé depuis le début de la pandémie et a atteint un pic au deuxième trimestre (cf. graphique 4 dans le corps du texte), a joué un rôle décisif dans ces évolutions, notamment du fait des implications pour les heures travaillées par personne occupée. Ces dispositifs ont tendance à avoir un effet baissier sur la rémunération par tête, les salariés conservant leur emploi mais subissant des baisses de salaire lorsqu'ils entrent dans ces dispositifs. Dans le même temps, ils ont un effet haussier sur la rémunération horaire, les heures travaillées ayant tendance à être réduites de manière nettement plus importante que les salaires ¹¹⁰. Un autre facteur compliquant l'évaluation des tendances de fond des salaires durant la pandémie correspond aux effets de composition. L'emploi reculant particulièrement fortement pour les postes peu qualifiés et les jeunes (cf. graphique 9 du corps du texte), qui ont tendance à se situer dans des tranches de salaires plus basses, les effets de composition auraient actuellement un effet haussier sur les évolutions des salaires ¹¹¹.

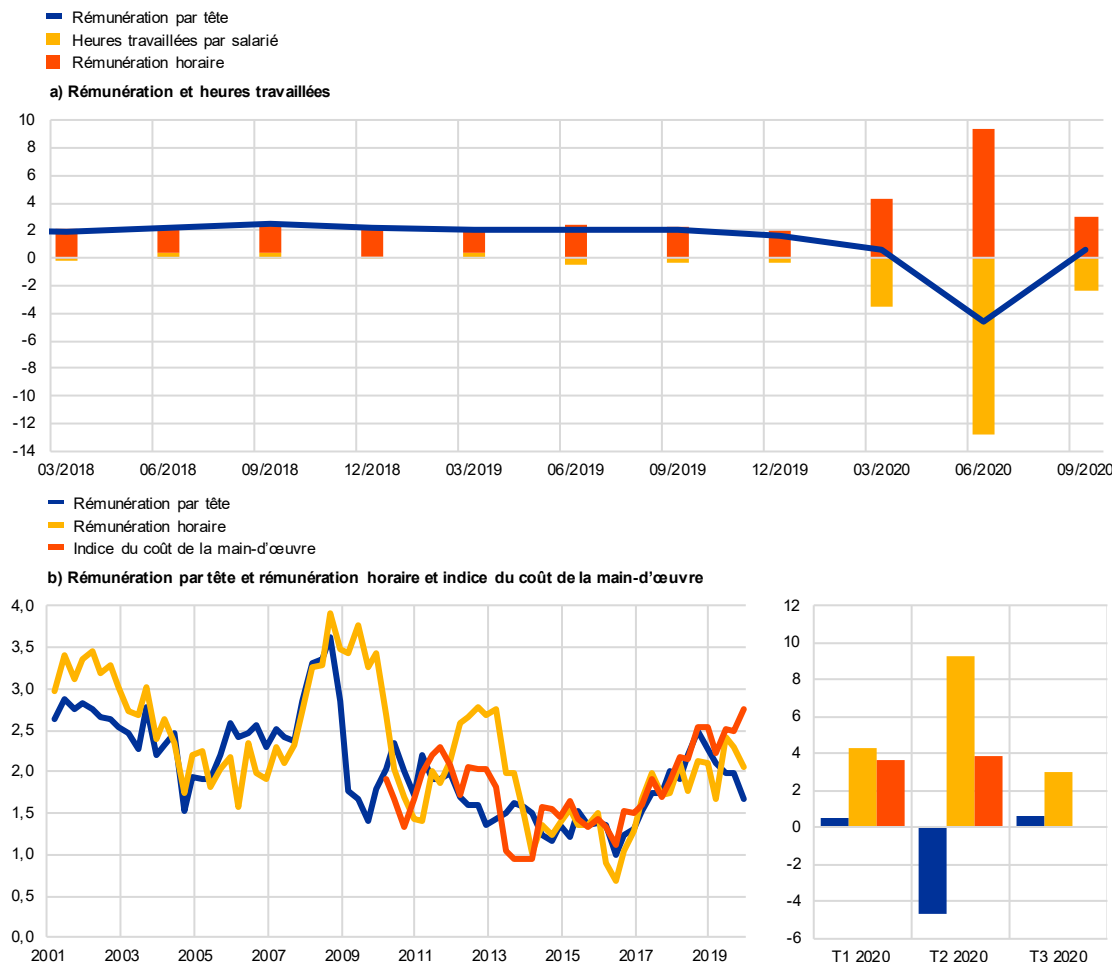
¹¹⁰ Cf. également l'encadré intitulé « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *op. cit.*

¹¹¹ Pour une discussion de ces effets de composition et de leur incidence sur l'évolution des salaires dans la zone euro lors des précédentes crises, cf. l'article intitulé « [Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

Graphique A

Évolution d'une sélection d'indicateurs relatifs aux salaires

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage, données trimestrielles)



Sources : BCE, banques centrales nationales et Eurostat.

Notes : Compte tenu des fortes variations de la rémunération par tête et de la rémunération horaire observées récemment, les rythmes annuels pour les trois derniers trimestres sont présentés sur des échelles distinctes dans la partie b. Dernière observation : deuxième trimestre 2020 pour l'indice du coût de la main-d'œuvre et troisième trimestre 2020 pour les autres données.

La mise en œuvre des mesures d'aide gouvernementales complique l'évaluation des tendances de fond des salaires durant la pandémie. Premièrement, les informations visant à déterminer le pourcentage de la rémunération agrégée et le nombre de salariés attribuables aux dispositifs de maintien dans l'emploi nécessitent des données détaillées relatives aux taux de remplacement des salaires et aux taux de souscription à ces dispositifs, qui ne sont publiés qu'avec un décalage très important. Deuxièmement, les enregistrements statistiques peuvent diverger d'un pays à l'autre. Si, dans la plupart des grands pays de la zone euro, les prestations au titre des dispositifs de soutien sont versées directement aux salariés et sont enregistrées comme des transferts sociaux, aux Pays-Bas, par exemple, les employeurs perçoivent une subvention pour financer leurs versements aux salariés. Si les prestations sont versées directement aux salariés mais sont enregistrées comme transferts sociaux, alors la rémunération rapportée au nombre d'heures travaillées diminue et les dispositifs auront un fort effet baissier sur la rémunération par tête, tandis que la rémunération horaire devrait être affectée nettement moins fortement. En revanche, dans les pays où ce dispositif est fondé sur une subvention versée aux employeurs, qui versent ensuite les

salaires pour les heures non travaillées, ces dispositifs peuvent entraîner une forte diminution de la rémunération par tête mais impliquent surtout une augmentation de la rémunération horaire.

Dans un contexte de distorsions de la rémunération par tête et de la rémunération horaire liées à ces dispositifs, des signaux pertinents pour les tendances des coûts salariaux peuvent provenir, entre autres, de l'indice du coût de la main-d'œuvre d'Eurostat, qui mesure efficacement l'évolution de la rémunération horaire, en incluant les cotisations sociales patronales et les impôts payés mais en déduisant les subventions reçues par les employeurs. D'après l'indice du coût de la main-d'œuvre pour le deuxième trimestre 2020, les coûts horaires de main-d'œuvre dans la zone euro ont augmenté de 4,2 % par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente (cf. graphique A, partie b), soit une hausse nettement moins importante que celle de la rémunération horaire ¹¹². Cela indique que la baisse du nombre d'heures travaillées en raison de la crise de la COVID-19 n'a pas été totalement contrebalancée par une hausse correspondante des coûts des entreprises, puisque dans certains cas les entreprises ont reçu des subventions introduites par les gouvernements de la zone euro pour soutenir la préservation des emplois pendant la crise.

Globalement, l'évolution des salaires est un déterminant important des tensions sur les prix dans la zone euro ¹¹³. La divergence forte et sans précédent dans l'évolution des différents indicateurs relatifs aux salaires durant la crise de la COVID-19 et les effets importants et hétérogènes des dispositifs de maintien dans l'emploi dans les différents pays de la zone euro compliquent l'évaluation des tensions sous-jacentes sur les salaires et, partant, de leur effet sur les prix. Cela montre l'importance de l'accès à des informations détaillées et rapides sur l'incidence de ces dispositifs sur les indicateurs relatifs à la croissance des salaires.

4 Le recours aux indicateurs à haute fréquence pour déterminer les évolutions du marché du travail

Les indicateurs à haute fréquence constituent un outil précieux pour comprendre rapidement les évolutions du marché du travail, notamment dans les périodes de modifications rapides et radicales de l'activité économique.

Par exemple, *Google Trends* (Tendances sur Google) fournit des informations relatives à l'intérêt des utilisateurs du moteur de recherche Google pour des thèmes spécifiques, comme les « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur). Deux autres sources qui peuvent être utilisées comme une mesure plus directe de la situation de la demande sur le marché du travail sont les publications d'offres d'emplois sur Indeed et le taux de recrutement extrait de LinkedIn ¹¹⁴.

Le nombre de publications d'offres d'emplois sur Indeed peut être utilisé comme une

¹¹² La baisse plus importante de l'indice du coût de la main-d'œuvre en 2019 est associée pour partie à une réduction permanente des cotisations sociales patronales en France, qui a remplacé le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), à partir du premier trimestre 2019.

¹¹³ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

¹¹⁴ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

approximation des évolutions de la demande de main-d'œuvre, tandis que le taux de recrutement extrait de LinkedIn fournit des informations complémentaires sur le nombre de changements d'emploi. Ces indicateurs sont disponibles bien avant la publication des statistiques officielles relatives au marché du travail et fournissent donc des informations précieuses et rapides qui peuvent contribuer à une identification précoce des évolutions de la demande de main-d'œuvre et du retour à l'emploi. Toutefois, il convient de les utiliser en complément des statistiques officielles car ils ne suivent pas les mêmes règles d'échantillonnage et peuvent ne pas être représentatifs des évolutions dans la population avec la même fiabilité que les statistiques officielles relatives au marché du travail.

L'indicateur à haute fréquence *Google Trends* de sensibilisation à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et à « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur) a enregistré un pic après l'entrée en vigueur du confinement dans les cinq principaux pays de la zone euro (cf. graphique 5). L'indicateur de sensibilisation à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et à « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur) est fondée sur des données *Google Trends* et il est construit à partir de l'étude des recherches liées à « *lay-offs* » (licenciements), « *short-time working* » (chômage partiel), « *furlough* » (chômage technique) et « *unemployment* » (chômage). Cet indicateur fournit des informations quotidiennes sur le niveau d'intérêt des utilisateurs pour la situation sur le marché du travail. En particulier, les recherches Google associées à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et à « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur) ont explosé mi-mars, avec une assez bonne corrélation entre le pic d'intérêt pour la situation sur le marché du travail et les dates d'entrée en vigueur des mesures de confinement prises dans les cinq principaux pays de la zone euro ¹¹⁵. Au fur et à mesure de l'assouplissement des mesures d'endiguement, l'indicateur de sensibilisation est revenu à ses niveaux habituels ¹¹⁶.

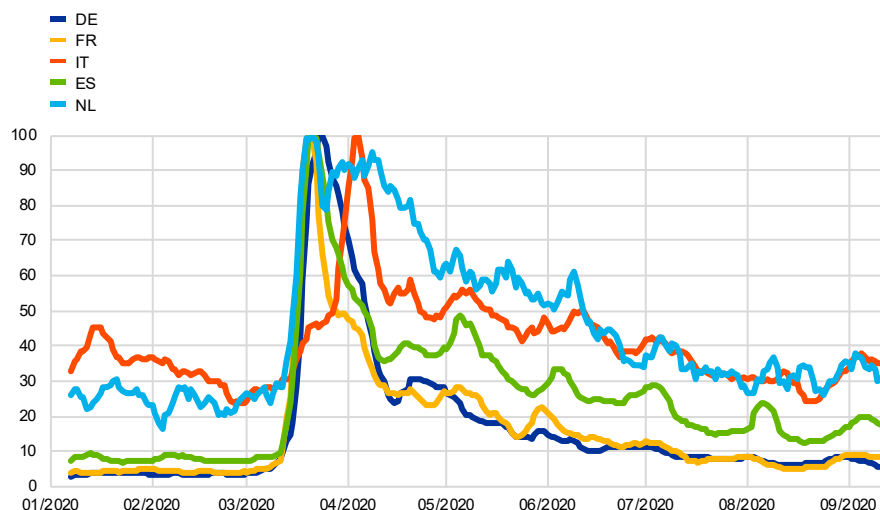
¹¹⁵ L'indicateur de sensibilisation a atteint un pic un jour après le début du confinement en Allemagne, trois jours après le début du confinement en France, sept jours après le début du confinement en Espagne et six jours après le début du confinement aux Pays-Bas. En revanche, en Italie le pic de sensibilisation à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et à « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur) a été légèrement décalé par rapport au début des mesures d'endiguement dans ce pays.

¹¹⁶ Cela reflète non seulement les améliorations observées pour l'activité économique, à l'issue de l'assouplissement des mesures d'endiguement puis de l'allègement des restrictions de déplacement au sein de la zone euro, mais également un recul de l'incertitude associé à l'entrée en vigueur et à l'utilisation des dispositifs de maintien dans l'emploi sur le marché du travail et à leur incidence sur la situation du marché du travail dans les cinq principaux pays de la zone euro.

Graphique 5

Indicateur de sensibilisation à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien dans l'emploi) et à « *unemployment conditions* » (conditions pour être comptabilisé comme chômeur)

(indice : 100 = pic d'intérêt)



Sources : Google Trends et calculs des auteurs.

Notes : La valeur de 100 représente le pic d'intérêt pour un sujet donné. L'indicateur de sensibilisation est construit comme une moyenne mobile sur sept jours de la popularité quotidienne extraite de Google Trends des termes « *lay-off* » (licenciement), « *short-time working* » (chômage partiel), « *furlough* » (chômage technique) et « *unemployment* » (chômage). Dernière observation : 15 septembre 2020

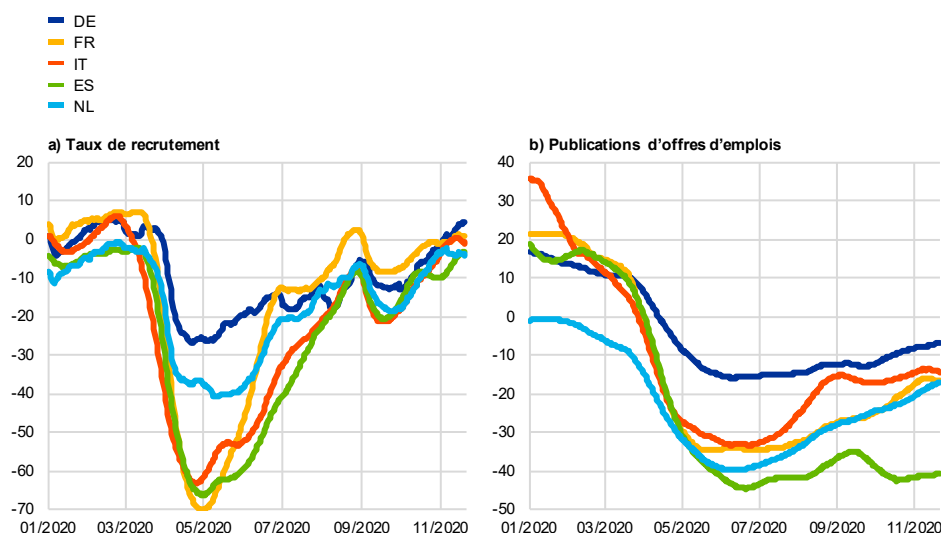
Les indicateurs relatifs au taux de recrutement et aux publications d'offres d'emplois fournissent de nouvelles indications d'une forte incidence de la pandémie sur le marché du travail.

L'indicateur relatif au taux de recrutement extrait de LinkedIn est plus étroitement corrélé aux transitions entre deux emplois et au taux de retour à l'emploi, tandis que l'indicateur relatif aux publications d'offres d'emplois sur Indeed reflète les évolutions de la demande de main-d'œuvre et peut être considéré comme un indicateur des emplois à pourvoir. Les deux indicateurs ont nettement fléchi en mars et avril lorsque la pandémie s'est installée et que les mesures de confinement ont été mises en œuvre (cf. graphique 6). Le taux de recrutement a atteint un plancher en mai avant de se redresser nettement, tout en demeurant à des niveaux nettement plus faibles que l'année précédente. Les publications d'offres d'emplois ont suivi la même tendance à la baisse que le taux de recrutement, mais commencent seulement à se redresser à un rythme lent et se situent toujours globalement à des niveaux faibles et comparables à ceux atteints en mai. La différence entre les deux indicateurs pourrait traduire le fait que certains de ces nouveaux recrutements s'opèrent sur la base d'offres d'emplois antérieures ou sur recommandation.

Graphique 6

Indicateurs à haute fréquence du marché du travail : taux de recrutement et publications d'offres d'emplois

(taux de croissance annuels, pourcentages)



Sources : LinkedIn, Indeed et calcul des auteurs.

Notes : La méthodologie servant de base aux indicateurs à haute fréquence relatifs aux nouveaux recrutements et aux publications d'offres d'emplois est précisée dans l'encadré intitulé « Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020. Dernière observation : 20 novembre 2020.

5 L'incidence de la crise selon les pays, secteurs d'activité, groupes démographiques et types d'emplois

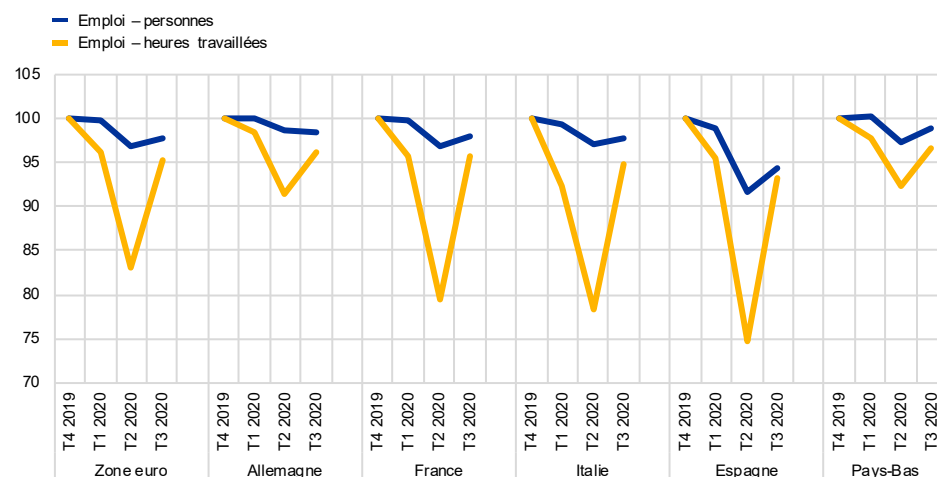
La pandémie de COVID-19 se répercute de façon hétérogène sur les marchés du travail de la zone euro selon plusieurs dimensions. La présente section analyse les divergences en termes d'incidence de la pandémie selon les pays de la zone euro et les secteurs d'activité, certains secteurs étant plus exposés que d'autres aux modifications des profils de la demande. Elle analyse également l'incidence de la pandémie sur les différents groupes démographiques et types de contrats de travail. En outre, cette section étudie l'adoption du télétravail durant la pandémie et son potentiel d'utilisation future.

L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail est très négative et généralisée à tous les pays de la zone euro. Les mesures de confinement dans l'ensemble de la zone euro ont commencé à entrer en vigueur fin février et leur assouplissement a débuté à partir de mi-mai. Si les dates précises de début et de fin des confinements ont varié, l'essentiel de l'effet sur l'activité économique et les destructions d'emplois s'est concrétisé au deuxième trimestre 2020. Le graphique 7 montre l'effet cumulé de la pandémie sur le marché du travail durant les trois premiers trimestres de 2020 pour les cinq principaux pays de la zone euro. Si la contraction de l'emploi a été substantielle pour tous les grands pays, il existe une certaine hétérogénéité entre les pays, ce qui traduit des différences dans l'intensité des réponses apportées par les autorités à la pandémie et dans la composition sectorielle des économies.

Graphique 7

Évolutions de l'emploi et du nombre d'heures travaillées

(indice base 100 au T4 2019)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Le nombre total d'heures travaillées a diminué dans tous les grands secteurs de la zone euro au deuxième trimestre 2020. L'ampleur de la baisse a été

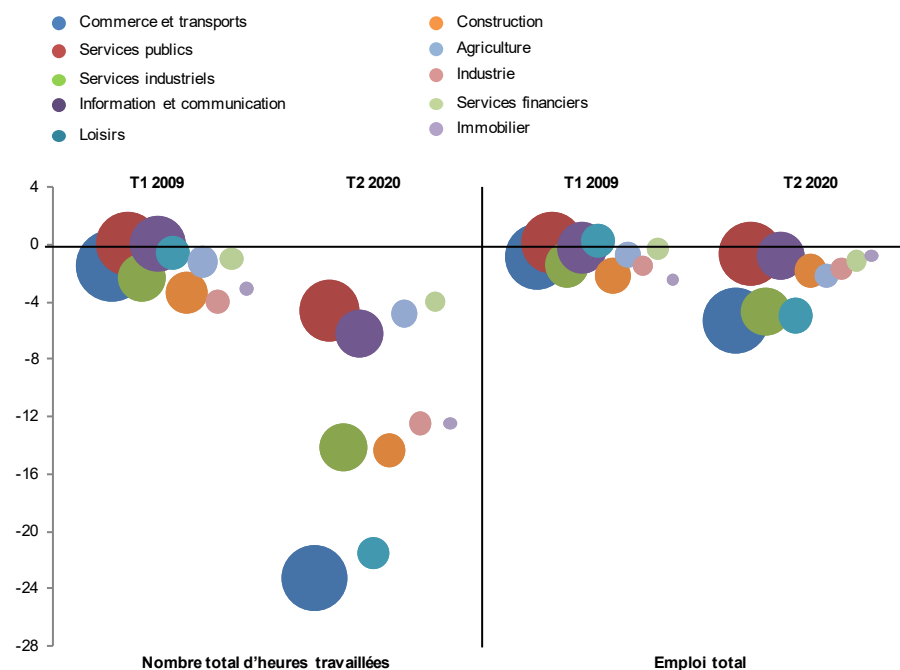
différente selon les secteurs, reflétant en partie la sévérité des mesures de confinement affectant chaque secteur ¹¹⁷. Une comparaison avec le premier trimestre 2009, lorsque la croissance de l'emploi et l'évolution du nombre total d'heures travaillées ont atteint un point bas durant la crise financière, montre que la baisse trimestrielle du nombre total d'heures travaillées a été plus importante dans tous les secteurs clés lors de la récente récession liée à la pandémie (cf. graphique 8). En rythme trimestriel, la diminution du nombre total d'heures travaillées dans les services liés aux loisirs au deuxième trimestre 2020 a été 40 fois plus forte que la baisse correspondante enregistrée au premier trimestre 2009, tandis que dans le secteur du commerce et des transports, le recul a été 15 fois plus important. Au deuxième trimestre 2020, la croissance de l'emploi dans les différents secteurs clés a également été plus variée qu'au premier trimestre 2009. Pour autant, par rapport à la configuration observée pendant la crise financière, la configuration sectorielle de la contraction de l'emploi total présente une plus grande analogie que la configuration sectorielle de la diminution du nombre total d'heures travaillées. Cela reflète un recours généralisé aux mesures de maintien dans l'emploi afin de stabiliser l'emploi durant la présente récession liée à la pandémie. Si les dispositifs de maintien dans l'emploi ont contribué à stabiliser l'emploi, ces politiques peuvent également empêcher une réallocation efficiente des travailleurs dans les différents secteurs. Plus la pandémie durera longtemps, plus cette réallocation devrait être importante.

¹¹⁷ Pour une étude de la corrélation possible entre les différents résultats sectoriels et les projections macroéconomiques de la zone euro, cf. l'encadré intitulé « Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro. », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

Graphique 8

Nombre total d'heures travaillées et emploi total dans la zone euro selon les secteurs

(taux de variation trimestriels, pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Note : L'aire des bulles reflète la part du secteur correspondant dans l'économie totale.

La contraction de l'emploi a été la plus forte pour les travailleurs temporaires, les jeunes et les travailleurs dont le niveau d'éducation est faible.

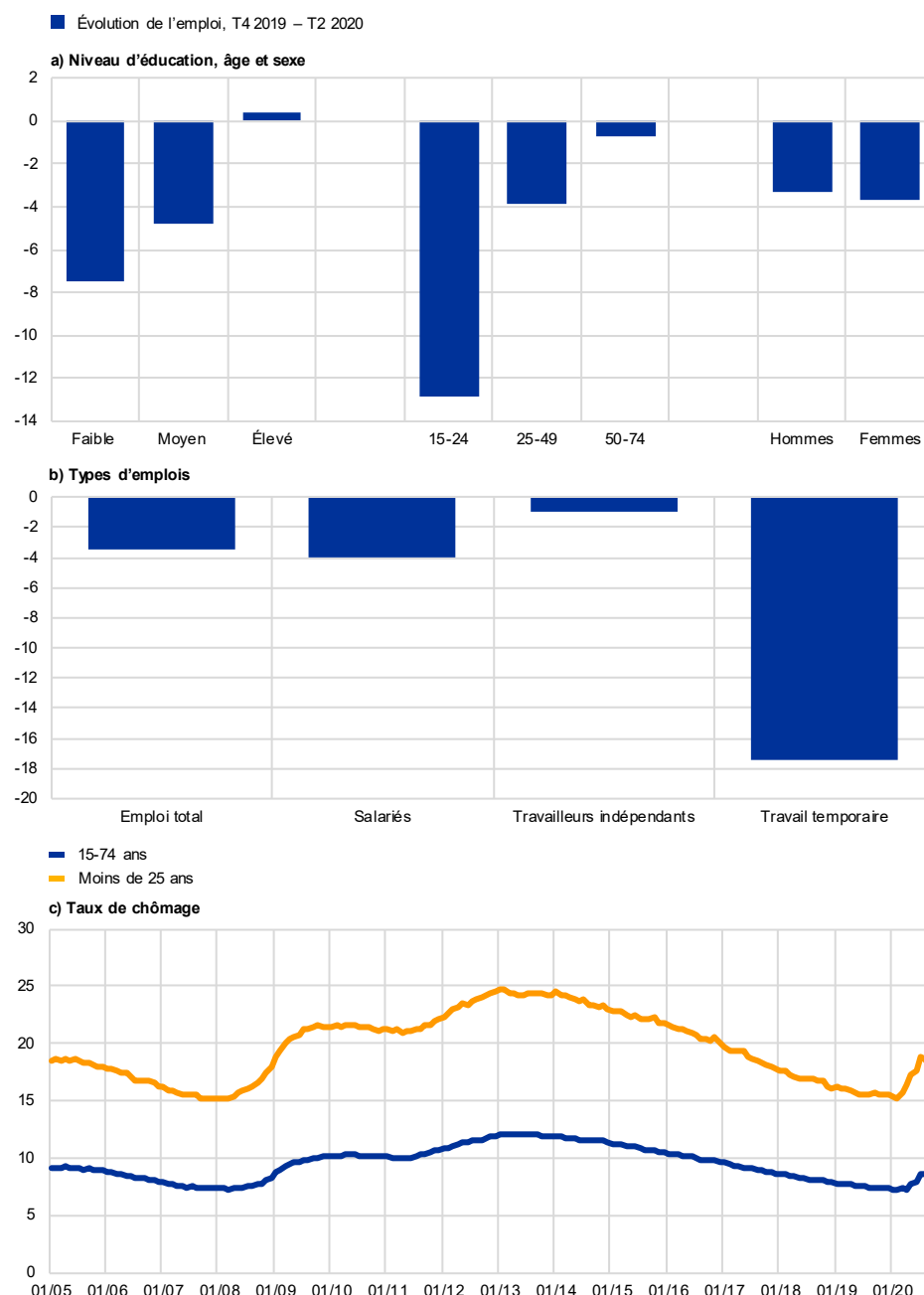
Le graphique 9, partie a, montre que l'emploi des travailleurs dont le niveau d'éducation est élevé n'a pratiquement pas été affecté par la pandémie, tandis que les travailleurs dont le niveau d'éducation est faible ont enregistré un fort recul de leur emploi. De même, les jeunes ont été affectés de manière disproportionnée par rapport aux travailleurs plus âgés. L'emploi a également reculé davantage pour les femmes que pour les hommes, même si la différence est relativement faible.

S'agissant des types de contrats, la baisse de l'emploi la plus forte a été enregistrée pour les travailleurs temporaires (cf. graphique 9, partie b). En phase avec le recul de l'emploi, le taux de chômage des jeunes a augmenté beaucoup plus fortement que le taux de chômage global (cf. graphique 9, partie c).

Graphique 9

Évolution du marché du travail dans la zone euro selon les groupes démographiques et les types d'emplois au premier semestre 2020

(parties a et b : variations en pourcentage, croissance cumulée, T4 2019 à T2 2020 ; partie c : pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le calcul dans les parties a et b est fondé sur l'agrégat représentant l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne, pour laquelle aucune donnée n'était disponible. La dernière observation pour le taux de chômage se rapporte à octobre 2020.

Le travail à distance est susceptible d'atténuer les coûts économiques des politiques incitant à rester chez soi et des politiques de distanciation sociale.

La crise de la COVID-19 et les politiques associées se sont traduites par une plus grande généralisation de la pratique du télétravail. Plus d'un tiers des travailleurs en

Europe ont commencé à télétravailler en raison de la pandémie ¹¹⁸. Cela a probablement permis de soutenir l'emploi et le nombre d'heures travaillées dans certains secteurs et pour certains travailleurs, notamment pour les travailleurs ayant un niveau d'éducation élevé. Dans la catégorie de ceux qui ont travaillé à distance durant la pandémie, une grande majorité avait une expérience préalable du télétravail, ce qui tend à indiquer que l'étude de la répartition avant la COVID-19 des postes éligibles au télétravail pourrait fournir un éclairage sur la dynamique des marchés du travail européen et de la zone euro dans le contexte de la pandémie (cf. encadré 4).

Encadré 4

Postes éligibles au télétravail

Colm Bates et Lara Vivian

Le présent encadré analyse les configurations de télétravail dans l'UE et au Royaume-Uni. Afin de distinguer les activités qui peuvent être exercées depuis le domicile de celles qui requièrent une présence sur le lieu de travail, nous combinons un indice de télétravail avec des données individuelles pour 2019 pour les États membres de l'UE et le Royaume-Uni ¹¹⁹. Les activités qui peuvent être exercées en télétravail concernent les employés administratifs, les techniciens de l'information et des communications, et la plupart des dirigeants et spécialistes. En revanche, certains postes dans des domaines comme la vente, le nettoyage et la santé nécessitent une présence sur le lieu de travail pour être exercés.

En 2019, les postes éligibles au télétravail correspondaient à 33 % des salariés et 46 % des revenus annuels dans la zone euro, ce qui montre que le travail à distance est plus fréquent sur les postes à rémunération élevée (cf. graphique A). Ces pourcentages augmentent chacun d'un point de pourcentage si l'on prend également en considération d'autres pays de l'UE et le Royaume-Uni. Malgré des divergences de méthodologie, les résultats sont comparables à ceux des États-Unis, où 37 % des postes et 46 % des salaires sont répertoriés comme éligibles au télétravail (Dingel et Neiman, 2020). Dans la zone euro, la proportion des postes pouvant être exercés en télétravail est la plus forte dans le secteur de l'information et des communications et la plus faible dans l'agriculture. Les activités qui se prêtent au télétravail correspondent à 83 % des salariés et 87 % des revenus annuels dans le secteur de l'information et des communications. Dans l'agriculture, en revanche, le télétravail n'est possible que pour 7 % des travailleurs, mais leurs revenus représentent près d'un cinquième des revenus totaux du secteur. Les secteurs où plus de 40 % des

¹¹⁸ Cf. « *Vivre, travailler et COVID-19: Premières conclusions – avril 2020* », Eurofound, 2020.

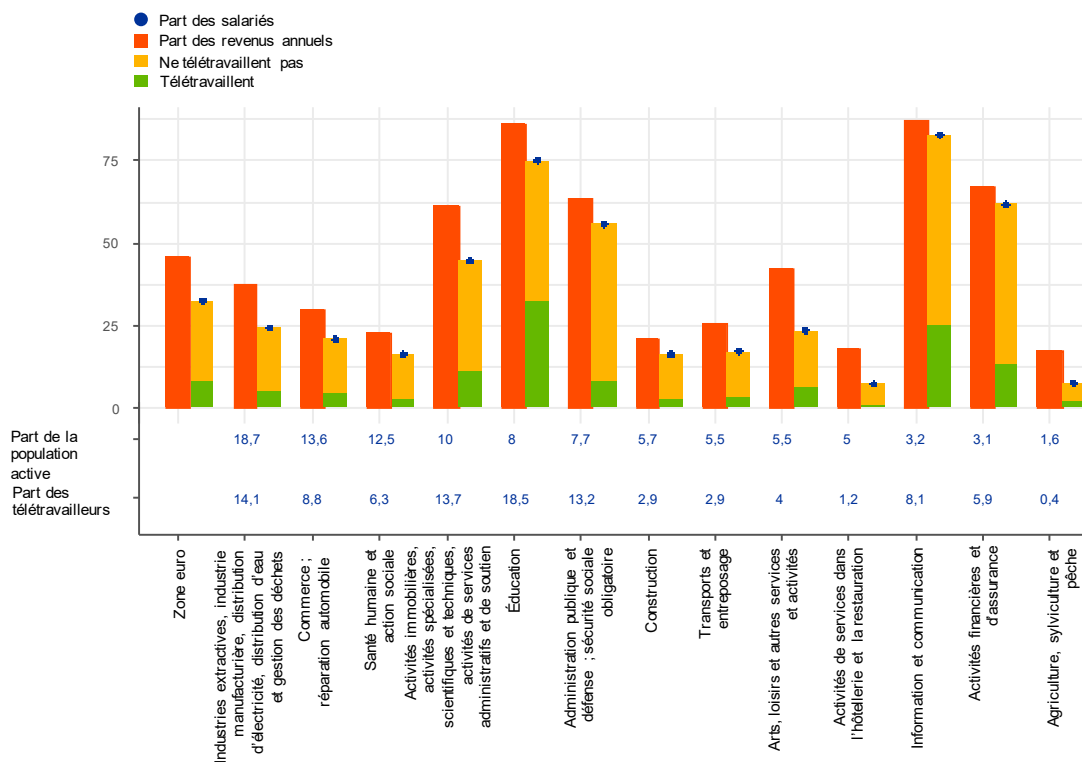
¹¹⁹ L'indice de télétravail se fonde sur Dingel (J.I.) et Neiman (B.), « *How many jobs can be done at home?* », *Journal of Public Economics*, Vol. 189, 2020, p. 1-8. Dingel et Neiman attribuent aux activités un degré d'exercice en télétravail allant de 0 à 1, où « 0 » signifie qu'aucun poste de l'activité en question ne peut être exercé en télétravail et « 1 » signifie que tous les postes de cette activité peuvent être exercés en télétravail. Dans la présente analyse, cette typologie est appliquée à la classification internationale type des professions (CITP-08) via une table de concordance fournie par le Bureau des statistiques du travail des États-Unis (cf. « *Crosswalks between the 2010 SOC and systems used by other Federal and international statistical agencies* », Bureau des statistiques du travail, 2012). En outre, nous pondérons des salariés pour raccorder l'indice à un agrégat CITP-08 plus large. L'objectif de cet exercice est de combiner l'indice avec des données individuelles, notamment l'enquête européenne sur les forces de travail (EFT-UE), les statistiques européennes sur le revenu et les conditions de vie (*European Statistics on Income and Living Conditions*, EU-SILC) et le panel socio-économique allemand (*German Socio-Economic Panel*, SOEP). Pour chaque source de données, nous étudions l'enquête la plus récente disponible - 2019 pour l'EFT-UE et 2018 pour l'enquête EU-SILC et le panel SOEP (cf. « *Socio-Economic Panel (SOEP), data from 1984-2018* », version 35, SOEP, 2019). Les activités dont le score d'exercice en télétravail est supérieur à 0,5 sont répertoriées comme éligibles au travail à distance.

emplois peuvent être exercés à distance, notamment l'éducation, les activités financières, l'administration publique, les activités immobilières et autres activités de services administratifs, représentent 30 % environ du total des salariés dans la zone euro. Les 70 % restants se répartissent dans les différents secteurs où le travail à distance est une possibilité pour un pourcentage de travailleurs n'excédant pas 25 %. En outre, moins de 10 % des télétravailleurs potentiels dans la zone euro déclarent travailler chez eux soit habituellement soit occasionnellement, ce qui signifie que deux tiers des travailleurs ne sont pas habitués au travail à distance ¹²⁰.

Graphique A

Part des revenus annuels et des salariés sur des postes pouvant être exercés en télétravail dans la zone euro par secteur

(pourcentages)



Sources : Indice : Dingel et Neiman (2020) ; données : EFT-UE 2019, enquête EU-SILC 2018, panel SOEP (2019) ; et calculs des auteurs.

Notes : Pour la zone euro et pour chaque secteur, le graphique fait ressortir la part des revenus annuels générée par les postes pouvant être exercés en télétravail (barre orange) et la part des salariés sur des postes pouvant être exercés en télétravail (point bleu), y compris ceux qui sont en télétravail (barre verte) et ceux qui ne télétravaillent pas (barre jaune). Les chiffres en dessous des barres représentent le pourcentage de la population active totale et le pourcentage de tous les télétravailleurs potentiels dans chaque secteur. L'indice de télétravail est agrégé au niveau à 2 chiffres du CIP-08 en pondérant des salariés. La Slovaquie, la Slovénie et Malte ne sont pas incluses.

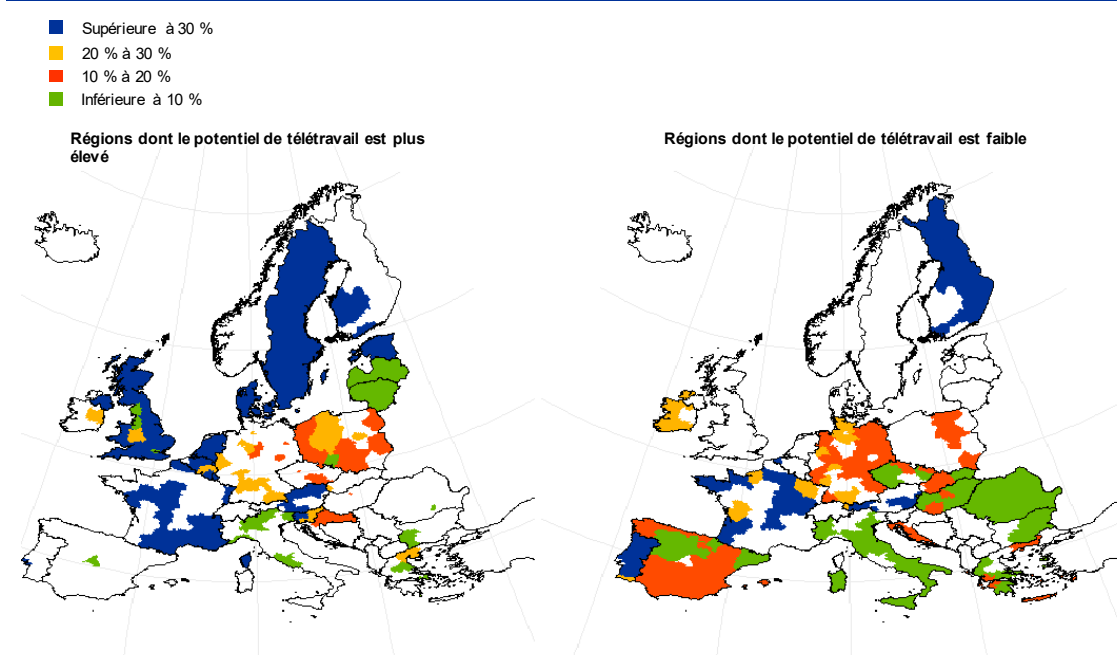
La part des salariés occupant des postes susceptibles d'être exercés en télétravail est supérieure à 50 % dans les régions de la capitale pour le Royaume-Uni, la Belgique, la France, le Luxembourg et la Suède, contre 20 % environ dans certains régions d'Espagne, de Grèce et de Roumanie

¹²⁰ L'enquête sur les forces de travail demande aux participants s'ils travaillent chez eux. Toutefois, une réponse « habituellement » ou « occasionnellement » ne signifie pas nécessairement que la personne télétravaille ou que son poste peut être exercé à 100% en télétravail. Par exemple, les enseignants peuvent répondre qu'ils travaillent chez eux à certains moments pour préparer leurs cours, mais cela ne signifie pas nécessairement qu'ils font cours depuis leur domicile.

(cf. figure A). De même, la part de ceux qui travaillent chez eux régulièrement ou occasionnellement varie nettement d'une région à l'autre. Quelque 70 % des télétravailleurs potentiels déclarent travailler chez eux à Stockholm, tandis que ce pourcentage se situe à 45 % environ à Paris et Londres. En revanche, moins de 10 % des télétravailleurs potentiels s'engagent dans le travail à distance en Italie. Ces différences antérieures à la pandémie de taux d'utilisation potentielle et effective du télétravail laissent penser que les degrés de préparation pour déployer rapidement le travail à distance comme outil destiné à faire face à la pandémie étaient variables selon les régions européennes. Ces différences peuvent résulter, par exemple, de normes sociales hétérogènes et de la stigmatisation attachée au travail à la maison, de limites liées à l'équipement et aux compétences numériques. Ces dernières recouvrent une panoplie d'outils qui faciliteraient le travail à distance, allant de connexions à haut débit adaptées à une formation pour faire face aux défis des environnements de travail à distance. À l'avenir, la crise de la COVID-19 pourrait accélérer l'adoption du télétravail et réduire la fracture numérique entre les différents pays européens si les pays qui accusent un retard investissent davantage dans les technologies numériques ¹²¹.

Figure A

Part des télétravailleurs potentiels qui travaillent chez eux au moins occasionnellement dans les différentes régions de l'UE



Sources : Indice : Dingel et Neiman (2020) ; données : EFT-UE 2019 et calculs des auteurs.

Notes : Un faible potentiel de télétravail indique que la part des postes pouvant être exercés en télétravail dans la zone est inférieure à 30 %. L'indice de télétravail est agrégé au niveau à 2 chiffres du CIP-08 en pondérant des salariés. Le niveau dans la nomenclature des unités territoriales statistiques est NUTS2, sauf pour les Pays-Bas (NUTS0) et le Royaume-Uni (NUTS1). Les régions ultrapériphériques et Malte ne sont pas incluses.

6 Remarques de conclusion

Le soutien important apporté par les pouvoirs publics sous la forme de dispositifs de maintien dans l'emploi a atténué l'effet de la pandémie sur le

¹²¹ Cf. l'article 3 du présent *Bulletin économique*.

marché du travail. Selon les estimations, le nombre de travailleurs bénéficiant de ces dispositifs a atteint 32 millions en avril, soit près de trois fois plus que le nombre de chômeurs. Le nombre de travailleurs au chômage technique a diminué depuis et s'établissait, selon les estimations, à 8 millions environ en octobre 2020. En raison du très grand nombre de travailleurs soumis à une situation temporaire, la prudence s'impose lors de l'interprétation des statistiques officielles relatives au marché du travail. En particulier, les dispositifs de maintien dans l'emploi ont contribué à limiter une nouvelle hausse du chômage et un très fort recul de l'emploi. Toutefois, on ne sait toujours pas combien parmi ces travailleurs seront en mesure de revenir à leur temps de travail habituel et combien risquent de perdre leur emploi. Le nombre toujours très important de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien dans l'emploi et la forte baisse du taux d'activité tendent à montrer que le sous-emploi sur le marché du travail est nettement plus important que ne le mesure le taux de chômage. Le recours aux dispositifs de maintien dans l'emploi a également été complété par l'adoption de politiques en faveur du marché du travail au niveau de l'UE, notamment l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE). Cela a permis la création d'une panoplie d'instruments de solidarité pour l'ensemble de l'Union afin d'aider les autorités nationales à faire face à la hausse soudaine des dépenses publiques afin de sauvegarder l'emploi.

La crise devrait entraîner une hausse des besoins de réallocation de la main-d'œuvre, d'une ampleur d'autant plus importante que la pandémie durera longtemps. La panoplie des politiques en faveur du marché du travail en vigueur a été conçue pour protéger les travailleurs d'un choc négatif temporaire sur l'économie. Elle a contribué à préserver le revenu des ménages et à limiter les boucles de rétroaction négatives. La réallocation de la main-d'œuvre dépendra essentiellement de la durée de la crise et des éventuelles modifications structurelles de la demande. Toutefois, plus le choc durera longtemps, plus une réallocation des emplois sera nécessaire. Le choc lié à la COVID-19 accélère également le processus d'automatisation et de transition numérique et les compétences requises pour les emplois existants auront besoin d'être renforcées, ce qui pourrait accroître l'inadéquation entre les compétences des demandeurs d'emploi et les compétences requises pour les postes à pourvoir sur le marché du travail ¹²². Dans ce contexte, les dispositifs de maintien dans l'emploi pourraient combiner la sauvegarde de l'emploi avec une offre de formation visant à faciliter une restructuration et à contribuer à un renforcement des compétences. Par ailleurs, l'incidence hétérogène de la pandémie sur les différents pays pourrait avoir des répercussions durables et se traduire par une nouvelle divergence entre les marchés du travail de la zone euro. De plus fortes inadéquations des compétences et une dispersion géographique plus importante du taux de chômage ont été un résultat persistant de la précédente crise

¹²² Pour une étude des répercussions de la transformation numérique sur les marchés du travail européens, cf. « *Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area* » ([Partie 1](#)) et ([Partie 2](#)), *The ECB Podcast*, Épisodes 9 and 10, BCE, septembre 2020 ; et Anderton (R.), Jarvis (V.), Labhard (V.), Morgan (J.), Petroulakis (F.) et Vivian (L.), « *Virtually Everywhere. Digitalisation and the euro area and EU economies* », *Occasional Paper Series*, n° 244, BCE, 2020.

et ont entraîné une hausse de la durée moyenne du chômage, ce qui peut en définitive se traduire par une augmentation du chômage structurel ¹²³.

¹²³ Cf. l'article intitulé « [L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

Robert Anderton, Valerie Jarvis, Vincent Labhard, Filippos Petroulakis, Ieva Rubene, Lara Vivian

1 Introduction

La numérisation – à savoir la diffusion des technologies numériques aboutissant à une économie numérique – est « virtuellement partout ».

Elle transforme les profils de consommation et de production, les modèles d'activité, les préférences et les prix relatifs et, par conséquent, des économies entières, et devient ainsi une question importante du point de vue des banques centrales. Certains des principaux effets de la numérisation sur la politique monétaire ont trait à la production et à la productivité, aux marchés du travail, aux salaires et aux prix.

L'impact de la numérisation sur l'économie est fonction, entre autres, de la structure économique nationale, des politiques économiques mises en œuvre, des institutions et de la gouvernance. Il est difficile de savoir si le processus de numérisation accentuera les différences entre pays ou si elle les réduira. Il est néanmoins intéressant de noter que le degré de numérisation varie selon les pays de la zone euro et de l'UE, et que seul un petit nombre d'entre eux sont aussi numérisés que les pays du monde les plus engagés dans ce processus.

Pour l'essentiel, cet article résume et actualise les données relatives à l'économie numérique de la zone euro et de l'UE, en incluant des comparaisons internationales ¹²⁴. Il décrit la croissance de l'économie numérique, mesurée en valeur ajoutée sur la base du Système de comptabilité nationale, la diffusion des technologies numériques telle qu'elle ressort des indicateurs appropriés et l'impact de ces technologies sur l'environnement économique dans lequel la politique monétaire opère, par le biais de leurs effets sur la productivité, les marchés du travail et l'inflation ¹²⁵.

Le présent article examine également l'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur l'économie numérique. Depuis le début de la pandémie, les producteurs et les consommateurs ont davantage recours aux technologies numériques, ce qui pourrait accélérer les changements structurels qu'elles induisent et créer à la fois de nouvelles opportunités et de nouveaux défis pour les pays de la zone euro et, plus largement, de l'UE.

¹²⁴ Le contenu de cet article s'appuie sur Anderton (R.), Jarvis (V.), Labhard (V.), Morgan (J.), Petroulakis (F.) et Vivian (L.), « *Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies* », *Occasional Paper Series*, n° 244, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2020.

¹²⁵ La numérisation peut aussi exercer des effets sur le bien-être de la collectivité, qui ne sont cependant pas examinés dans cet article. Ces effets sur le bien-être proviennent de trois grandes sources : les produits marchands (meilleure qualité, nouveaux produits, services gratuits), la production non marchande (soutenue par les produits numériques et l'information numérique), et les achats en ligne et l'économie du partage (baisse des prix, plus grande variété de produits). Ces aspects sont étudiés dans une approche des statistiques relatives à la performance économique plus axée sur les individus, comme analysé par exemple dans « *Measuring Economic Welfare: What and How?* », *IMF Staff Report*, FMI, mars 2020.

Il convient de noter que la numérisation peut avoir d'autres conséquences sur l'économie que celles qui sont examinées dans cet article. Elle peut affecter la structure des marchés et la concurrence, et ainsi avoir des répercussions sur l'innovation et le rôle des actifs incorporels, entraînant des difficultés de distribution. La numérisation peut également affecter les choix en matière de travail et de loisirs et avoir des répercussions sur le bien-être de la collectivité, tant positives que négatives, qui sont difficiles à mesurer via les concepts sur lesquels cet article est axé.

Le reste de cet article est structuré de la façon suivante. La section 2 analyse les effets de la numérisation sur la productivité et le côté de l'offre. La section 3 passe en revue les effets de la numérisation sur les marchés du travail et l'inflation. La section 4 examine l'impact probable de la pandémie de COVID-19 sur la numérisation et ses répercussions sur l'économie dans son ensemble à court, moyen et long terme. La conclusion fournit des informations clés et présente les principaux résultats de l'article.

2 La taille et la croissance de l'économie numérique

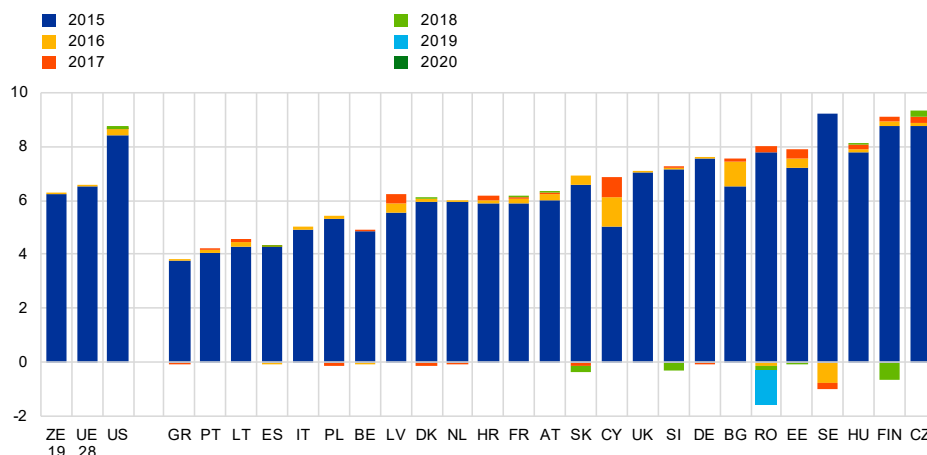
L'économie numérique est moins importante dans la zone euro et dans l'UE qu'aux États-Unis, et l'écart n'a pas profondément évolué ces dernières années. La valeur ajoutée des secteurs numériques de la plupart des pays de la zone euro (en pourcentage du PIB) est nettement inférieure à celle des États-Unis, l'économie numérique de la zone euro représentant environ les deux-tiers de celle des États-Unis (cf. graphique 1). Aux États-Unis, le secteur des services numériques représente à lui seul une contribution équivalente à l'ensemble de l'économie numérique de la zone euro. Le secteur manufacturier des technologies de l'information américain est environ deux fois plus important que celui de la zone euro et dépasse même celui des pays spécialisés dans les activités manufacturières, tels que l'Allemagne ¹²⁶. La hausse annuelle en points de pourcentage de la part de l'économie numérique a été inférieure à 0,1 dans la plupart des pays de la zone euro, comme aux États-Unis, ce qui laisse l'écart pratiquement inchangé.

¹²⁶ Il convient de noter que la comparaison des différents pays et l'interprétation des sous-secteurs de l'économie numérique appellent certaines réserves. Par exemple, certains pays peuvent tirer une part importante de leur valeur ajoutée du sous-secteur manufacturier des technologies de l'information, mais cela peut correspondre à la sous-traitance de certaines pièces d'ordinateur à ce pays ; par conséquent, une part élevée de valeur ajoutée dans ce secteur n'indique pas forcément qu'un pays est à la pointe en matière de numérisation.

Graphique 1

L'économie numérique, 2015-2020

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne.

Notes : L'entrée relative à 2015 présente les données pour cette année-là. Les entrées relatives à 2016-2020 (lorsqu'elles sont disponibles) présentent l'évolution induite par les données pour ces années.

Néanmoins, l'adoption du numérique a nettement augmenté depuis 2015.

L'indice relatif à l'économie et à la société numériques (DESI) est passé de moins de 40 en 2015 à plus de 60 en 2020, comme le montre le graphique 2.

Cette évolution masque cependant des différences entre les pays, l'indice ressortant à un niveau inférieur à ou proche de 40 pour trois pays et proche de ou supérieur à 70 pour trois autres pays. Si la connectivité (notamment le haut débit) a atteint des niveaux comparables dans la plupart des pays, des différences subsistent toutefois dans d'autres domaines, tels que le niveau de capital humain et l'intégration des technologies numériques dans le secteur des entreprises et le secteur public ¹²⁷.

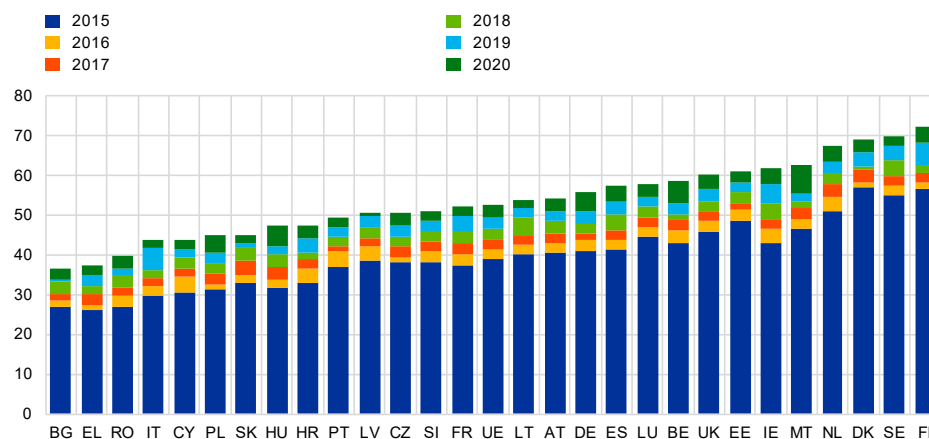
Ces différences nationales en matière d'adoption du numérique signifient que l'impact de la numérisation peut également varier entre les pays de la zone euro et de l'UE.

¹²⁷ Le secteur public peut jouer un rôle important dans l'adoption globale du numérique par une économie. La transformation des administrations publiques, la promotion d'options numériques dans l'éducation et l'utilisation des technologies numériques dans le secteur de la santé publique peuvent servir de déclencheurs d'une diffusion plus étendue et d'une acceptation plus large des technologies numériques dans l'ensemble de l'économie. Certaines des économies les plus numériques de la zone euro affichent des résultats élevés à cet égard.

Graphique 2

Adoption du numérique dans les économies de la zone euro et de l'UE

(Indice relatif à l'économie et à la société numériques, DESI)



Source : Commission européenne.

Notes : L'entrée relative à 2015 présente les données pour cette année-là ; les entrées relatives à 2016-2020 présentent l'évolution induite par les données pour ces années. Les données relatives à 2015 se rapportent à l'année qui précède l'année de leur publication. La catégorie « connectivité » inclut la couverture par le haut débit fixe, rapide et ultra-rapide et son degré d'utilisation ; le « capital humain » se concentre sur l'usage de l'Internet, les compétences numériques et en matière de TIC, et les diplômés en sciences, technique, ingénierie et mathématiques ; l'« utilisation des services de l'Internet » conjugue l'usage que font les citoyens des contenus, de la communication et des opérations en ligne, notamment les services de banque en ligne ; et l'« intégration de la technologie numérique » recouvre le commerce électronique et la numérisation du commerce.

3 La productivité et le côté de l'offre

La productivité

Ces vingt dernières années, un léger ralentissement de la productivité a été observé dans les économies avancées. Dans la zone euro, la croissance de la productivité a commencé à fléchir entre le milieu et la fin des années 1990, soit bien plus tôt que dans les autres économies avancées, ce ralentissement se généralisant toutefois avant même la crise financière. Il résulte principalement d'une diminution de la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) avant la crise, mais aussi, au cours des années suivantes, d'une baisse des niveaux d'intensité capitaliste (capital par unité de travail), qui reflète une forte détérioration de l'investissement pendant la reprise. S'il peut sembler paradoxal qu'une période de progrès technologique rapide ne s'accompagne pas de fortes améliorations de la productivité, le ralentissement est en fait plus prononcé dans les secteurs qui s'appuient davantage sur les technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces résultats, entre autres, confortent l'opinion selon laquelle nous sommes encore dans la phase d'installation des TIC ¹²⁸.

Une explication du ralentissement observé avant la crise en Europe par rapport aux États-Unis fait consensus : la moindre capacité des économies

¹²⁸ La classification est fondée sur les acquisitions d'actifs et de services de TIC rapportées à la valeur ajoutée du secteur. Cf. van Ark (B.), « *The Productivity Paradox of the New Digital Economy* », *International Productivity Monitor*, vol. 31, Centre for the Study of Living Standards, 2016, p.3-18.

européennes à récolter les fruits du recours aux TIC, en particulier pour les services marchands.

Au milieu des années 1990, on a observé aux États-Unis une forte hausse des innovations dans le domaine des TIC, une nette accélération de la croissance de la PGF dans les secteurs produisant des TIC, un accroissement important de l'intensité capitaliste des TIC et une hausse de la PGF dans les secteurs qui utilisent les TIC de façon intensive ¹²⁹. En revanche, les économies européennes n'ont développé ou utilisé que tardivement ces technologies. Cela tient entre autres au fait que les TIC diffèrent en nature des technologies plus anciennes. Traditionnellement, les machines et les équipements étaient complémentaires à tout type de main-d'œuvre, la simple accumulation de capital suffisait par conséquent à générer de la croissance. Au contraire, les TIC requièrent une main-d'œuvre qualifiée, l'adaptation et la refonte des processus organisationnels, ainsi que d'autres changements pertinents, ce qui pose un défi aux entreprises existantes. De ce fait, les TIC viennent en complément d'un ensemble plus complexe d'autres facteurs de production et les synthétiser de façon efficace peut générer une accentuation des retombées productives des investissements en TIC ¹³⁰.

Les différences dans les pratiques de management sont apparues comme une explication clé du fait que certains pays exploitent mieux les TIC que d'autres.

Bloom *et al.* ¹³¹ montrent que les entreprises basées au Royaume-Uni détenues par des entreprises américaines sont plus productives, en raison d'un degré plus élevé de productivité liée aux TIC. Les auteurs attribuent ce résultat aux structures organisationnelles plus flexibles et décentralisées des entreprises américaines ¹³². Un management médiocre peut être particulièrement problématique dans le cas des TIC dans la mesure où la dispersion des chocs spécifiques à chaque entreprise s'est accrue (Decker *et al.* ¹³³), peut-être en raison du rythme plus rapide du changement technologique, qui amplifie l'importance d'un management agile et flexible. La productivité des entreprises les plus innovantes a, de fait, rapidement augmenté, alors que les entreprises plus lentes à réagir ont mis du temps à rattraper leur retard, ce qui suggère l'existence de goulots d'étranglement dans la diffusion de l'innovation

¹²⁹ Van Ark (B.), O'Mahoney (M.) et Timmer (M.P.) « *The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 1, American Economic Association, 2008, p. 25-44 ; Jorgenson, D.W., Ho, M.S. and Stiroh, K.J., « *A Retrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 1, American Economic Association, 2008, p.3-24.

¹³⁰ Cf. Bresnahan (T.F.), Brynjolfsson (E.) et Hitt (L.M.), « *Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-Level Evidence* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n° 1, Oxford University Press, Oxford, février 2002, p. 339-376 et DeLong (J.B.) et Summers (L.H.), « *Equipment Investment and Economic Growth: How Strong Is the Nexus?* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 23, n° 2, Brookings Institution Press, Washington D.C., 1992, p. 157-212.

¹³¹ Bloom (N.), Sadun (R.) et Van Reenen (J.), « *Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 1, American Economic Association, février 2012, p.167-201.

¹³² Même au sein des États-Unis, Bloom *et al.* observent des différences importantes en matière de pratiques de gestion : cf. Bloom (N.), Brynjolfsson (E.), Foster (L.), Jarmin (R.), Patnaik (M.), Saporta-Eksten (I.) et Van Reenen (J.), « *What Drives Differences in Management Practices?* » *American Economic Review*, vol. 109, n° 5, American Economic Association, mai 2019, p. 1648-1683.

¹³³ Decker (R.A.), Haltiwanger (J.), Jarmin (R.S.) et Miranda (J.), « *Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness* », *American Economic Review*, vol. 110, n° 12, American Economic Association, décembre 2020, p. 3952-3990.

(Andrews *et al.* ¹³⁴). Schivardi et Schmitz ¹³⁵ montrent que les pays dans lesquels les entreprises ont adopté de bonnes pratiques de gestion ont enregistré une croissance de la productivité bien plus élevée que les autres sur la période 1995-2008 (quand la croissance de la productivité alimentée par les TIC a décollé aux États-Unis) qu'au cours des dix années précédentes.

L'adoption de la technologie peut également être affectée par le contexte économique. Même si les entreprises ont la capacité d'exploiter les technologies numériques, elles ne les adopteront que si elles en tirent un bénéfice. Un faible niveau de concurrence peut réduire ce bénéfice. Andrews *et al.* ¹³⁶ montrent que l'écart entre les entreprises plus lentes à réagir et les entreprises les plus innovantes est plus important dans les secteurs moins affectés par des réformes destinées à renforcer la concurrence (tels que le commerce de détail par rapport aux télécommunications). Dans le même temps, les entreprises devant être à même d'attirer une main-d'œuvre qualifiée et de réagir aux évolutions des besoins, une législation rigide en matière de protection de l'emploi peut compliquer leur tâche pour attirer cette main-d'œuvre et adopter de nouvelles technologies. Andrews *et al.* ¹³⁷ démontrent qu'un niveau plus élevé de législation en matière de protection de l'emploi est associé à un degré plus faible d'adoption des technologies numériques par les secteurs caractérisés par un besoin important de renouvellement du personnel lié à la technologie. Cette *et al.* ¹³⁸ montrent qu'un niveau plus élevé de législation en matière de protection de l'emploi exerce (1) des effets positifs sur l'intensité en capital physique hors TIC et sur la proportion de main-d'œuvre hautement qualifiée et (2) des effets négatifs sur l'intensité capitalistique en activités de recherche et développement et sur la proportion de main-d'œuvre peu qualifiée. De fait, la législation de protection de l'emploi induit un coût élevé de la main-d'œuvre peu qualifiée, qui est remplacée par du capital hors TIC ¹³⁹.

Il existe des différences importantes entre entreprises numériques et non numériques quant à la distribution de la productivité et à la persistance à occuper la place dominante. À l'aide de données à l'échelle des entreprises pour les « quatre grands pays » de la zone euro, la partie a du graphique 3 présente la productivité relative des entreprises numériques et non numériques sur l'ensemble

¹³⁴ Andrews (D.), Criscuolo (C.) et Gal (P.N.), « *The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown* », mimeo, août 2019.

¹³⁵ Schivardi (F.) et Schmitz (T.), « *The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 18, n° 5, Oxford University Press, Oxford, octobre 2020, p. 2441-2486.

¹³⁶ Andrews (D.) *et al.*, « *The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown* », *op. cit.*

¹³⁷ Andrews (D.G.), Nicoletti (G.) et Timiliotis (C.), « *Digital technology diffusion: A matter of capabilities, incentives, or both?* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1476, Éditions OCDE, Paris, 2018.

¹³⁸ Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.), « *Labour Market Regulations and Capital Intensity* », *NBER Working Papers*, n° 22603, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, septembre 2016.

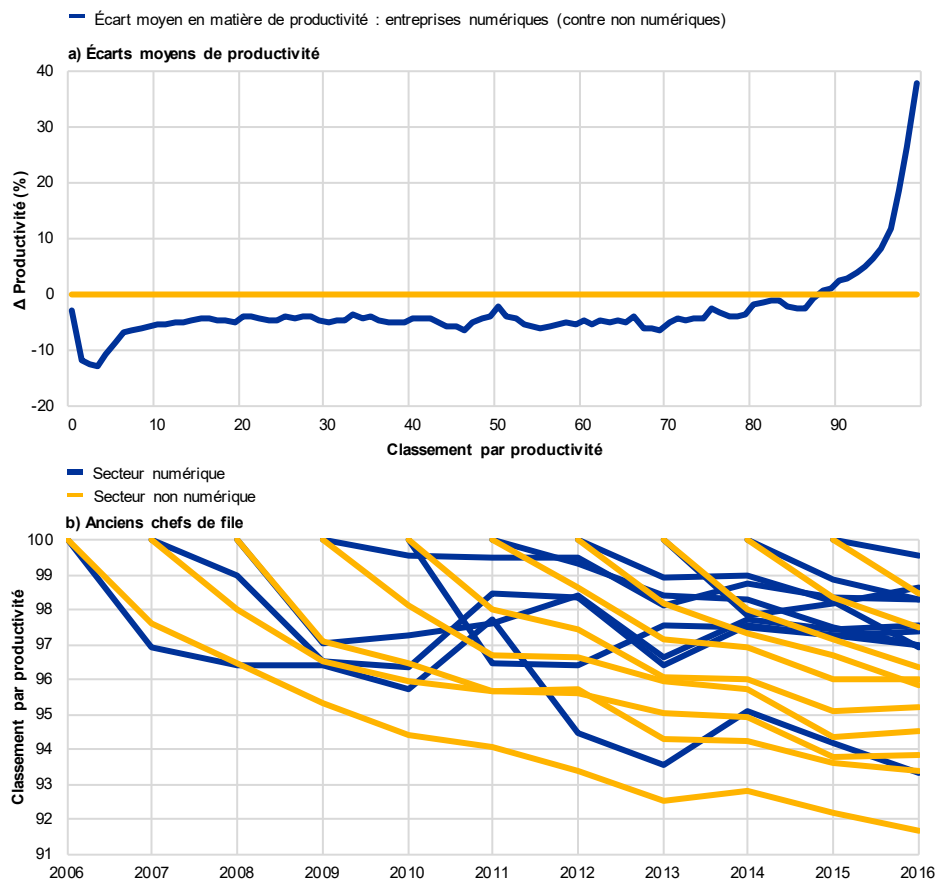
¹³⁹ Bloom (N.) et Van Reenen (J.), « *Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 122, n° 4, Oxford University Press, Oxford, novembre 2007, p. 1351-1408.

de la distribution ¹⁴⁰. Si, pour l'essentiel, les entreprises numériques sont moins productives que les entreprises non numériques, s'agissant des entreprises situées dans le décile supérieur de leur distribution respective, les entreprises numériques sont toutefois nettement plus productives. Elles sont également plus jeunes et plus grandes sur l'ensemble de la distribution. De plus, la persistance à occuper la place dominante en matière de productivité est plus élevée pour le secteur numérique. La partie b du graphique 3 présente le classement moyen des 1 % d'entreprises les plus productives dans leur secteur pour une année donnée au fil du temps ; tandis qu'en moyenne les entreprises en position dominante demeurent très productives, la persistance à occuper la position dominante est nettement plus prononcée pour les entreprises numériques. Dans le même temps, l'arrivée de nouvelles entreprises en position dominante semble globalement comparable dans les différents secteurs.

¹⁴⁰ Pour chaque percentile de la distribution de la productivité pour chaque type d'entreprise, le graphique présente la productivité moyenne des entreprises numériques et des entreprises non numériques. Le secteur numérique se compose du secteur de la haute technologie (fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques ; fabrication d'équipements électriques) et des services de TIC (édition, activités de programmation et de diffusion, télécommunications, TI et autres services d'information).

Graphique 3

Distribution de la productivité et persistance à occuper la place dominante
(Allemagne, Espagne, France et Italie)



Sources : Orbis Europe (Bureau van Dijk) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le secteur numérique comprend la fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques (C26), la fabrication d'équipements électriques (C27), l'édition (J58), les activités cinématographiques, la vidéo, la production de programmes de télévision, les activités de programmation et de diffusion (J59, J60), les télécommunications (J61) et la programmation, le conseil en informatique et les autres services d'information (J62, J63). Les secteurs non numériques comprennent les autres secteurs manufacturiers (C11-C25, C28-C33) ; les fournisseurs de services publics (D, E) ; la construction (F) ; et les services marchands (G-I, M-N). La productivité moyenne à l'échelle de l'entreprise est mesurée par le revenu brut d'exploitation réel par tête des entreprises comptant au moins dix salariés pour une année donnée comprise entre 2006 et 2016. L'échantillon se compose d'entreprises situées en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie.

Certains éléments attestent que la contribution des TIC à la croissance de la productivité a fléchi dans les économies avancées. Si la zone euro a enregistré une performance nettement moins bonne que ses homologues en matière de croissance de la productivité sur la période 1995-2004, au cours des dix dernières années, les gains de productivité tirés des TIC ont été modérés tant en Amérique du Nord que dans la zone euro. Certains ont suggéré que les gains de productivité observés entre 1995 et 2004 étaient anormaux et que la période actuelle constituait un retour à la normale. Pourtant, les gains de productivité enregistrés depuis 2005 ont été beaucoup plus faibles, même par rapport à la période antérieure à 1995 ¹⁴¹.

¹⁴¹ Cf. Cette (G.) et Pommerol (O.J. de), « [Un épuisement des effets favorables des TIC sur la croissance ?](#) », *Eco Notepad*, Banque de France, 18 octobre, 2018. Pour une analyse actualisée, cf. Cette (G.), Devillard (A.) et Spiezia (V.), « Les facteurs de la croissance dans les pays avancés : une décomposition comptable sur la période 1960-2019 », Document de travail de la Banque de France, n° 783, octobre 2020.

La numérisation, qui inclut depuis récemment l'intelligence artificielle et l'apprentissage automatique, est une forme de technologie généraliste aux répercussions de grande ampleur sur l'économie.

Les technologies généralistes sont omniprésentes, ont un potentiel intrinsèque d'amélioration technique et stimulent les innovations complémentaires (Bresnahan et Trajtenberg ¹⁴²). C'est l'effet conjugué de ces trois caractéristiques qui rend ces technologies uniques et conduit à leur impact singulier sur la productivité. Dans le même temps, cela implique des délais de mise en œuvre très longs, plusieurs dizaines d'années pour les technologies modernes telles que la machine à vapeur, l'électricité ou les TIC (Bresnahan et Trajtenberg ¹⁴³, Nordhaus ¹⁴⁴). Adapter les pratiques de production et de gestion à une nouvelle technologie est un processus qui peut prendre du temps. L'investissement en capital physique est irrégulier, en raison des coûts d'ajustement, tandis que la production de technologie en elle-même gagne en efficacité au fil du temps. Il peut également être difficile de trouver de la main-d'œuvre qualifiée, en particulier tant que la nouvelle technologie n'est pas assez répandue pour que suffisamment de professeurs soient formés et que la technologie puisse être enseignée à grande échelle. Il faut de plus accumuler du capital complémentaire résultant d'innovations périphériques, ce qui prend aussi du temps ^{145, 146}.

Le côté de l'offre

Les investissements numériques sont souvent des investissements en actifs incorporels.

L'une des caractéristiques de l'économie numérique est le délaissement du capital physique (bâtiments et équipement) au profit du capital incorporel (par exemple, la recherche et développement, les logiciels, les algorithmes, les bases de données et leur analyse) ¹⁴⁷. D'après certaines estimations, entre un-tiers (pour les économies les moins numériques) et deux-tiers (pour les économies les plus numériques) des investissements numériques concernent des actifs incorporels.

Les mégadonnées (*big data*) constituent un aspect important de

l'investissement incorporel numérique. Ce terme se rapporte non seulement à la taille et à la complexité d'un ensemble de données, mais aussi à son analyse.

Il s'agit de l'une des technologies numériques les plus répandues dans les

¹⁴² Bresnahan (T.F.) et Trajtenberg (M.), « *General purpose technologies 'Engines of growth'?* », *Journal of Econometrics*, vol. 65, n° 1, Elsevier (B.V.), janvier 1995, p.83-108.

¹⁴³ *Ibid.*

¹⁴⁴ Nordhaus (W.), « *Two Centuries of Productivity Growth in Computing* », *The Journal of Economic History*, vol. 67, n° 1, Cambridge University Press, Cambridge, mars 2007, p. 128-159.

¹⁴⁵ Jovanovic (B.) et Rousseau (P.), « *General purpose technologies* » in Aghion (P.) et Durlauf (S.N.) (eds.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1b, 2005, p.1181-1224.

¹⁴⁶ Le décalage observé en matière de croissance de la productivité depuis la quatrième révolution industrielle remet en question la façon dont nous mesurons la productivité. Le consensus qui se dégage de la littérature est que, même si la croissance est probablement mal mesurée, cette erreur de mesure ne peut expliquer le ralentissement de la productivité. Cf. l'encadré intitulé « *Some measurement issues and the digital economy* » in Anderton (R.) et al., *op. cit.*, pour une analyse générale de la façon dont la numérisation peut affecter la mesure de différentes variables.

¹⁴⁷ Cf. la section intitulée « *Supply side* » in Anderton (R.) et al., *op. cit.*, pour plus d'informations sur la définition de l'investissement incorporel dans le Système européen des comptes, ainsi que sur les catégories supplémentaires classées comme investissements incorporels dans la base de données INTAN-Invest.

entreprises ¹⁴⁸. Comme les actifs incorporels en général, les mégadonnées peuvent revêtir des formes très différentes et sont souvent hautement spécifiques à l'entreprise, c'est-à-dire qu'elles ont peu de valeur en dehors de l'entreprise qui les utilise (ce qui constitue un exemple de l'aspect « irrécupérable » des actifs incorporels) ¹⁴⁹. Les mégadonnées peuvent être collectées par le biais de plateformes en ligne et de prestataires de services, et être traitées et analysées pour générer des recettes de nombreuses manières, par exemple via la publicité ciblée. La valeur de ce capital de données est difficile à estimer, mais est potentiellement très élevée. Selon des estimations récentes, en 2019, la valeur de marché des données s'élevait à 324 milliards d'euros en Europe ¹⁵⁰.

Des sources de financement autres que le financement bancaire traditionnel semblent mieux adaptées aux actifs incorporels, qu'il est difficile de remettre en garantie. Cela tient au niveau d'incertitude et de risque plus élevé associé aux actifs incorporels (en raison de leur nature exploratoire), conjugué aux problèmes relatifs à leur transférabilité, en comparaison de la nature plus matérielle des investissements physiques. Les intermédiaires traditionnels, tels que les banques locales, manquent souvent de la sophistication nécessaire à l'évaluation de projets risqués impliquant des idées innovantes fondées sur des technologies complexes, tandis que les petites entreprises ne disposent ni des fonds internes ni de la réputation nécessaires pour signaler leur qualité aux investisseurs. Le financement par émissions d'actions et le capital-risque peuvent se révéler plus adaptés au financement de l'investissement incorporel, qui peut donc être désavantagé du fait du recours massif au crédit bancaire observé dans la zone euro ¹⁵¹.

Les technologies numériques présentent des caractéristiques particulières qui les rendent propices à une plus grande concentration. L'importance croissante du capital incorporel, qui s'accompagne de coûts fixes élevés mais de coûts marginaux faibles, ainsi que la capacité à utiliser l'informatique en nuage comme moyen d'accroître rapidement et à moindre coût la taille d'une entreprise, signifie que les entreprises sont à même de changer d'échelle sans augmenter leur masse (*scale without mass*) et de reproduire leurs procédures opérationnelles pour un coût nul (Brynjolfsson *et al.* ¹⁵²). Même en dehors du secteur de la technologie, les entreprises « superstars » aux faibles marges bénéficiaires, en particulier dans le commerce de détail, font un usage très intensif des TIC (Decker *et al.* ¹⁵³), en employant des technologies d'automatisation avancées pour l'entreposage et la logistique. De nombreuses technologies numériques sont également associées à

¹⁴⁸ Cf. l'encadré intitulé « [L'investissement en actifs incorporels dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

¹⁴⁹ Cf. Haskel (J.) et Westlake (S.), *Capitalism without Capital: The Rise of Intangible Economy*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 28 novembre 2017.

¹⁵⁰ Cf. Commission européenne, *European Data Market Study*, 2020.

¹⁵¹ Cf. Ahn (J.), Duval (R.A.) et Sever (C.), « [Macroeconomic Policy, Product Market Competition, and Growth: The Intangible Investment Channel](#) », *IMF Working Paper*, n° 20/25, Fonds monétaire international, février 2020.

¹⁵² Brynjolfsson (E.), McAfee (A.), Sorell (M.) et Zhu (F.), « *Scale without mass: Business process replication and industry dynamics* », *Harvard Business School Technology and Operations Management Unit Research Paper*, n° 07-016, 2008.

¹⁵³ Decker (R.A.), Haltiwanger (J.), Jarmin (R.S.) et Miranda (J.), « [Where has all the skewness gone? The decline in high-growth \(young\) firms in the U.S.](#) », *European Economic Review*, vol. 86, Elsevier (B.V.), juillet 2016, p. 4-23.

d'importants effets de réseau ; les entreprises pionnières disposent donc d'un avantage significatif et dominant leur marché. Le fort dynamisme associé aux entreprises des TIC dans les années 1990 (qui ont tiré vers le haut l'ensemble de l'économie américaine) a cédé la place à une dynamique modérée et à un taux moins élevé de création de *start-ups* dans les années 2000 (Decker *et al.* ¹⁵⁴), ce qui constitue en soi un signe potentiel de baisse de la concurrence.

Il existe des signes d'augmentation du pouvoir de marché et de la concentration, en particulier aux États-Unis. Si l'ampleur de l'augmentation du pouvoir de marché et le lien entre marges et concentration, les entreprises pouvant réduire leurs marges pour obtenir une plus grande part de marché, font débat, un consensus large se dégage sur le fait que les marges bénéficiaires des entreprises et leurs ratios de concentration s'inscrivent en hausse aux États-Unis (De Loecker *et al.* ¹⁵⁵, Autor *et al.* ¹⁵⁶). La littérature relative à l'Europe est beaucoup plus limitée, principalement en raison d'une moindre couverture des données, et les résultats sont contrastés ¹⁵⁷. Même si de nombreux facteurs jouent un rôle, la technologie compte probablement elle aussi. Les entreprises à marges bénéficiaires élevées et hautement concentrées que Autor *et al.* identifient comme « superstars » incluent certains géants de la technologie bien connus. Selon Bessen ¹⁵⁸, l'utilisation de logiciels de TIC développés par l'entreprise elle-même est fortement associée au niveau et à la hausse de la concentration dans ce secteur, les marges d'exploitation, les revenus et la productivité des grandes entreprises expliquant (avec les actifs incorporels) l'essentiel de l'accentuation de la concentration. Crouzet et Eberly ¹⁵⁹ montrent que les actifs incorporels sont associés à une plus grande concentration aux États-Unis, ce qui peut résulter soit d'évolutions de la technologie dans un environnement concurrentiel soit du pouvoir de marché. Calligaris *et al.* ¹⁶⁰ montrent que les marges réalisées dans les économies de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sont plus élevées dans les secteurs à forte intensité numérique et que cette différence s'est nettement accentuée au fil du temps, en particulier pour les secteurs où l'utilisation du numérique est la plus forte. Dans la mesure où les technologies numériques sont un déterminant important de la concentration, la moindre présence d'entreprises technologiques en Europe pourrait

¹⁵⁴ Decker *et al.*, « *Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness* », (cf. note de bas de page 10 pour plus d'informations).

¹⁵⁵ De Loecker (J.), Eeckhout (J.) et Unger (G.), « *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, Oxford University Press, Oxford, mai 2020, p. 561-644.

¹⁵⁶ Cf. Autor (D.), Dorn (D.), Katz (L.F.), Patterson (C.) et Van Reenen (J.), « *The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, Oxford University Press, Oxford, mai 2020, p. 645-709.

¹⁵⁷ Cf. la section intitulée « *Supply side* » in Anderton (R.) *et al.*, *op. cit.*, et les références qui y figurent, pour une analyse plus large.

¹⁵⁸ Bessen (J.), « *Information Technology and Industry Concentration* », *Working Paper*, Boston University School of Law, 12 janvier 2017.

¹⁵⁹ Crouzet (N.) et Eberly (J.), « *Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles* », *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mai 2019.

¹⁶⁰ Calligaris (S.), Criscuolo (C.) et Marcolin (L.), « *Mark-ups in the digital era* », *OECD Science Technology and Industry Working Papers*, n° 2018/10, Éditions OCDE, Paris, 25 avril 2018.

expliquer pourquoi aucun consensus clair ne se dégage quant à l'accentuation de la concentration en Europe par rapport aux États-Unis (Cavalleri *et al.* ¹⁶¹).

Encadré 1

Les plateformes en ligne et l'économie collaborative

Lara Vivian

L'économie collaborative ou économie du partage repose sur des plateformes numériques pour coordonner et superviser la rencontre de l'offre et de la demande sur le marché. Les plateformes en ligne sont généralement hétérogènes à plus d'un titre, notamment en ce qui concerne la technologie adoptée et les services ou les biens fournis. Par exemple, les transactions réalisées sur des plateformes numériques incluent des services de transport, de livraison de nourriture et de nettoyage, ainsi que des travaux en ligne tels que des traductions, des transcriptions, la collecte de données et le développement de logiciels. Dans le domaine de la finance, l'économie collaborative permet la mise en relation des investisseurs et des emprunteurs et l'organisation du financement collectif des projets (financement participatif), tandis que les plateformes opérant dans le secteur du logement facilitent l'accès à la propriété. La définition de l'économie collaborative recouvre les services financiers, les échanges de biens et englobe le concept de « *gig economy* » (économie à la demande ou économie des petits boulots), qui est souvent utilisé pour désigner les plateformes où le service fourni est la main-d'œuvre rémunérée nécessaire à l'accomplissement d'une tâche ou à la résolution d'un problème ¹⁶².

L'économie collaborative n'est pas un phénomène nouveau, mais sa taille s'accroît. Selon les estimations, même si les plateformes en ligne se sont développées rapidement, leur contribution à l'économie reste relativement faible. En 2016, elles représentaient jusqu'à 1 % du PIB et 3 % de l'emploi dans les différents pays de l'UE, mais avec une très forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique A). En matière de spécialisation, les plateformes du secteur financier génèrent la majeure partie des recettes de l'économie collaborative en République tchèque, en Estonie, en Lettonie et en Suède, tandis que le secteur des compétences en ligne est prédominant en Pologne et au Luxembourg. Par ailleurs, dans les pays où l'économie de plateforme est plus petite, le secteur de l'hébergement joue un rôle plus important. De même que la taille de l'économie collaborative, l'emploi sur les plateformes a augmenté au fil du temps et représentait 0,15 % de l'emploi total en 2016 dans l'ensemble de l'UE-27 et du Royaume-Uni ¹⁶³. Bien que les enquêtes et les études s'appuient souvent sur des définitions différentes de l'emploi sur les plateformes, d'autres études confirment des ordres de grandeur similaires et l'hétérogénéité entre pays.

¹⁶¹ Cavalleri (M.), Eliet (A.), McAdam (P.), Petroulakis (F.), Soares (A.) et Vansteenkiste (I.), « *Concentration, market power and dynamism in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2253, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2019.

¹⁶² Cf. de Groen (W.P.), Kilhoffer (Z.), Lenaerts (K.) et Mandl (I.), « *Conditions d'emploi et de travail dans une sélection d'activités professionnelles via une plateforme* », Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg, 2018, pour une discussion approfondie des conditions utilisées pour regrouper les plateformes numériques.

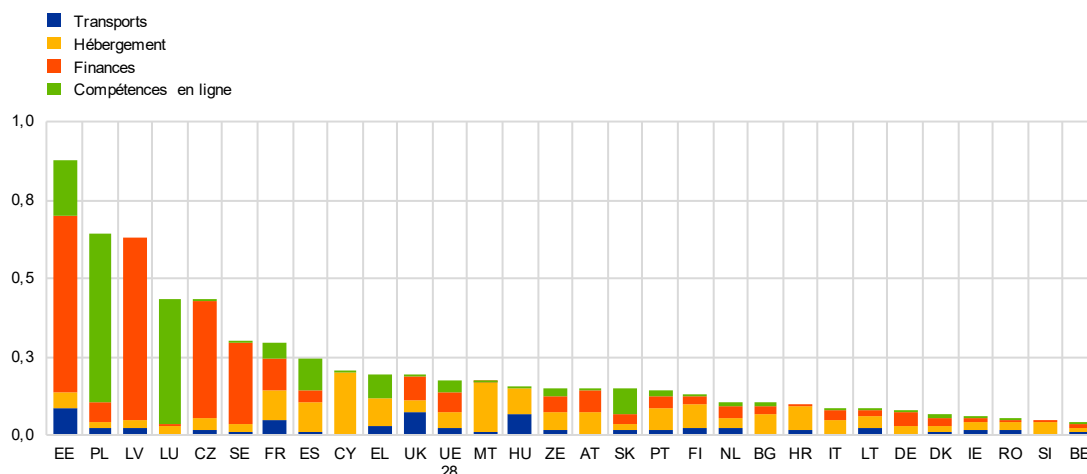
¹⁶³ Nunu (M.), Nausedaite (R.), Eljas-Tall (K.), Svatikova (K.) et Porsch (L.), *Study to Monitor the Economic Development of the Collaborative Economy at sector level in the 28 EU Member States, Final Report*, Direction générale du marché intérieur, de l'industrie, de l'entrepreneuriat et des PME (Commission européenne), Technopolis, Trinomics, VVA Consulting, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg, 2018.

En 2018, par exemple, quelque 2,6 % des travailleurs espagnols travaillaient via des plateformes à titre d'emploi principal, contre seulement 0,6 % en Finlande ¹⁶⁴.

Graphique A

Taille de l'économie collaborative

(en pourcentage du PIB (2016))



Source : Nunu (M.) *et al.* (pour plus de détails, cf. la note 41 ci-dessous).

Les plateformes en ligne peuvent être une source importante d'innovation et de concurrence, principalement en réduisant les obstacles à la création et au fonctionnement des petites entreprises. Il importe néanmoins de veiller à ce que les différences de règles et de réglementations entre fournisseurs sur plateformes et fournisseurs classiques n'entraînent pas d'inégalités de traitement. En outre, l'importance des grands réseaux dans le développement des plateformes en ligne accroît le risque de disparités importantes entre les parts de marché des grands acteurs sur plateformes et des autres acteurs. Par conséquent, des questions de politique publique se posent quant à la manière de promouvoir une concurrence loyale et d'éviter l'émergence éventuelle de plateformes dominantes. Cela pourrait nécessiter de réviser le cadre juridique dans lequel elles opèrent, notamment en adaptant la fiscalité et en surveillant les fusions et acquisitions. De même, des questions juridiques se posent quant au statut des travailleurs de plateformes, ainsi que sur la question de savoir si les plateformes en ligne devraient être considérées comme des employeurs, les résultats des cas traités devant les tribunaux étant jusqu'à présent fluctuants dans ce domaine ¹⁶⁵. En outre, les plateformes numériques doivent veiller à l'application de principes tels que la transparence et la non-discrimination dans leurs modèles d'activité, qui reposent largement sur l'utilisation des données et le traitement des données.

¹⁶⁴ Urzi Brancati (M.C.), Pesole (A.) et Fernández-Macías (E.), « *New evidence on platform workers in Europe* », JRC Science for Policy Report, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg, 2020. Pour un examen des estimations relatives à l'économie des plateformes dans les économies développées, cf. de Groen (W.P.) *et al.*, *op. cit.* Pour une couverture de 75 pays à travers le monde, cf. Berg (J.), Furrer (M.), Harmon (E.), Rani (U.) et Silberman (M.S.), « *Les plateformes de travail numérique et l'avenir du travail: Pour un travail décent dans le monde en ligne* », Organisation internationale du Travail, Genève, 20 septembre 2018.

¹⁶⁵ Pour une discussion détaillée sur les conditions d'emploi et de travail des travailleurs de plateformes dans certains pays de l'UE, cf. de Groen (W.P.) *et al.*, *op. cit.*

4 Marchés du travail

La présente section examine les effets de la numérisation sur le marché du travail. Elle commence par une discussion sur le phénomène de la polarisation de l'emploi et examine ensuite comment la numérisation et l'automatisation peuvent conduire au remplacement, mais aussi à la création, de certains emplois et de certaines tâches ¹⁶⁶.

À partir du début des années 1990, les marchés du travail des économies avancées ont commencé à se polariser, avec une augmentation de la part des emplois peu qualifiés et hautement qualifiés au détriment des emplois à qualification intermédiaire. Alors que l'emploi et les avantages salariaux ont augmenté pour les qualifications élevées, la part de la main-d'œuvre peu qualifiée dans l'emploi a également fortement augmenté, mais sans s'accompagner systématiquement de hausses de salaires. L'augmentation de la part d'emploi des travailleurs hautement et peu qualifiés correspondait donc à une réduction de la part des emplois intermédiaires, entraînant une polarisation de l'emploi (ou une « érosion »), un phénomène identifié dans la quasi-totalité des économies avancées ¹⁶⁷. La principale explication de la polarisation est que le développement de la numérisation et de l'automatisation a donné lieu à un changement technologique biaisé par la routine (CTBR, pour *routine-biased technological change* – RBTC) ; les emplois caractérisés par un important contenu en tâches routinières et répétitives (emplois de niveau intermédiaire : agent de guichet bancaire, conducteur de machine ou employé de bureau) peuvent finalement être exécutés plus efficacement par des machines ou des ordinateurs ¹⁶⁸.

L'automatisation tend à favoriser les compétences associées à des salaires élevés comme à des bas salaires. D'une part, le CTBR favorise les emplois qui nécessitent des compétences analytiques complexes avec un certain niveau d'abstraction (et donc un potentiel d'automatisation limité) ou un niveau élevé de communication interpersonnelle, qui sont naturellement complétés par ces technologies. D'autre part, l'automatisation et le CTBR n'ont pas encore affecté les métiers manuels non routiniers, qui nécessitent généralement peu ou pas de formation spécialisée mais comportent de nombreuses tâches qui nécessitent intuition, discrétion, flexibilité, adaptabilité ou interaction interpersonnelle, qui sont également difficiles à automatiser. Cette catégorie englobe un très grand nombre d'emplois qui appartiennent principalement au secteur des services, comme le nettoyage, l'entretien, les soins à la personne, la sécurité et la restauration.

L'automatisation et ses effets sur différents types d'emplois peuvent être analysés à travers un cadre qui considère les emplois comme des collections de tâches différentes, dont certaines sont plus facilement automatisées que

¹⁶⁶ Deux documents audio de la BCE traitent également des implications de la numérisation pour les marchés du travail européens : « *Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area (Part 1)* », BCE, Francfort-sur-le-Main, 2 septembre 2020, et « *Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area (Part 2)* », BCE, Francfort-sur-le-Main, 29 septembre 2020.

¹⁶⁷ Cf., par exemple, Goos (M.), Mannin (A.) et Salomons (A.), « *Job Polarization in Europe* », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, American Economic Association, mai 2009, p. 58-63.

¹⁶⁸ Il convient de noter que « routinier » ne signifie ni trivial ni banal ; la tâche à accomplir implique simplement une part de répétition suffisamment importante pour pouvoir être facilement codifiée.

les autres. Dans ce cadre, le CTBR automatise certaines tâches et en crée de nouvelles, détruisant certains emplois existants tout en en créant de nouveaux dans le même temps ¹⁶⁹. Compte tenu de l'avantage comparatif de l'automatisation dans les tâches à qualification intermédiaire (fortement routinières avec des fonctions qui peuvent être traduites relativement facilement en code informatique), l'automatisation peut remplacer ces emplois et les travailleurs à qualification intermédiaire se détournent de ces tâches ¹⁷⁰.

Le graphique 4 présente l'évolution de la polarisation des emplois selon leur contenu de tâches pour une sélection de pays européens ¹⁷¹.

Les tâches intellectuelles non routinières sont divisées en tâches analytiques et tâches interpersonnelles (par exemple, mathématiciens et cadres), les tâches routinières sont divisées en tâches intellectuelles et manuelles (par exemple, employés de bureau et opérateurs de machines), et les tâches manuelles non routinières sont divisées en tâches physiques et interpersonnelles (par exemple, personnel de nettoyage et serveurs). Le graphique montre l'évolution du contenu de tâches du poste moyen ¹⁷² et révèle la forte réduction de son contenu routinier et une augmentation correspondante de son contenu intellectuel non routinier. Le tableau qui ressort de ce graphique est cohérent avec la thèse d'une polarisation, accompagnée d'une modification de la répartition des compétences entre les métiers ¹⁷³. En outre, Dias da Silva *et al.* ¹⁷⁴ constatent que la diminution du nombre moyen d'heures travaillées au cours des dernières décennies dans une sélection de pays de l'UE a exacerbé la polarisation des emplois ¹⁷⁵.

¹⁶⁹ Le cadre de tâches est fondé sur celui d'Autor (D.H.), Levy (F.) et Murnane (R.J.) « *The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 4, Oxford University Press, Oxford, novembre 2003, p. 1279-1333.

¹⁷⁰ Goos (M.), « *The impact of technological progress on labour markets: policy challenges* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, n° 3, Oxford University Press, Oxford, juillet 2018, p. 362-375.

¹⁷¹ Le graphique est reproduit à partir de Dias da Silva (A.), Laws (A.) et Petroulakis (F.), « *Hours of work polarisation ?* », *Working Paper Series* n° 2324, BCE, Francfort-sur-le Main, octobre 2019. Le graphique utilise la représentation des tâches plus fine de Acemoglu (D.) et Autor (D.) ; « *Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings* », dans Ashenfelter (O.) et Card (D.) (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 4b, Elsevier, B.V., 2011, p. 1043-1171.

¹⁷² Tous les métiers ou emplois sont ventilés en fonction de leur contenu de tâches, selon les six catégories de tâches du graphique 4. Le contenu de l'emploi moyen est dérivé selon cette méthodologie.

¹⁷³ Cf. Acemoglu (D.) et Autor (D.), *op. cit.* De plus, la nature précise des effets sur la main-d'œuvre dépend de l'interaction d'équilibre entre technologie, offre de compétences et demande des consommateurs. Selon que les travailleurs abandonnent les tâches intermédiaires pour des tâches peu qualifiées et hautement qualifiées, les effets sur l'emploi et les salaires dans ces groupes dépendent des avantages comparatifs correspondants des travailleurs intermédiaires dans ces tâches.

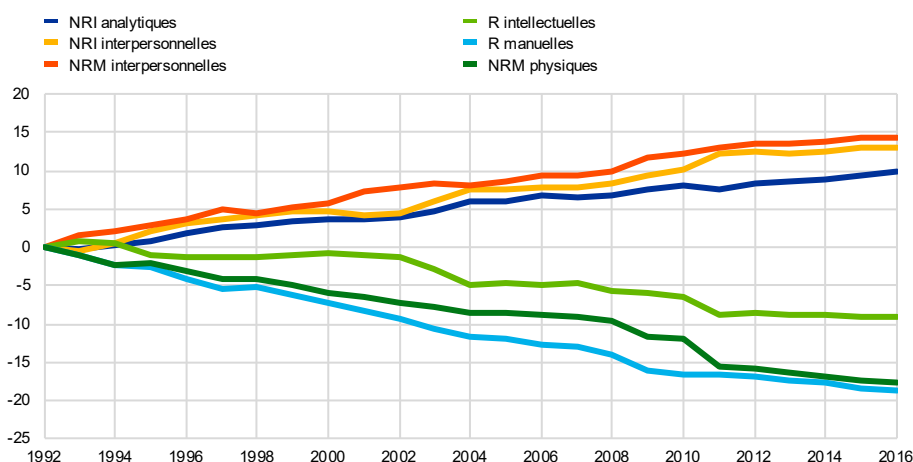
¹⁷⁴ Dias da Silva *et al.*, *op. cit.*

¹⁷⁵ Plus précisément, Dias da Silva *et al.*, *op. cit.*, constatent que les heures travaillées ont diminué davantage pour certains emplois routiniers que pour les emplois non routiniers, d'où la diminution des heures travaillées qui exacerbe l'incidence de la polarisation de l'emploi au sommet et au milieu de la distribution des compétences.

Graphique 4

Évolution du contenu de tâches de l'emploi moyen dans une sélection de pays européens

(variation de la part des tâches)



Source : Dias da Silva *et al.* (cf. la note de bas de page n° 48).

Notes : Les emplois sont ventilés en fonction de leur contenu de tâches selon les six catégories indiquées et chaque ligne indique donc le contenu de l'emploi moyen ; NRI = tâches non routinières intellectuelles ; NRM = non routinières manuelles ; R = routinières. Échantillon normalisé à 0 en 1992. Les pays sélectionnés sont la Belgique, le Danemark, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Finlande, la Suède et le Royaume-Uni.

L'un des principaux exemples d'une technologie d'automatisation moderne avec un fort potentiel de remplacement de la main-d'œuvre est celui des robots industriels.

Les robots sont actuellement principalement utilisés pour effectuer des tâches répétitives dans le secteur manufacturier et constituent donc un bon exemple de remplacement des tâches routinières. Graetz et Michaels¹⁷⁶ montrent que la robotisation accroît la PGF et la productivité de la main-d'œuvre en Europe sans incidence significative sur l'emploi, hormis un léger mouvement en faveur des travailleurs hautement qualifiés¹⁷⁷. La relation entre numérisation et emploi est examinée plus en détail dans l'encadré 2 ci-après, et il ressort de manière générale que, au niveau agrégé, la numérisation tend généralement à être associée positivement à l'emploi.

Encadré 2

Numérisation, emploi et chômage

Valerie Jarvis

Il n'est pas simple de mesurer l'importance de l'économie numérique, mais l'ampleur du lien entre emploi et activités numériques est un indicateur qui permet d'évaluer le degré de numérisation des différents pays de l'UE. Deux pays de l'UE – l'Estonie et la Suède – occupent régulièrement les premières places sur les graphiques représentant l'emploi numérique. Une définition relativement large de l'emploi dépendant des TIC peut inclure tous les travailleurs occupant des emplois à forte

¹⁷⁶ Graetz (G.) et Michaels (G.), « *Robots at Work* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 100, n° 5, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, décembre 2018, p. 753-68.

¹⁷⁷ Acemoglu (D.) et Restrepo (P.), « *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 6, juin 2020, p. 2188-2244, montre que les marchés locaux du travail aux États-Unis, relativement plus exposés aux robots, ont subi des effets négatifs plus prononcés sur l'emploi et les salaires.

intensité en TIC, qu'ils soient ou non employés directement dans les secteurs des TIC, ainsi que ceux dont les emplois ont une forte intensité en tâches plus largement liées aux TIC. Cette mesure illustre le degré d'hétérogénéité élevé entre pays, avec une part de l'emploi total dépendant des TIC comprise entre environ 22 % au Luxembourg (davantage encore qu'aux États-Unis) et 7 % environ en Grèce, en Italie et en Slovaquie. Bien qu'elle atteigne à peine 11 % dans la zone euro et dans l'UE, cette définition plus large de l'emploi dépendant des TIC représente 17 % environ de l'emploi total en Suède et en Estonie, une proportion comparable à celle observée aux États-Unis ¹⁷⁸.

Au cours de la décennie 2006-2016, les secteurs à forte intensité numérique ont largement contribué à la croissance de l'emploi dans les économies avancées (cf. graphique A, partie gauche). Si l'on examine la relation entre la croissance de l'emploi total et la contribution des secteurs à forte intensité numérique pour une sélection d'économies européennes, le graphique A (partie gauche) suggère une forte contribution des secteurs à forte intensité numérique à la croissance de l'emploi total entre 2006-2016. Les pays les plus fortement engagés dans le numérique, c'est-à-dire la Suède et l'Estonie, semblent avoir été parmi les plus performants en matière de contribution à l'emploi des secteurs à forte intensité numérique, dépassant largement de nombreuses autres économies de l'UE.

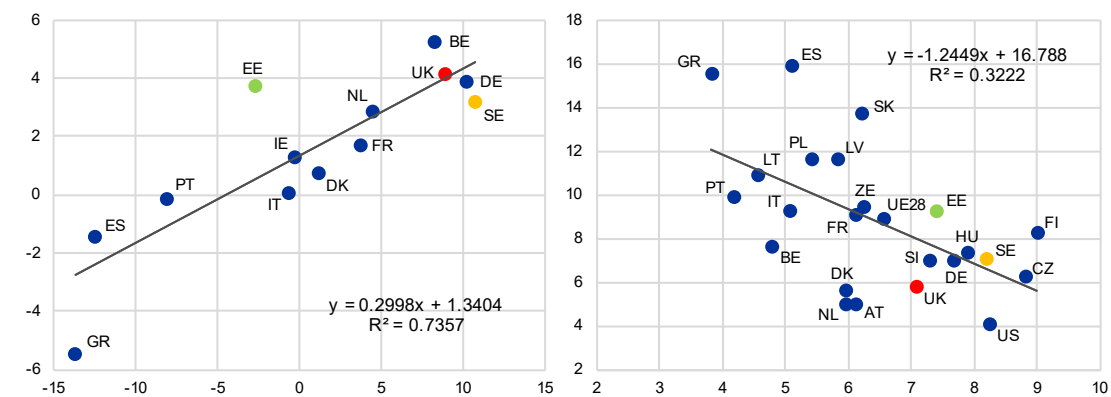
En outre, certains éléments donnent à penser que les économies où la part de l'économie numérique dans la valeur ajoutée totale est plus élevée tendent à avoir un taux de chômage plus faible. Le graphique A (partie droite) montre une corrélation globalement négative entre les taux de chômage agrégés et les parts de la valeur ajoutée totale attribuables aux secteurs numériques dans les économies de l'UE et aux États-Unis sur la période 2000-2018. Bien que le graphique n'implique pas de causalité, il semble contredire l'idée selon laquelle un degré de numérisation plus élevé conduit à une hausse du chômage global. Cela ne signifie pas que la numérisation n'entraîne ni remplacement d'emplois ni perturbations de l'emploi, se traduisant pour certains travailleurs par la perte de leur emploi et des difficultés à retrouver un emploi pendant de longues périodes, mais la numérisation crée également de nouveaux emplois et de nouvelles tâches. Les tendances de ces pays à l'avant-garde de la transformation numérique pourraient apporter des enseignements à d'autres pays encore en phase de rattrapage.

¹⁷⁸ Pour une définition complète de l'emploi dépendant des TIC, et des sources de données pertinentes, cf. l'encadré intitulé « *Digitalisation and EU labour markets: a comparative approach* » dans Anderton (R). *et al.*, *op. cit.*

Graphique A

Numérisation, emploi et chômage

(partie gauche, abscisses : croissance en pourcentage de l'emploi total ; ordonnées : contribution à l'emploi des secteurs à forte intensité numérique ;
partie droite, abscisses : secteur numérique en pourcentage de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie ; ordonnées : taux de chômage annuel moyen (2000-2018))



Source : OCDE (2019).

Comment les marchés du travail peuvent-ils encore générer suffisamment d'emplois après deux siècles d'avancées technologiques inouïes ayant réduit la main-d'œuvre ?

Acemoglu et Restrepo ¹⁷⁹ soutiennent que la technologie possède un « effet de régénération », qui crée de nouvelles tâches tandis qu'elle en détruit d'autres. Ils plaident en faveur d'une réinterprétation de la relation entre technologie et main-d'œuvre comme une « course entre automatisation et nouvelles tâches à forte intensité de main-d'œuvre », qui régénère la main-d'œuvre et accroît la productivité. Cependant, ces mécanismes peuvent entraîner de plus grandes inégalités sur le marché du travail ¹⁸⁰. En outre, le pouvoir de marché plus important des grandes entreprises numériques peut également comprimer les salaires et être associé à une réduction de la part de la main-d'œuvre ¹⁸¹.

Des travaux récents ont tenté de quantifier plus précisément la menace de l'automatisation pour les emplois existants. Frey et Osborne ¹⁸² ont demandé à des experts de donner des points de vue subjectifs sur la question de savoir si des emplois spécifiques pourraient être facilement automatisés dans un avenir

¹⁷⁹ Acemoglu (D.) et Restrep (P.), « *The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment* », *American Economic Review*, vol. 108, n° 6, American Economic Association, juin 2018, p. 1488-1542 ; et Acemoglu (D.) et Restrepo (P.), « *Automation and New Tasks: How Technology Displace and Reinstates Labour* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 2, American Economic Association, 2019, p. 3-30.

¹⁸⁰ Cf., par exemple, la section intitulée « *A general equilibrium perspective of how automation affects the labour market* » dans Anderton (R.) *et al.*, *op. cit.* À cet égard, les effets d'un choc d'automatisation utilisant un modèle d'équilibre général dynamique stochastique montrent une augmentation à moyen terme des emplois peu qualifiés et hautement qualifiés, avec un accroissement des avantages salariaux des travailleurs hautement qualifiés par rapport aux emplois peu qualifiés.

¹⁸¹ Certains éléments indiquent également que la forte augmentation du télétravail durant la pandémie de COVID-19 peut être associée à une nouvelle hausse des inégalités, les emplois pouvant être réalisés à distance étant souvent associés à des salaires plus élevés (cf. l'article intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro » dans le présent numéro du *Bulletin économique*).

¹⁸² Frey (C.B.) et Osborne (M.A.), « *The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation?* », *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 114, Elsevier (B.V.), janvier 2017, p. 254-280.

proche ¹⁸³. Les résultats indiquent que 47 % des emplois aux États-Unis sont exposés à un risque élevé (plus de 70 %) d'automatisation. Des études ultérieures ont conclu que les effets possibles étaient moindres, comme Arntz *et al.* ¹⁸⁴, qui estiment que seulement 9 % des emplois aux États-Unis sont exposés à un risque élevé d'automatisation. Globalement, les estimations empiriques varient considérablement quant au nombre d'emplois qui risquent de faire l'objet d'un certain degré d'automatisation. En outre, bien que l'automatisation semble liée à des tendances telles que la polarisation de l'emploi et qu'elle puisse entraîner des pertes d'emplois, elle comporte également des « effets de régénération » qui donnent lieu à la création de nouvelles tâches et de nouveaux emplois ¹⁸⁵.

Sans donner de chiffres précis, la menace que fait peser l'automatisation des tâches sur un grand nombre d'emplois est une véritable source de préoccupation.

Sur longue période, la technologie a eu un effet net positif sur la main-d'œuvre, mais il existe un risque que le rythme de l'automatisation soit trop élevé pour certains travailleurs qui ne pourront pas se former à nouveau rapidement et être réaffectés à de nouvelles tâches. Les politiques en matière d'éducation et de reconversion ont un rôle important à jouer, mais elles peuvent être plus éprouvantes pour les travailleurs plus âgés. Les conditions-cadres structurelles, y compris les politiques des marchés du travail et des biens et services, pourraient devoir être encore adaptées pour tirer pleinement parti des avantages potentiels de la numérisation tout en préservant l'inclusion.

5 La numérisation et la hausse des prix à la consommation

La numérisation est souvent associée à un impact négatif sur le prix de certains biens et services et sur l'inflation globale. Cet impact peut être analysé séparément en distinguant deux canaux de transmission. Le premier est le canal de transmission direct aux prix à la consommation qui intervient via les prix des produits numériques dans la zone euro et dans ses pays membres. Le second canal de transmission est plus indirect. Il reflète la numérisation, c'est-à-dire le commerce de détail en ligne, les effets sur l'inflation par les réductions de coût, la plus grande transparence en matière de prix, la concurrence accrue et les gains de compétitivité – qui sont généralement très difficiles à distinguer empiriquement ¹⁸⁶. Enfin, il est important d'établir une distinction entre l'impact de la numérisation sur le niveau des prix et sur leur taux de variation, c'est-à-dire l'inflation, et d'examiner s'il existe un biais lors de la mesure de l'inflation à l'aide de l'indice des prix à la consommation

¹⁸³ La question spécifique retenue dans cette étude était : « Les tâches de cet emploi peuvent-elles être spécifiées avec assez de précision, sous réserve de la disponibilité de mégadonnées, pour être exécutées par des équipements informatisés modernes ? »

¹⁸⁴ Arntz (M.), Gregory (T.) et Zierahn (U.), « *The Risk of Automation for Jobs in OECD Countries: A Comparative Analysis* », Documents de travail de l'OCDE sur les affaires sociales, l'emploi et les migrations, n° 189, Éditions OCDE, Paris, 14 mai 2016.

¹⁸⁵ Cf. l'encadré 2 du présent article intitulé « Numérisation, emploi et chômage », qui indique, au niveau agrégé des différents pays, que des degrés de numérisation plus élevés sont associés à un chômage plus faible.

¹⁸⁶ Une analyse plus approfondie de ces effets est disponible à la section intitulée « *Digitalisation and inflation* » dans Anderton (R.) *et al.*, *op. cit.*

harmonisé (IPCH), compte tenu de l'importance croissante du commerce en ligne pour la consommation des ménages.

Les effets directs

Le canal direct par lequel la numérisation exerce un impact sur les prix à la consommation est celui des prix des produits numériques achetés par les consommateurs. Ces produits faisant partie de l'IPCH pour la zone euro et ses

pays membres, cela aura un impact direct sur l'inflation mesurée par cet indice.

Il est difficile de définir clairement ce que sont les produits numériques, mais une approximation pour un indice des « produits numériques » peut être construite d'après la définition d'un indice TIC établie par Eurostat ¹⁸⁷. Selon cette

approximation, les baisses des prix des produits TIC ont réduit le taux d'inflation annuel de la zone euro mesuré par l'IPCH de 0,15 point de pourcentage en moyenne chaque année sur la période allant de 2002 à 2019 (cf. graphique 5).

L'impact a été plus important jusque vers 2015 mais a diminué dans une certaine mesure par la suite. Sur la même période, la fourchette des impacts pour les différents pays de la zone euro s'est établie en moyenne entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage environ par an ¹⁸⁸.

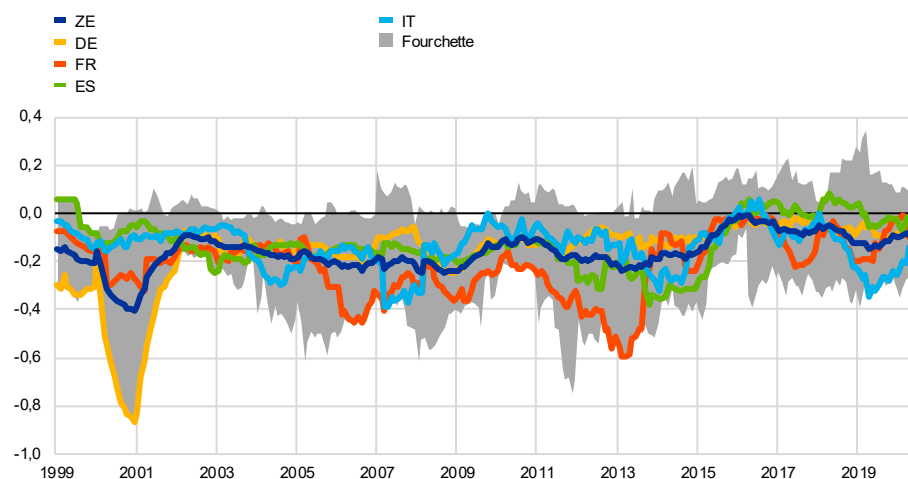
¹⁸⁷ Conformément aux orientations publiées dans le « *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) Methodological Manual* » (manuel méthodologique de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)), Eurostat, Office des publications de l'Union européenne, Luxembourg, novembre 2018, l'indice des produits TIC se compose des catégories ECOICOP 08.2.0 « Matériel de téléphonie et de télécopie » et 09.1 « Matériel audiovisuel, photographique et de traitement de l'information » qui recouvrent des biens à caractère essentiellement électronique. De plus, l'indice inclut également les catégories 08.3.0 « Services de téléphonie et de télécopie » et 12.3.1.2 « Horloges et montres ». Le poids total de ces rubriques dans l'IPCH est de 4 % environ en 2020 dans la zone euro.

¹⁸⁸ Les différences entre pays reflètent principalement des taux d'inflation différents pour les services de télécommunication – un secteur qui était très concentré historiquement mais où le pouvoir de marché a diminué depuis 2003 (par exemple, selon les indicateurs de réglementation par secteur de l'OCDE, la réglementation globale dans le secteur des télécommunications dans la plupart des pays de la zone euro a diminué depuis 2003). Les taux d'inflation pour les produits audiovisuels et les équipements de traitement de l'information et les téléphones ont été moins hétérogènes entre les différents pays de la zone euro.

Graphique 5

Contribution des produits TIC à la hausse annuelle de l'IPCH total dans les différents pays de la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières données se rapportent à juillet 2020. La fourchette est définie par le minimum et le maximum dans les différents pays de la zone euro (dans sa composition changeante). Les produits TIC recouvrent le matériel audiovisuel, photographique et de traitement de l'information, le matériel et les services de téléphonie et de télécopie ainsi que les horloges et montres. Les indices des prix des différents pays pour les horloges et les montres ont des mois de départ différents, mais la pondération est très faible (moins de 0,5 % de l'IPCH total pour la zone euro), par conséquent la comparaison entre les pays et les périodes n'est pas faussée (l'impact sur la contribution agrégée des produits TIC est négligeable). Les taux d'inflation pour 2000 et 2001 sont biaisés car ils reflètent l'impact méthodologique de l'inclusion des services internet dans l'IPCH de l'Allemagne.

Plusieurs réserves entourent les estimations du taux d'inflation pour les rubriques numériques.

Premièrement, les produits numériques dans le panier du consommateur ne recouvrent pas seulement les quatre catégories utilisées pour l'indice publié. De nombreux autres biens et services sont également exposés aux évolutions des TIC à des degrés divers. Deuxièmement, les produits TIC (ou biens électroniques) sont sujets à des améliorations technologiques soudaines et très rapides, ce qui pose des difficultés pour leur intégration dans le panier de l'IPCH s'agissant de l'ajustement qualitatif adéquat, du remplacement ou de l'élargissement du panier. L'incapacité à incorporer correctement les prix de ces produits dans le panier de l'IPCH peut entraîner un biais (à la hausse ou à la baisse) dans les indices de prix respectifs.

Les effets indirects

Les canaux indirects par lesquels la numérisation exerce un impact sont les réductions de coûts et la concurrence accrue en raison de la plus grande transparence des prix.

Dans le contexte des prix des biens de consommation finale, la numérisation est souvent associée au terme plus étroit de « commerce électronique », qui est généralement utilisé pour décrire les ventes ou les achats de biens et de services via internet. Si l'on examine le commerce électronique entre les entreprises et les consommateurs, l'impact baissier exercé sur l'inflation par le développement de ce type de commerce s'exerce de deux manières. Premièrement, le commerce électronique peut réduire les coûts par rapport aux canaux de distribution physiques classiques (par exemple, les ventes en ligne nécessitent

moins de dépenses que d'entretenir des boutiques), une évolution que les détaillants traditionnels et les vendeurs en ligne peuvent répercuter aux consommateurs. Deuxièmement, le commerce électronique peut faire baisser les prix (ou limiter leur hausse après une augmentation des coûts) en raison d'une plus grande transparence et d'une compétition accrue entre les fournisseurs. Les clients font des recherches sur internet pour trouver des prix plus bas et de bonnes affaires, forçant les fournisseurs traditionnels comme les vendeurs en ligne à contenir les prix, ce qui peut entraîner une érosion de leurs marges bénéficiaires. Les deux effets peuvent se manifester lorsque la part du commerce électronique dans le commerce de détail total est encore faible.

Même si le commerce électronique intensifie généralement la concurrence, la présence et la large utilisation de technologies commerciales s'appuyant sur internet peuvent également créer des opportunités pour une collusion tacite entre les fournisseurs ou les détaillants, ce qui peut porter atteinte à la concurrence. Si le commerce électronique permet aux consommateurs de comparer les prix et la qualité des biens, il facilite également la possibilité pour les fournisseurs de vérifier les prix et de s'entendre éventuellement sur un comportement en matière de fixation des prix. Même si ces effets peuvent être pertinents pour des marchés spécifiques, les effets de renforcement de la concurrence des technologies utilisées pour les transactions du commerce électronique devraient dominer – notamment aussi longtemps que la technologie reste relativement récente et que les fournisseurs en ligne luttent pour conquérir des parts de marché afin de renforcer leur position sur le secteur d'activité.

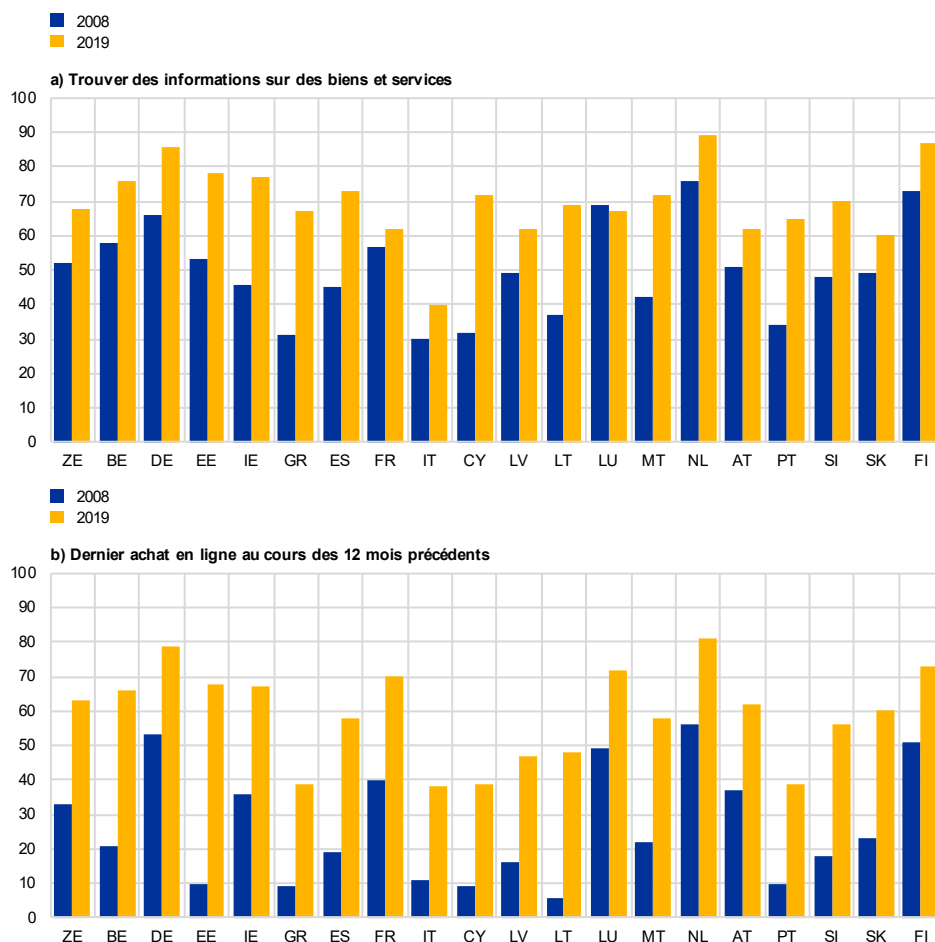
La mesure dans laquelle les effets indirects décrits ci-dessus ont un impact sur l'inflation dépend en partie de la prévalence du commerce électronique dans la zone euro. De plus, la possibilité de comparer les prix en ligne peut déjà être un facteur renforçant la concurrence. Les ventes en ligne aux consommateurs représentaient près de 14 % du total des ventes au détail (hors voitures et motos) dans la zone euro en 2017 – une part qui a déjà presque doublé au cours des dix dernières années. Les achats ont porté le plus fréquemment sur les rubriques habillement, hébergement et voyages ¹⁸⁹. Les consommateurs ont également significativement accru leur utilisation du commerce électronique. En 2019, la part des personnes utilisant internet pour obtenir des informations sur les biens et services atteignait 70 %, et 60 % l'utilisaient pour les acheter – une hausse significative au cours des dix dernières années (cf. graphique 6). Parmi les pays de la zone euro, l'Allemagne et les Pays-Bas arrivent en tête, suivis du Luxembourg et de la France, les économies du Sud (Grèce, Italie, Chypre et Portugal) accusant un léger retard en ce qui concerne les achats effectifs.

¹⁸⁹ L'estimation de la part des ventes au détail en ligne est obtenue à partir des données par pays relatives aux ventes en ligne d'entreprise à client fournies par la [European Ecommerce Association](#) et Eurostat.

Graphique 6

Utilisation d'internet par les ménages à des fins de consommation et de collecte d'informations

(part en pourcentage de l'ensemble des personnes)



Source : Eurostat.

Dans la mesure où l'adoption du commerce électronique continue de s'accroître, elle pourrait impacter l'inflation durant une période prolongée.

Les données empiriques sur les effets de la pénétration du commerce électronique sur l'inflation sont rares jusqu'à présent mais font apparaître un léger effet négatif. Plusieurs études, notamment des estimations internes de la BCE, ont utilisé des approches, des compositions de pays (y compris les pays de la zone euro) et des périodes de temps différentes (notamment les dix dernières années) et ont conclu que l'expansion du commerce électronique (déterminée par différentes mesures) peut avoir fait baisser le taux d'inflation annuel de 0,1 point de pourcentage environ¹⁹⁰. Globalement, toutefois, les effets baissiers sur les prix liés à une

¹⁹⁰ Cf., par exemple, Choi (C.) et Yi (M.H.), « *The effect of the Internet on Inflation: Panel data evidence* », *Journal of Policy Modelling*, vol. 27, n° 7, Elsevier, B.V., février 2005, p. 885-889 ; Lorenzani (D.) et Varga (J.), « *The Economic Impact of Digital Structural Reforms* », *Economic Papers*, n° 529, Commission européenne, 2014 ; et Csonó (B.), Huang (Y.), and Tovar (C.E.), « *Is Digitalization Driving Domestic Inflation?* », *IMF Working Paper*, N° 19/271, Fonds monétaire international, décembre 2019. Des informations supplémentaires sur les estimations internes de la BCE sont disponibles à la section intitulée « *Digitalisation and inflation* » dans Anderton (R.) et al., *op. cit.*

utilisation plus intensive du commerce électronique, s'ils existent, dureront seulement jusqu'à ce que la diffusion des technologies de ce type de commerce à l'ensemble des marchés se soit stabilisée ¹⁹¹. En dépit d'un large consensus sur le fait que le commerce en ligne atténue probablement l'inflation, un courant moins important de la littérature soutient que l'adoption des technologies numériques peut être associée à une concentration du marché entre une poignée d'entreprises « superstars », ce qui peut avoir des effets inflationnistes à plus long terme – un aspect à surveiller dans le futur ¹⁹².

Les évolutions du pouvoir de marché et la numérisation en général peuvent avoir des implications non seulement pour l'inflation, mais également pour la transmission de la politique monétaire. Toutefois, le débat académique sur les canaux par lesquels s'exerce cet impact reste ouvert. Syverson ¹⁹³ montre qu'une expansion monétaire conduirait à une croissance de la production plus importante dans des conditions de concurrence parfaite qu'elle ne le ferait dans une situation de monopole. La politique monétaire affecte directement les entreprises en modifiant le coût de leurs fonds propres et indirectement en ayant une incidence sur la demande. Les entreprises qui ont un pouvoir de marché élevé réagissent généralement moins aux variations des coûts, et par conséquent à la politique monétaire, que les entreprises parfaitement concurrentielles. Cela ne signifie pas, toutefois, qu'un pouvoir de marché moindre aura nécessairement pour résultat une transmission plus forte des chocs de coûts ou une transmission plus marquée de la politique monétaire. La transmission de la politique monétaire dépendra de la manière dont les décisions des entreprises en matière de prix changent au fil des évolutions de leur pouvoir de marché ¹⁹⁴. Korinek et Ng ¹⁹⁵ analysent le rôle des coûts liés à l'innovation numérique des entreprises superstars et concluent que, au fur et à mesure que l'innovation se développe, les coûts des facteurs fluctueront moins avec la demande, conduisant à un aplatissement de la courbe de Phillips, c'est-à-dire une plus grande viscosité des prix ¹⁹⁶. Une conclusion légèrement différente est donnée par Cavallo ¹⁹⁷, qui constate une diminution du degré de dispersion géographique des prix aux États-Unis au cours des dix dernières années, qu'il attribue au fait que les commerçants en ligne ont des stratégies uniformes pour la fixation des prix, limitant ainsi la possibilité d'une différenciation géographique des prix.

¹⁹¹ Cf. l'analyse de Meijers (H.), « *Diffusion of the Internet and low inflation in the information economy* », *Information Economics and Policy*, vol. 18, n° 1, mars 2001, p. 1-23.

¹⁹² Cf., par exemple, Haldane (A.G.), « *Market Power and Monetary Policy* », discours lors du *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, 24 août 2018 et Shapiro (C.), « *Protecting Competition in the American Economy: Merger Control, Tech Titans, Labour Markets* », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 3, American Economic Association, 2019, p. 69-93.

¹⁹³ Syverson (C.), « *Changing market structures and implications for monetary policy* », remarques à l'occasion du *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, 2018.

¹⁹⁴ Il est important de noter que ce débat porte sur l'un des aspects des coûts des entreprises et de la transmission de la politique monétaire, alors qu'il existe évidemment de nombreux autres facteurs et mécanismes impliqués dans le processus de transmission de la politique monétaire.

¹⁹⁵ Korinek (A.) et Ng (D.X.), « *Digitization and the macro-economics of superstars* », mimeo, 2018.

¹⁹⁶ Dans la mesure où les entreprises superstars gagnent des parts de marché, et aussi longtemps que leurs innovations impliquent des coûts fixes, elles dépensent une part croissante de leur demande de facteurs pour les coûts fixes, qui réagissent moins aux variations de la demande agrégée.

¹⁹⁷ Cavallo (A.), « *More Amazon effects: Online competition and pricing behaviors* », *NBER Working Papers*, n° 25138, National Bureau of Economic Research, 2018.

En conséquence, la sensibilité des prix de détail à des chocs mondiaux, tels que les taux de change ou les prix du gaz, a augmenté, ce qui suggère une diminution plutôt qu'une augmentation de la viscosité des prix ¹⁹⁸. Globalement, l'impact de la numérisation sur la politique monétaire nécessite de poursuivre les travaux de recherche, à la fois pour enrichir les modèles structurels afin de prendre en compte ses effets et pour vérifier leurs implications empiriques ¹⁹⁹.

Le commerce de détail en ligne et la mesure de l'IPCH

Enfin, et surtout, il est important de distinguer l'impact de la numérisation sur le niveau des prix de son impact sur l'inflation. L'intégration des biens et services négociés en ligne dans l'IPCH aura un impact sur la hausse de cet indice seulement si les prix de ces produits et services affichent des taux de variations différents de ceux des prix des biens et services négociés hors ligne. La méthodologie de calcul de l'IPCH implique que les différences de niveau de prix entre les boutiques en ligne et les magasins physiques n'ont pas d'effet direct sur l'indice. Dans le même temps, l'augmentation des dépenses via internet se traduit par des ajustements des pondérations des différentes sous-rubriques de l'IPCH. De plus, les instituts statistiques des pays de la zone euro améliorent en permanence leurs méthodes de collecte des données et certains prix en ligne se reflètent déjà dans l'IPCH ²⁰⁰.

Les données disponibles sur une possible erreur de mesure dans les indices de prix à la consommation en raison d'une intégration incomplète des ventes en ligne sont insuffisantes et peu concluantes. Même s'il existe un large consensus dans la littérature sur le fait que la fréquence des ajustements de prix a augmenté au cours des dernières années dans les deux canaux de commercialisation, certaines études montrent que les prix dans les boutiques en ligne et les magasins physiques changent avec une fréquence comparable, tandis que d'autres travaux concluent que les variations de prix sont plus fréquentes pour les boutiques en ligne ²⁰¹. Les données relatives à l'ampleur moyenne des variations

¹⁹⁸ En d'autres termes, une marge moins importante pour la différenciation des prix associée à des coûts d'étiquetage faibles ou nuls pour les détaillants en ligne peuvent réduire la rigidité des prix.

¹⁹⁹ Cf. Syverson (C.), *op. cit.* et Cavallo (A.), *op. cit.*

²⁰⁰ Par exemple, l'institut statistique belge collecte des données sur les prix sur internet pour les logements étudiants et les services d'hébergement, l'institut néerlandais collecte des données sur les prix de l'habillement et l'institut allemand collecte des données sur les prix des billets pour les bus longue distance et les trains.

²⁰¹ Cavallo (A.) met en évidence une fréquence similaire des variations de prix : cf. Cavallo (A.), « *Are Online and Offline Prices Similar?: Evidence from Large Multi-channel Retailers* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 1, American Economic Association, janvier 2017, p. 283-303 et Cavallo (A.), « *More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors* », *op. cit.*, tandis que Gorodnichenko (Y.), Sheremirov (V.) et Talavera (O.), « *Price Setting in Online Markets: Does IT Click?* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 16, n° 6, Oxford University Press, Oxford, Décembre 2018, p. 1764-1811, font état d'une plus grande fréquence des changements de prix pour les boutiques en ligne.

de prix sont elles aussi peu concluantes ²⁰². Globalement, les données demeurent insuffisantes pour parvenir à la conclusion que l'exclusion partielle des ventes en ligne aboutit à une erreur de mesure dans les indices de prix (à la hausse ou à la baisse). Si un biais existe, son ampleur est encore plus incertaine.

Les décideurs doivent surveiller et analyser l'impact de la numérisation sur les prix à la consommation et l'inflation. Cela peut avoir des implications pour la mesure des prix et les tendances de l'inflation ainsi que pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire ²⁰³.

6 La numérisation et la pandémie de COVID-19

Depuis le début de la pandémie, l'adoption des technologies numériques s'est renforcée, notamment en raison des confinements qui ont limité la mobilité physique au sein des régions et des pays et entre eux. Cette adoption accrue a affecté les services et les biens numériques de la même façon, comme le montrent les données correspondantes, à savoir les statistiques relatives à l'utilisation/la souscription dans le cas des services numériques, disponibles par le biais des plateformes en ligne ²⁰⁴, et les ventes au détail dans le cas des biens numériques (ou commandés de manière numérique), comme présenté dans le graphique 7 ci-après.

²⁰² Lünemann (P.) et Wint (L.), « *Price Stickiness in the US and Europe Revisited: Evidence from Internet Prices* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 73, n° 5, Oxford University Press, Oxford, 3 août 2011, concluent que les variations des prix des produits vendus en ligne sont en moyenne plus faibles, bien que plus fréquentes, que celles qui ressortent des données de l'indice des prix à la consommation, tandis que selon Cavallo (A.), « *Are Online and Offline Prices Similar?: Evidence from Large Multi-channel Retailers* », *op. cit.* et Gorodnichenko (Y.), *et al.*, *op. cit.*, les prix dans les boutiques en ligne s'ajustent pour des montants comparables, en moyenne, à ceux des magasins physiques.

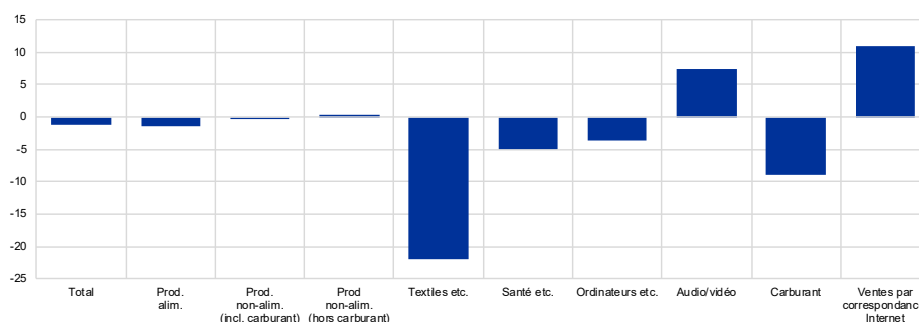
²⁰³ Pour des débats supplémentaires sur les implications sur la politique monétaire pour les États-Unis, cf. Cavallo (A.), « *More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors* », *op. cit.*

²⁰⁴ Cf. par exemple, Kemp (S.), « *Digital 2020: April Global Statshot* », *Data Reportal*, 23 avril 2020.

Graphique 7

Commerce de détail de la zone euro – Comparaison juillet 2020-février 2020

(variation en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : « Total » correspond au « Commerce de détail, à l'exclusion des véhicules à moteur et des motos », « Produits alimentaires » au « Commerce de détail de produits alimentaires, boissons et tabac », « Produits non alimentaires » au « Commerce de détail de produits non alimentaires », « Textiles etc. » au « Commerce de détail de textiles, d'habillement, de chaussures et d'articles en cuir en magasins spécialisés », « Santé etc. » au « Pharmaciens ; commerce de détail de biens médicaux et orthopédiques, commerce de détail de parfums et de produits de beauté en magasins spécialisés », « Ordinateurs etc. » au « Commerce de détail d'ordinateurs, d'équipements périphériques et de logiciels ; d'équipements de télécommunication etc. dans des magasins spécialisés », « Audio/vidéo etc. » au « Commerce de détail de matériel audio et vidéo ; de quincaillerie, peintures et verres ; d'appareils de petit électroménager, etc. en magasins spécialisés », « Carburants » au « Commerce de détail de carburants automobiles en magasins spécialisés » et « Vente par correspondance/Internet » au « Commerce de détail via des entreprises de vente par correspondance ou via internet ».

Le renforcement du passage au numérique semble être lié à la fois aux utilisateurs existants qui accroissent leur utilisation et aux nouveaux utilisateurs et nouveaux usages, dans la mesure où davantage de ménages recourent aux services en ligne et où un nombre croissant d'entreprises utilisent les téléconférences et les chaînes d'approvisionnement numériques, par exemple, entraînant ainsi également une amélioration de l'éducation et des qualifications numériques. Cela pourrait constituer une étape importante vers une économie numérique plus développée dans la zone euro et dans l'UE ; savoir s'il s'agit d'un changement permanent sera un facteur essentiel pour l'impact probable à moyen et long terme de la pandémie de COVID-19 sur l'économie numérique et l'économie au sens plus large dans la zone euro, dans l'UE et ailleurs.

La pandémie de COVID-19 étant toujours en cours, son impact sur l'économie numérique reste incertain, en particulier au-delà du court terme. Son impact sur l'économie numérique et sur l'économie au sens plus large dépend de l'offre et de la demande numériques. La réponse du côté de l'offre améliorerait la productivité, les TIC et éventuellement le capital humain, dopant ainsi les capacités et le potentiel de production, tandis que la réponse du côté de la demande parviendrait au même résultat seulement si elle était plus durable. Au total, la zone euro et les économies de l'UE semblent avoir une meilleure chance de rattraper leur retard sur leurs pairs dans l'économie numérique mondiale si une réponse forte se matérialise du côté de l'offre numérique.

7 Conclusion

La révolution numérique est « virtuellement partout » et transforme toutes nos économies. L'économie numérique prend de l'importance, avec une

accélération probable de l'adoption des technologies numériques durant la pandémie de COVID-19, et a une incidence sur les variables pertinentes pour la politique monétaire telles que l'emploi, la productivité et l'inflation. Il existe une importante hétérogénéité dans la zone euro et en Europe s'agissant de l'adoption des technologies numériques et la plupart de ces pays sont en retard par rapport aux principaux concurrents tels que les États-Unis. Les politiques structurelles, telles que les réglementations des marchés du travail, des biens et services et des marchés financiers, devront peut-être être adaptées afin de profiter pleinement des gains potentiels des technologies numériques tout en préservant l'inclusion. S'agissant de la numérisation, la pandémie de COVID-19 peut créer de nouveaux défis pour les pays de l'UE, mais elle peut aussi offrir d'importantes opportunités de rattrapage.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,3	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T4	0,4	0,6	0,1	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 T1	-3,5	-1,3	-2,5	-0,5	-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	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
T3	.	7,4	15,5	5,3	2,7	12,5	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
2020 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	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
Septembre	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
Octobre	-	-	-	-	-	-	.	.	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Novembre ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,3

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	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	-0,5	-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	-3,3
T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,3
T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,4	9,1	9,9
2020 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	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,3
Août	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,8	2,5	5,2
Septembre	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	52,9	51,0	9,4	9,1	9,9
Octobre	54,1	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,3	50,3	.	.	.
Novembre	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,2	54,7	51,5	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	—	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020 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
Octobre	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Novembre	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10

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^{er} octobre 2019. Les données relatives aux périodes précédentes se rapportent au pré-€STR qui a été publié à titre d'information seulement et non pour être utilisé comme référence ou taux de référence pour les transactions de marché.

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 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
Octobre	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Novembre	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13

Source : Calculs de la BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx											États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	179,3	107,4	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	21697,2
2020 Mai	322,1	2909,3	678,1	251,2	150,1	76,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	20543,3
Juin	353,9	3237,4	733,8	212,2	160,9	82,7	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	22486,9
Juillet	362,0	3316,3	773,2	206,2	161,6	79,3	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	22529,5
Août	361,8	3297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	22874,2
Sept.	359,2	3260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	23306,9
Oct.	355,1	3180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	23451,4
Nov.	377,7	3391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	25384,9

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2019	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	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,55	5,69	6,23	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
	Février	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
	Mars	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
	Avril	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,62	5,50	5,55	1,99	1,30	1,54	1,36	1,43	1,67	1,44
	Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,65	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
	Juin	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
	Juillet	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,91	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40
	Août	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,89	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
	Septembre	0,02	0,35	0,18	0,71	5,24	15,85	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
	Octobre ^(p)	0,02	0,35	0,20	0,69	5,17	15,84	5,06	5,26	5,80	2,03	1,37	1,58	1,27	1,36	1,65	1,36

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posité du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	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	2,01	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	1,15	1,09	1,18	1,46
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	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	1,45
	Juin	0,00	-0,12	0,32	1,96	1,89	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
	Juillet	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
	Août	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,30	1,20	1,51
	Septembre	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51
	Octobre ^(p)	0,00	-0,21	0,45	1,84	1,94	2,16	1,96	1,56	1,47	1,50	1,23	1,43	1,39	1,53

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 ¹⁾						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admini- strations pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- strations pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2017		1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018		1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019		1283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	Avril	1478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
	Mai	1596	522	184	.	129	617	144	545	163	81	.	60	159	81
	Juin	1671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
	Juillet	1668	514	158	.	122	728	146	476	181	59	.	41	156	39
	Août	1666	505	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
	Septembre	1688	511	162	.	113	756	146	452	180	62	.	43	127	40
Long terme															
2017		15353	3560	3059	.	1223	6866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018		15746	3688	3162	.	1247	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019		16313	3818	3398	.	1321	7151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	Avril	16709	3943	3418	.	1373	7326	648	460	135	70	.	54	180	20
	Mai	16878	3945	3416	.	1407	7447	663	341	58	52	.	50	162	19
	Juin	17104	3973	3452	.	1433	7569	676	424	100	94	.	38	172	20
	Juillet	17106	3936	3162	.	1445	7890	673	304	55	66	.	32	140	12
	Août	17192	3930	3172	.	1443	7969	678	162	21	45	.	3	85	8
	Septembre	17319	3949	3214	.	1460	8006	692	313	65	79	.	26	124	19

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Adminis-tration centrale	Autres ad-ministrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2017		16593,2	4079,8	3214,5	.	1293,4	7304,7	700,9	7950,7	612,5	1245,6	6092,6
2018		16962,4	4192,8	3331,6	.	1318,7	7445,8	673,5	7023,5	465,0	1099,2	5459,2
2019		17595,7	4368,2	3578,3	.	1405,5	7557,2	686,5	8587,9	538,4	1410,7	6638,8
2020	Avril	18186,9	4470,6	3603,6	.	1490,4	7863,6	758,7	6966,3	340,0	1081,6	5544,7
	Mai	18473,9	4467,0	3600,5	.	1535,4	8063,6	807,3	7273,2	359,5	1115,6	5798,1
	Juin	18775,5	4508,9	3642,3	.	1552,3	8242,3	829,6	7510,3	388,4	1171,0	5950,8
	Juillet	18773,6	4450,2	3319,5	.	1566,6	8618,4	818,9	7436,1	376,7	1149,4	5910,1
	Août	18858,2	4434,9	3326,2	.	1563,8	8713,2	820,0	7723,5	395,0	1191,3	6137,2
	Septembre	19007,9	4459,6	3375,9	.	1572,7	8761,7	838,0	7555,9	364,9	1147,9	6043,1
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	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	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1
	Août	7,7	2,8	4,5	.	12,2	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3
	Septembre	8,0	2,7	5,0	.	11,7	10,6	20,9	0,8	-0,1	2,1	0,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

(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	94,0	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4
2019 T4	97,7	92,4	92,6	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4
2020 T1	97,5	91,8	92,3	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2
T2	98,8	93,1	93,3	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4
T3	101,2	94,9	95,2	.	.	.	121,7	95,6
2020 Juin	99,8	94,0	94,1	—	—	—	119,1	94,1
Juillet	100,5	94,6	94,6	—	—	—	120,3	94,9
Août	101,6	95,1	95,6	—	—	—	122,4	96,0
Septembre	101,6	95,0	95,5	—	—	—	122,5	95,9
Octobre	101,4	94,8	95,0	—	—	—	122,4	95,7
Novembre	100,7	94,2	94,2	—	—	—	121,6	95,0
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2020 Novembre	-0,7	-0,7	-0,9	—	—	—	-0,7	-0,7
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2020 Novembre	3,3	2,1	2,0	—	—	—	6,1	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 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
Octobre	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Novembre	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>												
2020 Novembre	-1,4	-0,2	-2,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,0	-1,3	-0,1	-1,6	0,4	0,5
<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>												
2020 Novembre	0,7	1,6	3,7	-0,3	7,9	2,7	4,9	4,5	2,1	-3,9	-1,8	7,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2019	T3	28 093,7	28 285,0	-191,3	11 636,3	9 441,5	9 639,0	12 022,3	-123,7	6 115,1	6 821,2	827,0	15 398,7
	T4	27 826,3	27 882,0	-55,7	11 517,1	9 375,3	9 888,0	12 094,7	-85,3	5 693,0	6 412,0	813,6	14 759,2
2020	T1	27 459,7	27 552,2	-92,5	11 263,3	9 320,5	8 884,3	11 128,6	-99,0	6 544,8	7 103,1	866,3	15 530,2
	T2	27 985,8	28 057,9	-72,0	11 182,0	9 373,8	9 839,8	11 894,7	-68,0	6 127,1	6 789,3	905,0	15 207,1
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2020	T2	242,9	243,5	-0,6	97,1	81,4	85,4	103,2	-0,6	53,2	58,9	7,9	132,0
Flux													
2019	T4	-363,4	-427,3	63,9	-166,0	-66,3	155,0	11,4	-5,3	-344,7	-372,4	-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	—
	T3	274,7	199,1	75,6	65,6	68,1	50,9	124,3	32,0	122,8	6,7	3,4	—
2020	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	175,5	190,5	-15,0	33,7	15,0	25,4	58,7	6,5	110,6	116,9	-0,5	—
	Août	97,5	60,6	36,9	60,0	37,9	41,6	41,7	0,3	-5,7	-18,9	1,3	—
	Septembre	1,6	-52,0	53,6	-28,0	15,3	-16,2	23,9	25,3	18,0	-91,2	2,6	—
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2020	Septembre	613,7	456,7	157,0	-110,9	97,1	461,8	383,7	76,5	178,8	-24,1	7,6	—
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2020	Septembre	5,4	4,0	1,4	-1,0	0,9	4,0	3,4	0,7	1,6	-0,2	0,1	—

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	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	485,4	5 305,5	4 820,2
2018	11 587,7	11 119,5	6 222,7	2 368,7	2 431,3	1 178,5	745,7	500,6	96,8	468,1	5 576,2	5 108,1
2019	11 935,5	11 492,0	6 377,9	2 454,0	2 624,3	1 258,9	771,9	586,7	35,9	443,5	5 755,7	5 312,2
2019 T4	3 015,3	2 907,5	1 606,3	621,7	679,5	317,4	192,8	167,6	0,1	107,7	1 449,6	1 341,8
2020 T1	2 918,2	2 825,1	1 539,2	625,7	648,2	311,8	175,1	159,7	12,0	93,1	1 388,7	1 295,6
T2	2 598,7	2 518,2	1 346,6	627,2	544,1	273,1	143,4	125,8	0,2	80,5	1 106,8	1 026,3
T3	2 897,4	2 760,1	1 530,3	639,7	616,2	307,9	179,9	126,6	-26,2	137,4	1 299,9	1 162,5
en pourcentage du PIB												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2019 T4	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	—	—	0,0	2,2
2020 T1	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,7	-2,5	-9,6	-7,2	—	—	-3,8	-3,0
T2	-11,7	-11,2	-12,4	-2,2	-16,0	-12,5	-18,2	-20,7	—	—	-18,9	-18,2
T3	12,5	10,3	14,0	4,8	13,4	13,2	24,9	0,8	—	—	17,1	12,3
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 T4	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	—	—	1,8	2,5
2020 T1	-3,2	-1,7	-3,9	0,7	1,1	-2,5	-9,9	27,1	—	—	-3,1	0,2
T2	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,5	-14,3	-26,7	-24,9	—	—	-21,5	-20,7
T3	-4,3	-4,2	-4,6	2,1	-4,7	-3,9	-8,1	-1,6	—	—	-8,7	-8,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2019 T4	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	—	—
2020 T1	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	—	—
T2	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	—	—
T3	12,5	10,1	7,3	1,1	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,2	2,4	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	—	—
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	—	—
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	—	—
2019 T4	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	—	—
2020 T1	-3,2	-1,6	-2,1	0,1	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	—	—
T2	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	—	—
T3	-4,3	-4,0	-2,4	0,4	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2017	10 055,8	176,2	2 001,8	498,9	1 909,3	469,5	468,2	1 134,6	1 146,7	1 900,0	350,7	1 160,9
2018	10 383,7	174,5	2 052,2	528,2	1 963,8	500,3	476,8	1 167,3	1 206,6	1 957,9	356,1	1 203,9
2019	10 693,1	178,5	2 064,5	570,1	2 026,8	530,6	481,3	1 204,8	1 251,4	2 020,4	364,7	1 242,4
2019 T4	2 701,5	45,2	520,6	145,6	512,2	134,9	119,8	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 T1	2 624,4	45,0	500,2	141,9	480,2	133,2	120,8	302,6	306,3	507,9	86,3	293,7
T2	2 339,2	45,4	427,6	125,8	379,8	127,5	114,6	297,3	259,7	491,7	69,8	259,5
T3	2 604,8	44,3	494,8	143,8	470,0	136,5	118,7	305,2	290,7	518,5	82,2	292,6
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2019 T4	0,1	1,1	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,2	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 T1	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
T2	-12,0	-0,1	-15,0	-12,6	-21,2	-4,4	-2,4	-2,3	-15,8	-6,9	-22,9	-9,4
T3	12,3	0,7	16,0	13,9	23,1	6,9	3,4	2,3	12,0	9,5	21,6	14,3
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	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 T4	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,9	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 T1	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	1,9	-0,4	0,3	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
T2	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,7	-4,8	-3,4	-2,3	-18,3	-8,3	-28,1	-15,0
T3	-4,4	0,0	-5,9	-3,4	-8,8	1,8	-0,3	-0,4	-8,6	0,2	-12,6	-3,5
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2019 T4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2020 T1	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	–
T2	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,7	–
T3	12,3	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	–
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–
2019 T4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	–
2020 T1	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	–
T2	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	–
T3	-4,4	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,4	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾											Taux de vacance d'emploi ³⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2019			100,0			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 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
T3	.	.	14,027	8,6	.	11,444	7,6	2,582	18,5	7,117	8,1	6,909	9,1	.
2020 Mai	—	—	12,321	7,7	—	10,033	6,8	2,289	17,2	6,373	7,4	5,948	8,0	—
Juin	—	—	12,747	7,9	—	10,378	7,0	2,369	17,6	6,580	7,6	6,167	8,3	—
Juillet	—	—	14,140	8,7	—	11,519	7,7	2,621	18,9	7,179	8,2	6,960	9,2	—
Août	—	—	14,029	8,6	—	11,425	7,6	2,603	18,6	7,130	8,1	6,899	9,1	—
Septembre	—	—	13,911	8,5	—	11,389	7,6	2,522	17,9	7,042	8,0	6,869	9,0	—
Octobre	—	—	13,825	8,4	—	11,274	7,5	2,551	18,0	7,032	8,0	6,793	8,9	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,0	7,9	2,5	1,6	3,4	0,8	5,7
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,6	0,7	1,8
2019 T4	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,4	0,0	-5,9	2,1	0,6	3,5	-0,8	12,5
2020 T1	-6,1	-6,1	-5,3	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
T2	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,3	-10,6	-15,4	-26,4	-6,8	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
T3	-6,8	-7,1	-5,8	-11,6	-1,7	-4,9	-2,9	-8,0	2,3	2,6	3,2	-5,1	-6,9
2020 Mai	-20,3	-21,5	-19,4	-27,9	-14,6	-10,6	-10,4	-28,3	-2,7	5,8	-5,9	-26,9	-48,5
Juin	-11,8	-12,3	-12,6	-15,4	-7,2	-7,5	-4,5	-13,4	1,5	1,0	4,0	-14,0	-28,1
Juillet	-6,8	-7,1	-8,6	-9,1	-1,4	-5,7	-3,3	-10,4	0,0	1,2	0,0	-6,0	-3,8
Août	-6,7	-7,2	-5,0	-12,5	-2,2	-4,6	0,4	-7,1	4,4	3,6	6,2	-3,7	-15,7
Septembre	-6,8	-7,2	-3,7	-13,3	-1,5	-4,5	-2,5	-6,5	2,5	2,9	3,2	-5,6	-1,8
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	.	4,3	5,1	5,4	-9,6	-4,8
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2020 Mai	12,5	13,6	10,1	25,7	5,9	2,9	29,1	11,8	20,2	2,5	38,9	38,5	138,7
Juin	9,5	10,3	7,1	14,5	6,2	2,9	5,7	20,9	5,7	-3,2	12,0	19,6	39,9
Juillet	5,3	5,9	5,1	6,9	5,0	1,6	0,0	2,2	-1,6	0,0	-4,3	9,1	29,3
Août	0,6	0,4	3,1	-1,7	-0,5	1,2	3,9	4,0	4,2	2,3	5,5	2,2	-0,2
Septembre	-0,4	-0,3	0,5	0,6	1,2	-1,0	-2,9	0,4	-1,7	-1,4	-1,9	-1,5	1,7
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	2,0	2,0	-3,7	2,9

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	—	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 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	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 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	85,5	51,8	55,3	54,7	54,9
Août	87,5	-12,8	—	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	—	51,7	55,6	50,5	51,9
Septembre	90,9	-11,4	—	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	—	53,7	57,1	48,0	50,4
Octobre	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Novembre	87,6	-10,1	—	-17,6	-9,3	-12,7	-17,3	—	53,8	55,3	41,7	45,3

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,6	4,6	35,1	6,9	77,2	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,6	35,5	5,9	77,8	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	3,5	1,9
2019 T3	12,9	93,5	2,2	2,5	4,3	4,7	3,8	34,9	5,7	79,2	1,8	0,6	1,6
T4	12,9	93,8	1,0	2,6	2,7	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	-8,1	1,9
2020 T1	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,2	3,0	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	0,0	2,1
T2	16,5	94,9	-3,6	3,3	-14,2	4,0	4,3	31,0	4,1	83,3	2,6	-28,5	1,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	T4	1 099,3	1 034,8	64,4	610,2	519,7	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020	T1	1 058,4	1 007,1	51,3	587,0	497,2	241,4	251,7	200,7	192,4	29,4	65,8	10,8	10,8
	T2	859,8	816,5	43,3	466,9	413,1	190,4	182,1	176,4	152,6	26,1	68,7	10,5	15,3
	T3	945,8	883,0	62,8	553,5	460,3	198,4	183,3	165,6	176,4	28,3	63,0	10,5	8,0
2020	Avril	273,1	263,9	9,3	141,8	130,6	61,4	60,5	61,0	50,4	8,9	22,4	3,8	5,8
	Mai	285,2	270,2	15,0	155,8	137,3	63,4	59,9	58,1	47,2	7,9	25,8	3,5	4,5
	Juin	301,5	282,4	19,1	169,3	145,2	65,6	61,7	57,3	55,0	9,2	20,5	3,3	5,0
	Juillet	310,8	294,0	16,8	179,9	150,5	65,9	60,9	55,5	61,0	9,5	21,6	3,3	3,1
	Août	312,3	291,4	20,9	183,2	152,1	64,2	60,6	55,6	58,8	9,3	20,0	4,1	1,8
	Septembre	322,8	297,6	25,2	190,4	157,7	68,4	61,8	54,5	56,7	9,5	21,4	3,1	3,0
		flux cumulés sur 12 mois												
2020	Septembre	3 963,3	3 741,5	221,8	2 217,6	1 890,3	884,2	864,5	748,6	726,8	113,0	259,9	48,3	53,1
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2020	Septembre	34,7	32,7	1,9	19,4	16,5	7,7	7,6	6,5	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 ¹⁾, valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T4	2,2	-1,9	592,5	276,0	125,5	179,5	496,9	526,0	291,4	86,6	139,0	385,9	61,0
2020	T1	-1,6	-4,0	578,4	275,3	115,7	176,1	480,5	507,6	284,0	82,8	133,9	370,6	56,4
	T2	-23,6	-21,5	446,8	218,1	87,2	132,8	369,0	422,9	220,2	77,2	118,7	319,4	26,3
	T3	-8,6	-11,6	531,7	.	.	.	447,9	468,1	.	.	.	357,2	.
2020	Avril	-29,9	-25,3	135,5	69,7	26,4	37,6	109,6	135,5	72,8	24,8	36,2	99,6	7,9
	Mai	-29,8	-26,6	147,7	71,9	28,8	44,2	123,3	139,5	71,6	25,4	39,9	106,9	7,8
	Juin	-10,5	-12,1	163,5	76,6	32,0	51,0	136,1	147,9	75,8	27,0	42,5	112,8	10,5
	Juillet	-10,4	-14,3	173,0	80,0	34,9	54,5	145,5	154,3	79,8	27,9	43,6	116,8	11,4
	Août	-12,6	-13,6	175,8	81,6	35,7	54,2	147,5	154,8	79,5	27,6	44,4	119,4	11,9
	Septembre	-3,1	-7,1	182,9	.	.	.	154,9	159,0	.	.	.	121,0	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T4	0,0	-1,8	107,3	108,1	108,7	106,1	107,1	107,2	105,2	105,8	113,3	110,1	96,7
2020	T1	-4,0	-4,7	103,7	106,7	100,1	102,6	102,2	103,9	103,7	100,4	108,6	105,0	98,3
	T2	-23,6	-16,4	81,6	86,6	75,7	78,9	79,1	92,1	89,8	94,3	96,7	91,1	81,5
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	Mars	-7,8	-8,8	98,7	104,1	91,6	95,0	95,2	97,5	98,3	94,4	100,6	95,8	92,4
	Avril	-29,9	-20,0	74,2	82,7	67,9	67,4	70,3	88,7	89,6	89,1	89,0	84,7	83,0
	Mai	-29,7	-20,9	81,0	85,5	75,7	78,6	79,2	91,9	89,0	93,3	97,4	91,6	80,2
	Juin	-10,6	-7,7	89,7	91,5	83,5	90,7	87,7	95,7	90,8	100,6	103,7	96,9	81,4
	Juillet	-9,7	-10,3	95,5	95,6	92,0	98,1	94,6	100,0	95,1	103,9	107,7	101,3	79,6
	Août	-10,9	-9,8	97,9	98,7	94,5	98,0	96,9	100,5	95,2	102,6	109,8	103,5	81,5

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 ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimentaires non trans- formés	Produits manufac- turés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix adminis- trés
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2020	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4
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	-0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,3	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
T2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,7	-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 Juin	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,1	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	0,1	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3
Septembre	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
Octobre	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
Novembre ³⁾	104,8	-0,3	0,2	.	0,6	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,2	.	.

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ³⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2019 T4	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,2
2020 T1	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
T2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	1,0	5,1	5,8
T3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	.	.	.
2020 Mai	99,7	-5,0	-3,5	-0,7	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,3	—	—	—
Juin	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	—	—	—
Juillet	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	—	—	—
Août	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	—	—	—
Septembre	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,7	-8,3	—	—	—
Octobre	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,6	—	—	—

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
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	6,6	-1,7	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2019 T4	105,9	1,7	1,2	1,0	1,7	1,4	0,3	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,0	13,4	-3,6
2020 T1	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,9	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
T2	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
T3	106,5	1,0	0,7	0,2	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
2020 Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	35,5	-1,6	1,8	-4,6	-3,0	-0,6	-5,7
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,4	2,8	2,8	2,9	0,0	-1,2	1,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	3,6	0,5	6,6	-1,7	-7,1	5,0

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

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

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,6	1,9	2,4	2,8	2,2
2019 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
2020 T2	115,7	4,2	5,2	0,9	4,1	4,3	1,7
2020 T3	.	.	.	.	.	.	1,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2						M3-M2					
		M1			M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investis- sement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2017		1 112,6	6 636,4	7 749,0	1 198,7	2 261,3	3 460,0	11 209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11 873,9
2018		1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3
2019		1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,5	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13 011,3
2019	T4	1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,2	2 362,5	3 435,7	12 384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13 011,3
2020	T1	1 265,3	8 079,2	9 344,5	1 075,3	2 368,6	3 443,9	12 788,3	109,9	537,3	50,3	697,5	13 485,8
	T2	1 302,8	8 425,1	9 727,9	1 075,5	2 400,9	3 476,4	13 204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13 898,9
	T3	1 330,5	8 617,1	9 947,6	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,8
2020	Mai	1 293,4	8 339,3	9 632,8	1 095,6	2 389,4	3 485,0	13 117,8	95,7	560,0	23,9	679,6	13 797,4
	Juin	1 302,8	8 425,1	9 727,9	1 075,5	2 400,9	3 476,4	13 204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13 898,9
	Juillet	1 310,7	8 464,9	9 775,6	1 080,2	2 406,9	3 487,1	13 262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13 970,6
	Août	1 321,7	8 528,8	9 850,5	1 047,6	2 414,7	3 462,4	13 312,8	91,7	593,7	5,5	690,9	14 003,7
	Septembre	1 330,5	8 617,1	9 947,6	1 077,0	2 423,4	3 500,4	13 448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14 162,8
	Octobre ^(p)	1 338,2	8 681,8	10 020,0	1 060,3	2 431,7	3 492,0	13 512,0	96,3	613,9	15,3	725,5	14 237,5
Flux													
2017		36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7
2018		50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019		57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,4
2019	T4	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6
2020	T1	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,0	397,5	30,9	8,3	28,9	68,1	465,6
	T2	37,5	342,9	380,4	2,1	32,7	34,8	415,3	-14,1	45,1	-34,0	-3,0	412,3
	T3	27,7	269,1	296,8	5,7	22,9	28,5	325,4	5,9	29,8	-14,1	21,6	347,0
2020	Mai	16,2	109,4	125,6	26,7	10,3	37,1	162,6	2,4	9,8	-9,5	2,7	165,4
	Juin	9,4	87,4	96,8	-19,5	11,5	-8,0	88,8	-0,2	22,3	-7,2	14,9	103,7
	Juillet	7,9	118,8	126,8	9,4	6,2	15,6	142,3	12,0	13,5	-9,2	16,3	158,6
	Août	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,4	-17,6	35,5
	Septembre	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,5	22,9	152,8
	Octobre ^(p)	7,6	63,7	71,3	-18,1	8,4	-9,7	61,6	-4,1	1,1	14,0	11,0	72,7
Taux de croissance													
2017		3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7
2018		4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019		4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2019	T4	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	T1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	59,0	10,0	7,5
	T2	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
	T3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
2020	Mai	9,2	13,1	12,5	-2,6	2,2	0,7	9,1	35,7	5,9	-37,9	6,2	9,0
	Juin	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
	Juillet	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,4	10,9	10,1
	Août	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-70,6	7,8	9,5
	Septembre	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
	Octobre ^(p)	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-67,0	14,0	10,5

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2017	2 241,5	1 798,6	285,0	149,1	8,8	6 317,9	3 703,1	561,9	2 052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2 334,2	1 901,4	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,7	217,1	468,0
2019 T4	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,7	217,1	468,0
2020 T1	2 610,8	2 191,4	264,0	147,9	7,6	7 173,7	4 535,9	472,2	2 165,0	0,6	1 151,5	224,3	472,6
T2	2 869,9	2 396,7	318,6	148,4	6,2	7 349,4	4 683,7	462,7	2 202,1	0,9	1 084,9	226,5	466,0
T3	2 958,3	2 481,2	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,4	240,4	469,6
2020 Mai	2 821,4	2 352,1	317,0	147,5	4,9	7 301,0	4 644,2	465,0	2 190,9	0,9	1 104,2	232,2	461,2
Juin	2 869,9	2 396,7	318,6	148,4	6,2	7 349,4	4 683,7	462,7	2 202,1	0,9	1 084,9	226,5	466,0
Juillet	2 918,6	2 434,2	331,8	147,2	5,3	7 395,6	4 728,0	456,2	2 210,3	1,1	1 028,2	241,4	474,4
Août	2 937,5	2 462,5	323,7	146,9	4,3	7 437,8	4 768,3	450,7	2 217,7	1,1	1 005,9	233,7	467,9
Septembre	2 958,3	2 481,2	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,4	240,4	469,6
Octobre ^(p)	2 968,9	2 488,0	328,8	147,0	5,1	7 534,1	4 856,4	443,3	2 233,4	1,1	1 051,6	237,2	478,4
Flux													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 T4	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,5	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 T1	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
T2	261,2	206,7	55,4	0,5	-1,3	177,6	149,0	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
T3	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 Mai	106,9	75,5	32,5	0,3	-1,4	52,9	43,1	-2,0	11,8	0,0	-10,2	4,4	-5,1
Juin	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,4	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,8
Juillet	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,3	0,2	17,1	15,7	8,5
Août	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Septembre	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Octobre ^(p)	9,2	6,6	4,2	0,1	-1,8	42,9	39,5	-3,3	6,6	0,1	-7,6	-3,2	8,7
Taux de croissance													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 T4	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
T2	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
T3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 Mai	17,6	19,1	18,3	-2,0	-31,5	7,0	10,9	-9,3	3,2	-38,4	9,7	7,3	-0,1
Juin	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
Juillet	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
Août	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Septembre	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Octobre ^(p)	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,3	-34,0	7,3	7,1	2,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2017		4 623,3	1 034,2	3 575,2	13 114,4	10 870,9	11 166,3	4 325,7	5 600,3	836,5	108,5	1 442,0	801,5
2018		4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 405,0	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019		4 660,6	986,8	3 662,1	13 865,7	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,7	850,4
2019	T4	4 660,6	986,8	3 662,1	13 865,7	11 452,5	11 839,8	4 475,8	5 931,2	893,5	152,0	1 562,7	850,4
2020	T1	4 794,5	1 007,2	3 775,6	14 056,3	11 692,1	12 068,0	4 604,9	5 965,5	960,8	160,9	1 565,2	799,0
	T2	5 279,0	1 005,9	4 261,4	14 242,1	11 780,6	12 163,1	4 718,2	5 995,6	912,6	154,2	1 644,9	816,5
	T3	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,3	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 519,1	814,3
2020	Mai	5 118,5	1 012,2	4 094,6	14 227,9	11 805,6	12 179,9	4 716,4	5 981,9	953,0	154,4	1 625,8	796,6
	Juin	5 279,0	1 005,9	4 261,4	14 242,1	11 780,6	12 163,1	4 718,2	5 995,6	912,6	154,2	1 644,9	816,5
	Juillet	5 563,8	1 004,6	4 547,4	14 117,4	11 808,6	12 179,6	4 727,6	6 016,4	910,0	154,5	1 491,9	816,9
	Août	5 622,7	1 000,7	4 610,2	14 173,2	11 841,5	12 205,3	4 750,4	6 031,4	904,3	155,4	1 514,8	816,9
	Septembre	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,3	11 867,0	12 224,9	4 731,7	6 066,1	912,2	156,9	1 519,1	814,3
	Octobre ^(p)	5 804,1	1 003,8	4 788,5	14 229,4	11 898,2	12 257,8	4 738,7	6 091,4	909,3	158,8	1 527,0	804,2
Flux													
2017		289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9
2018		91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019		-87,3	-23,3	-64,4	452,6	378,4	422,4	115,7	200,5	41,3	21,1	30,8	43,4
2019	T4	12,9	-14,6	27,4	94,3	78,9	103,3	6,3	59,0	7,7	5,9	-0,4	15,8
2020	T1	145,5	19,7	125,8	237,8	249,3	242,7	135,5	40,5	64,5	8,8	19,8	-31,3
	T2	465,2	-1,8	467,0	182,3	96,5	103,6	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,7	11,2
	T3	258,9	-2,8	261,7	154,1	104,6	86,9	29,1	71,9	0,6	3,0	44,4	5,0
2020	Mai	143,4	-1,6	145,0	101,3	78,1	76,0	50,1	22,1	7,5	-1,5	18,1	5,1
	Juin	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	16,9	17,1
	Juillet	97,1	-1,4	98,4	63,8	43,3	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	18,0	2,4
	Août	65,7	-3,7	69,4	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
	Septembre	96,1	2,3	93,9	29,8	25,3	21,1	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
	Octobre ^(p)	55,3	1,1	54,1	36,2	31,6	35,4	7,5	26,1	-3,8	1,8	11,8	-7,2
Taux de croissance													
2017		6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018		2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019		-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2019	T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	T1	1,6	0,4	2,0	4,2	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,7
	T2	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
	T3	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
2020	Mai	9,7	1,1	12,1	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,6	20,9	6,8	-2,3
	Juin	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
	Juillet	15,5	0,2	19,8	4,9	4,7	4,7	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
	Août	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,5	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0
	Septembre	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
	Octobre ^(p)	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,6	14,1	10,3	-1,3

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
		Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
		Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2017		4 325,7	4 360,0	985,1	821,6	2 518,9	5 600,3	5 867,2	655,0	4 216,1	729,2
2018		4 405,0	4 489,1	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019		4 475,8	4 578,4	968,3	877,7	2 629,8	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2019	T4	4 475,8	4 578,4	968,3	877,7	2 629,8	5 931,2	6 223,7	720,2	4 523,7	687,4
2020	T1	4 604,9	4 706,4	1 003,6	917,2	2 684,1	5 965,5	6 254,1	715,2	4 565,1	685,3
	T2	4 718,2	4 830,2	958,5	993,0	2 766,7	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,9	690,6
	T3	4 731,7	4 845,2	930,5	1 014,5	2 786,7	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,6	695,9
2020	Mai	4 716,4	4 819,0	964,1	998,8	2 753,4	5 981,9	6 264,8	698,9	4 593,3	689,6
	Juin	4 718,2	4 830,2	958,5	993,0	2 766,7	5 995,6	6 276,7	701,1	4 603,9	690,6
	Juillet	4 727,6	4 835,3	950,1	997,4	2 780,2	6 016,4	6 291,3	704,4	4 621,6	690,4
	Août	4 750,4	4 858,8	943,3	1 015,5	2 791,6	6 031,4	6 307,2	702,6	4 632,8	696,0
	Septembre	4 731,7	4 845,2	930,5	1 014,5	2 786,7	6 066,1	6 334,1	702,6	4 667,6	695,9
	Octobre ^(p)	4 738,7	4 845,7	917,3	1 010,3	2 811,1	6 091,4	6 358,2	704,6	4 690,1	696,7
Flux											
2017		85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018		124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019		115,7	143,3	-12,4	43,3	84,8	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,2
2019	T4	6,3	21,6	-8,5	8,6	6,2	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020	T1	135,5	136,4	32,9	44,1	58,4	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,9
	T2	120,7	131,0	-38,8	81,0	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,2	8,9
	T3	29,1	34,1	-22,6	16,0	35,7	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020	Mai	50,1	47,6	-22,1	38,7	33,5	22,1	16,8	-1,1	18,4	4,8
	Juin	3,6	14,2	-1,5	-4,7	9,8	17,9	16,6	3,4	11,7	2,9
	Juillet	19,0	16,8	-7,1	7,0	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
	Août	21,8	22,8	-2,6	8,3	16,2	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
	Septembre	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
	Octobre ^(p)	7,5	1,7	-12,9	-3,8	24,1	26,1	25,2	2,3	22,4	1,4
Taux de croissance											
2017		2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018		2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019		2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019	T4	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	T1	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
	T2	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
	T3	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020	Mai	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,2	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	0,3	4,1	0,4
	Juillet	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
	Août	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
	Septembre	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
	Octobre ^(p)	6,3	6,8	-5,1	16,3	7,2	3,6	3,1	-0,1	4,5	1,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'admi-nistration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2017	347,6	6 769,9	1 966,9	59,8	2 017,9	2 725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7 060,0	1 945,9	50,1	2 156,7	2 907,3	1 455,7	453,4	178,9	187,2
2019 T4	364,1	7 060,0	1 945,9	50,1	2 156,7	2 907,3	1 455,7	453,4	178,9	187,2
2020 T1	409,5	7 036,4	1 936,8	47,2	2 120,0	2 932,4	1 563,2	517,7	183,7	196,5
T2	673,3	7 041,1	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 559,6	532,7	159,2	174,3
T3	806,2	7 040,9	1 935,5	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,6	139,9	147,3
2020 Mai	600,3	7 047,2	1 934,3	45,2	2 101,4	2 966,3	1 552,8	545,6	196,5	211,4
Juin	673,3	7 041,1	1 932,7	44,1	2 080,0	2 984,4	1 559,6	532,7	159,2	174,3
Juillet	756,1	7 046,5	1 936,5	43,6	2 047,0	3 019,5	1 536,6	555,5	162,3	174,1
Août	819,5	7 028,7	1 940,2	43,1	2 033,6	3 011,8	1 552,2	503,7	170,4	177,6
Septembre	806,2	7 040,9	1 935,5	43,0	2 059,2	3 003,2	1 568,8	503,6	139,9	147,3
Octobre ^(p)	864,3	7 037,5	1 931,7	42,7	2 037,4	3 025,6	1 574,0	531,9	148,7	154,4
Flux										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	106,1	-5,3	-3,3	27,6	87,1	309,4	17,3	-2,7	-2,5
2019 T4	-21,1	4,2	-1,5	-3,4	-11,6	20,7	-3,9	-4,6	-5,3	-10,9
2020 T1	45,7	-46,4	-6,7	-2,9	-47,6	10,8	68,3	13,3	4,7	9,3
T2	264,0	-1,8	-2,4	-3,1	-14,4	18,0	-33,2	60,1	-24,5	-22,2
T3	69,2	8,0	-0,3	-1,1	0,6	8,8	28,2	-17,0	-19,3	-27,1
2020 Mai	79,6	14,6	4,1	-1,0	-7,4	18,9	2,3	12,6	8,9	8,1
Juin	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,5	8,5	8,2	7,5	-37,3	-37,0
Juillet	19,3	-6,2	1,5	-0,5	-8,1	1,0	-26,8	37,7	3,2	-0,2
Août	63,3	4,0	4,2	-0,5	-10,5	10,8	33,2	-56,6	8,1	3,5
Septembre	-13,5	10,2	-6,0	-0,1	19,2	-2,9	21,8	1,9	-30,5	-30,3
Octobre ^(p)	58,2	-13,4	-2,8	-0,3	-23,0	12,7	2,0	24,0	8,8	7,2
Taux de croissance										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	—	—	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	—	—	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	—	—	-1,5	-1,5
2019 T4	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	—	—	-1,5	-1,5
2020 T1	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	—	—	-0,3	0,6
T2	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	—	—	-10,5	-8,8
T3	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	—	—	-24,1	-25,6
2020 Mai	63,3	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	—	—	-0,3	0,2
Juin	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	—	—	-10,5	-8,8
Juillet	85,5	-0,5	0,0	-20,3	-4,1	2,1	—	—	-15,3	-15,6
Août	89,8	-0,1	1,3	-20,6	-4,3	2,4	—	—	-13,6	-16,6
Septembre	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	—	—	-24,1	-25,6
Octobre ^(p)	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	—	—	-32,8	-34,6

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/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit							Autres	Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers				Effets de valo- risation et autres change- ments de volume				
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance		Actions et parts de fonds d'investis- sement			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 T3	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
T4	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 T1	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
T2	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
								Durées ≤ 1 an					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 T3	12,7	11,2	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 T1	12,3	10,9	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
T2	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
2020 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	1,1
Juin	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	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	1,0
Août	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
Septembre	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,1	2,3	2,1	0,1	0,8
Octobre	14,9	13,5	3,9	1,4	0,3	7,6	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,1	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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 9 décembre 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-20-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général