

Bulletin économique

Numéro 3 / 2020

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	15
4 Prix et coûts	21
5 Monnaie et crédit	25
Encadrés	29
1 Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro	29
2 La baisse de l'activité manufacturière et des services dans la zone euro : rôle des chocs extérieurs et domestiques	36
3 Distinguer les chocs agrégés des chocs sectoriels	42
4 La mesure de l'inflation en période de crise économique	46
Articles	52
1 La transmission des variations de taux de change à l'inflation dans la zone euro	52
Encadré 1 Impact des taux de change sur la croissance du PIB en volume	68
2 Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire	73
Encadré 1 La transmission des taux directeurs négatifs à la courbe des rendements et aux autres prix d'actifs	79
Encadré 2 La transmission des taux d'intérêt négatifs aux marchés monétaires de la zone euro	89
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

La zone euro fait face à une contraction de son économie d'une ampleur et d'une rapidité sans précédent en temps de paix. Les mesures prises pour contenir la propagation du coronavirus (COVID-19) ont largement interrompu l'activité économique dans tous les pays de la zone euro et à travers le monde.

Les indicateurs de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise se sont effondrés, suggérant une nette contraction de la croissance économique et une profonde détérioration de la situation sur les marchés du travail. Au vu de la forte incertitude concernant l'ampleur totale des retombées économiques, les scénarios de croissance élaborés par les services de la BCE indiquent que le PIB de la zone euro pourrait reculer de 5 % à 12 % cette année, en fonction essentiellement de la durée des mesures d'endiguement et de la réussite des politiques d'atténuation des conséquences économiques pour les entreprises et les travailleurs. Ces scénarios tablent sur une reprise de l'activité économique avec la levée progressive des mesures d'endiguement, mais à un rythme et dans des proportions qui restent très incertains. L'inflation s'est ralentie en raison de la chute des prix du pétrole et d'une hausse un peu plus faible de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Déterminé à continuer de soutenir l'économie de la zone euro dans le contexte actuel de perturbations économiques et d'incertitude accrue, le Conseil des gouverneurs a décidé d'assouplir encore les modalités des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et de conduire une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO). En outre, les achats sont réalisés dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et les achats nets se poursuivent dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) au rythme mensuel de 20 milliards d'euros, de même que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année. Conjuguées à la forte relance monétaire actuellement en place, ces mesures favoriseront les conditions de liquidité et de financement et contribueront à préserver la fluidité de la fourniture de crédit à l'économie réelle. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs devra constamment évaluer les mesures, de façon individuelle et dans leur ensemble, afin de déterminer si elles sont toujours correctement calibrées et d'ampleur suffisante pour fournir le degré de soutien nécessaire à la réalisation de son objectif de stabilité des prix.

L'épidémie de coronavirus et les mesures d'endiguement qui ont été prises pour y faire face ont paralysé l'économie et le commerce à l'échelle mondiale. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une forte contraction de l'activité mondiale au premier semestre 2020. Au premier trimestre 2020, la Chine a enregistré son taux de

croissance le plus faible depuis des décennies, tandis que l'impact de la pandémie dans d'autres grandes économies devrait être particulièrement visible au deuxième trimestre. Le commerce mondial a également nettement diminué, selon les estimations, en raison de la perturbation des chaînes d'approvisionnement et du choc de demande généralisé. Dans le même temps, face à la rapide détérioration attendue de l'activité et du commerce à l'échelle mondiale, les autorités du monde entier ont pris des mesures énergiques. Les tensions inflationnistes mondiales devraient encore s'atténuer sous l'effet à la fois de la chute des prix du pétrole et de la faiblesse de la demande.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début mars 2020, les rendements souverains à long terme ont augmenté dans un contexte de volatilité et le prix des actifs risqués a diminué. La propagation du coronavirus et le confinement dans de nombreuses économies ont exercé d'énormes tensions sur les marchés financiers de la zone euro. Toutefois, plusieurs mesures prises par les autorités ont contribué à calmer les marchés, entraînant une inversion de la tendance négative de la plupart des prix d'actifs. La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut, les marchés ne prévoyant plus de réduction imminente du taux de la facilité de dépôt. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes couvrant la période à partir de laquelle le coronavirus a commencé à se propager dans la zone euro enregistrent un recul sans précédent, signalant une contraction significative de l'activité économique de la zone euro et une détérioration rapide de la situation sur les marchés du travail. La pandémie de coronavirus et les mesures d'endiguement associées ont fortement perturbé le secteur manufacturier et les services, pesant lourdement sur les capacités productives de l'économie de la zone euro et sur la demande intérieure. Au premier trimestre 2020, qui n'a que partiellement été affecté par la propagation du coronavirus, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 3,8 %, en rythme trimestriel, sous l'effet des mesures de confinement au cours des dernières semaines du trimestre. Le net ralentissement de l'activité économique en avril donne à penser que les retombées négatives seraient encore plus marquées au deuxième trimestre. Compte tenu de la grande incertitude quant à la durée de la pandémie, il est difficile de prévoir l'ampleur et la durée de la récession en cours et de la reprise qui s'ensuivra¹. La zone euro devrait retrouver la croissance avec la levée progressive des mesures d'endiguement, soutenue par les conditions de financement favorables, l'orientation budgétaire de la zone euro et une reprise de l'activité mondiale. Toutefois, l'ampleur de la contraction et de la reprise dépendront essentiellement de la durée et de la réussite des mesures d'endiguement, du degré de dégradation permanente des capacités de l'offre et de la demande intérieure ainsi que du succès des politiques d'atténuation des conséquences néfastes sur les revenus et sur l'emploi.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue de 0,7 % en mars à 0,4 % en avril, principalement en raison de la baisse

¹ Pour de plus amples informations concernant les scénarios de croissance produits par les services de la BCE, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

des prix de l'énergie, mais aussi d'une hausse un peu plus faible de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Sur la base de la forte baisse des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait continuer de décélérer considérablement au cours des prochains mois. Le net ralentissement de l'activité économique devrait avoir des effets négatifs sur l'inflation sous-jacente dans les mois à venir. Cependant, les conséquences à moyen terme de la pandémie de coronavirus pour l'inflation sont entourées d'une grande incertitude étant donné que les pressions à la baisse liées à l'affaiblissement de la demande pourraient être en partie compensées par des tensions à la hausse liées à la perturbation des chaînes d'approvisionnement. Les indicateurs de marché des anticipations d'inflation à plus long terme sont demeurés à de très faibles niveaux. Si les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes se sont détériorés à court et moyen terme, les anticipations à plus long terme ont varié moins fortement.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est accélérée, s'établissant à 7,5 % en mars 2020, après 5,5 % en février. La croissance de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire au secteur privé et l'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Les évolutions des prêts au secteur privé ont également été influencées par les effets du coronavirus. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est élevé à 3,4 % en mars 2020, contre 3,7 % en février, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a été de 5,4 % en mars, après 3,0 % en février.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le premier trimestre 2020 indiquent également une hausse de la demande des entreprises pour les prêts et le tirage de lignes de crédit afin de répondre à leurs besoins en fonds de roulement, alors que les besoins de financement au titre de la formation brute de capital fixe ont diminué. Les critères d'octroi des crédits se sont durcis, légèrement pour les entreprises, plus fortement pour les ménages.

Parallèlement, les banques s'attendent à un assouplissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises au deuxième trimestre 2020. Les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en particulier les conditions plus favorables des TLTRO III et les mesures d'assouplissement des garanties, devraient inciter les banques à consentir des prêts à l'ensemble des entités du secteur privé.

Après recoupement des résultats de l'analyse économique et des signaux provenant de l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'un degré élevé de soutien monétaire était nécessaire pour assurer la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé d'assouplir encore les modalités des opérations TLTRO III de la BCE, afin de soutenir encore davantage l'accès au crédit des ménages et des entreprises dans le contexte actuel de perturbations économiques et d'incertitude accrue, atténuant ainsi le choc du coronavirus sur les conditions de crédit. Le Conseil des gouverneurs a, plus spécifiquement, décidé d'abaisser le taux d'intérêt sur les opérations TLTRO III, pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021, à un niveau inférieur de 50 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de

l'Eurosystème en vigueur sur la même période. De plus, pour les contreparties dont le montant net de prêt éligibles atteint le seuil de performance de 0 % en matière d'octroi de prêts, le taux d'intérêt sur la période allant de juin 2020 à juin 2021 sera désormais inférieur de 50 points de base au taux moyen de la facilité de dépôt en vigueur sur la même période².

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de conduire une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (PELTRO) en vue de soutenir les conditions de la liquidité dans le système financier de la zone euro et de contribuer à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif. Les opérations PELTRO consistent en sept opérations de refinancement supplémentaires, qui seront menées à partir de mai 2020 et arriveront à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021, ce qui correspond à la durée des mesures d'assouplissement des garanties du Conseil des gouverneurs. Elles seront effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO³.

Depuis fin mars, le Conseil des gouverneurs a réalisé des achats dans le cadre du nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dont l'enveloppe totale s'élève à 750 milliards d'euros, afin d'assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et de contrecarrer les risques élevés que la pandémie de coronavirus fait peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur les perspectives de la zone euro. Ces achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Les achats nets d'actifs au titre du PEPP se poursuivront jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée, mais, en tout cas, jusqu'à la fin de l'année.

En outre, les achats nets dans le cadre de l'APP de la BCE se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets d'actifs mensuels au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs dans la zone euro, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Enfin, le Conseil des gouverneurs entend également 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

² Pour des informations plus détaillées concernant les nouvelles modalités des TLTRO, cf. le [communiqué de presse](#) de la BCE du 30 avril 2020.

³ Pour des informations plus détaillées concernant les PELTRO, cf. le [communiqué de presse](#) de la BCE du 30 avril 2020.

BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Dans l'ensemble, les mesures de politique monétaire décisives et ciblées que le Conseil des gouverneurs a adoptées depuis début mars apportent un soutien crucial à l'économie de la zone euro et particulièrement aux secteurs les plus exposés à la crise. En particulier, ces mesures consolident les conditions de la liquidité et contribuent à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises, en particulier aux petites et moyennes entreprises, et à préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs et dans toutes les juridictions.

Cela étant, face à l'actuel environnement économique en rapide évolution, le Conseil des gouverneurs reste pleinement engagé à tout mettre en œuvre, dans le cadre de son mandat, pour soutenir tous les citoyens de la zone euro dans cette période extrêmement difficile. Le Conseil des gouverneurs veillera avant tout à ce que la politique monétaire de la BCE soit transmise à toutes les composantes de l'économie et à toutes les juridictions en vue de l'accomplissement de son mandat de maintien de la stabilité des prix. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs est entièrement préparé à accroître la taille du programme PEPP et à en ajuster la composition, autant que nécessaire et aussi longtemps que cela sera requis. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

1

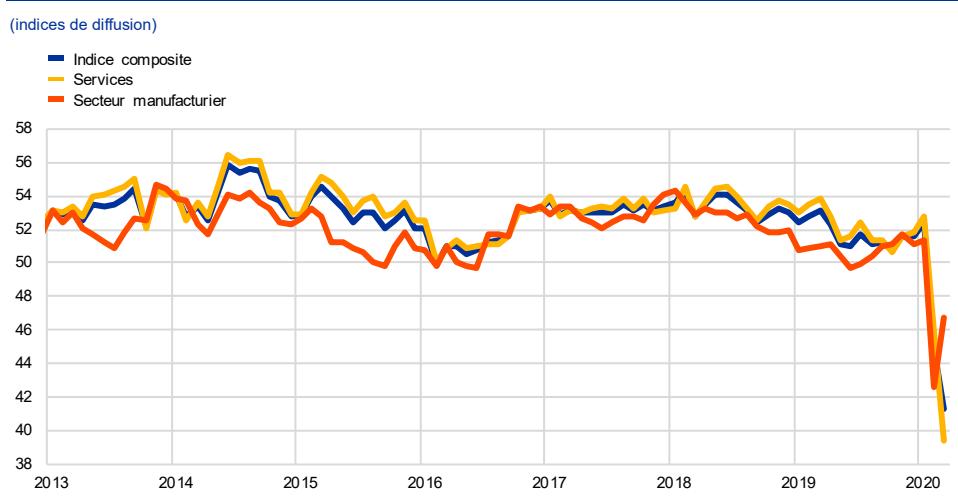
Environnement extérieur

L'épidémie de coronavirus (COVID-19) a paralysé l'économie et les échanges commerciaux au niveau mondial. Les mesures prises par les gouvernements pour contenir la propagation du virus sont un facteur clé du fort recul de l'activité économique à court terme. D'autres facteurs pèsent également sur l'activité économique, surtout dans les économies émergentes, notamment une forte baisse des prix des matières premières, un net durcissement des conditions financières et d'importantes sorties de capitaux.

Les données tirées d'enquêtes laissent penser que les retombées économiques des mesures d'endiguement de l'épidémie devraient être brutales et profondes. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a fortement diminué, revenant de 52 en janvier à 45 en février, puis à 41 en mars. Ce recul s'explique par la forte contraction de l'indice des services, qui a chuté à 39,4, son plus bas niveau depuis décembre 2008 (cf. graphique 1). Cela va dans le sens d'une forte contraction de l'activité mondiale (hors zone euro) au premier semestre 2020, qui devrait être plus prononcée que le point bas observé durant la crise financière mondiale.

Graphique 1

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



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2020.

Des mesures énergiques ont été prises par les autorités pour faire face à la rapide détérioration attendue de l'activité. Les banques centrales qui disposaient d'une marge de réduction des taux d'intérêt l'ont utilisée rapidement pour abaisser leurs taux directeurs, et certaines ont également repris leurs achats d'actifs. Des opérations d'apport de liquidité et des swaps ont été mis en œuvre pour fluidifier le fonctionnement des marchés financiers. En outre, d'importants plans de relance budgétaire ont été adoptés, la composition de ces plans étant fortement axée sur les garanties des crédits et les mesures de soutien des revenus.

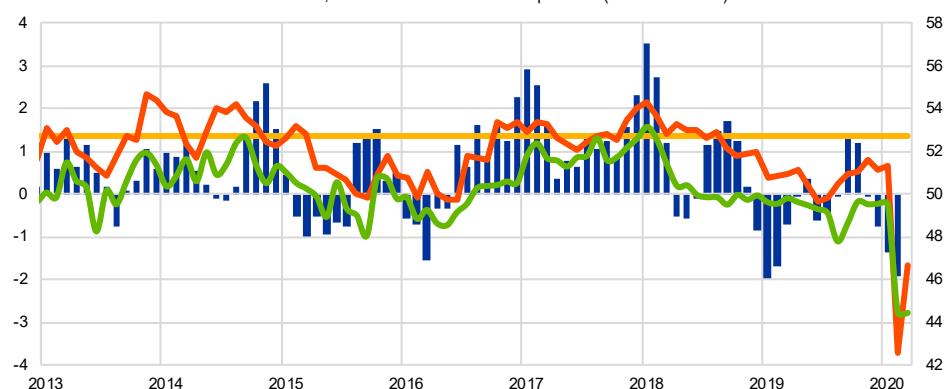
Selon les estimations, les échanges internationaux ont fortement reculé, sous l'effet de perturbations des chaînes d'approvisionnement et d'un choc de demande généralisé. Au premier trimestre 2020, les perturbations de la production liées au virus en Chine ont affecté les échanges internationaux, notamment dans les pays d'Asie fortement dépendants de la Chine via les chaînes de valeur régionales. Toutefois, lorsque l'épidémie est devenue une pandémie, les perturbations de la production se sont généralisées et elles sont susceptibles de peser pendant un certain temps sur le commerce mondial. Les importations mondiales de marchandises se sont encore légèrement contractées en février, poursuivant la baisse observée fin 2019. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation hors zone euro est demeuré inchangé en mars à un niveau très bas, indiquant dans l'ensemble une forte baisse du commerce mondial au premier trimestre 2020 (cf. graphique 2).

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2020 pour les importations mondiales de marchandises et à mars 2020 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale s'est légèrement ralentie en février. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est revenue à 2,2 % en février, sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accentuée. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est toutefois restée stable à 2,2 % en février. Le ralentissement de l'inflation a été généralisé dans la plupart des économies avancées et dans les principales économies de marché émergentes hors OCDE. Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient encore diminuer en raison de la forte baisse des prix du pétrole et de la faiblesse de la demande.

Les prix du Brent ont baissé d'approximativement 43 % depuis la réunion de mars du Conseil des gouverneurs, principalement en raison d'un brusque effondrement de la demande associé à la pandémie de COVID-19.

Le 12 avril 2020, l'OPEP+ a annoncé un accord de réduction de la production

pétrolière, mais cela ne devrait pas intégralement contrebalancer la baisse de la demande à court terme. Si les chocs d'offre ont contribué à la volatilité de marché, ce sont essentiellement la demande réduite et l'accroissement de l'aversion pour le risque qui expliquent la baisse prix du *Brent* à environ 20 dollars le baril. Le manque de capacités de stockage a encore accentué les pressions à la baisse sur les prix du pétrole. En particulier, les producteurs d'Amérique du Nord ont été temporairement contraints de céder leur pétrole à des prix négatifs pour éviter de fermer des puits, ce qui aurait durablement porté atteinte à leur capacité de production. L'Agence internationale de l'énergie, qui s'attend à ce que la demande mondiale de pétrole en année complète diminue pour la première fois depuis plus de dix ans, prévoit une baisse de 9,3 % en 2020. Les prix des matières hors pétrole ont nettement diminué (- 8,5 %) depuis la réunion de mars du Conseil des gouverneurs, les prix des métaux (- 9,2 %) comme ceux des produits alimentaires (- 5,7 %) s'inscrivant en baisse.

Les mesures d'endiguement de l'épidémie entraîneront une baisse de l'activité économique aux États-Unis au premier semestre 2020, en particulier au deuxième trimestre. L'estimation provisoire pour le premier trimestre suggère une contraction du PIB de 4,8 % en rythme annualisé. Cela représente la plus forte baisse du PIB depuis la crise financière mondiale, le PIB ayant reculé alors de 8,4 % au dernier trimestre 2008. Comme cette estimation provisoire s'appuie sur des données incomplètes susceptibles de faire l'objet de révisions ultérieures, les publications à venir pourraient montrer un recul encore plus important du PIB. L'impact sur l'activité économique devrait être encore plus important au deuxième trimestre. Fin mars, dans leur quasi-totalité, les États américains avaient imposé des fermetures d'entreprises à grande échelle et des mesures draconiennes de restrictions de circulation. Le nombre cumulé de salariés demandant à bénéficier de l'assurance-chômage entre mi-mars et fin avril a atteint 30 millions environ, soit 19 % de la population active. Par conséquent, la confiance des consommateurs et leurs dépenses se sont effondrées. Début avril, l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a atteint son plus bas niveau depuis décembre 2011, tandis que les ventes au détail ont enregistré une baisse record de 8,7 % en mars. Les forts reculs des autres indicateurs, comme les indices des directeurs d'achat, font état d'un impact plus généralisé sur l'activité. Globalement, au premier semestre de l'année, le PIB américain devrait se contracter plus fortement que lors de la crise financière mondiale. La réaction des autorités a été immédiate. Sur le volet budgétaire, le Congrès américain a voté des mesures de relance atteignant près de 10 % du PIB, intégrant des dépenses publiques en vue de contenir l'épidémie et des mesures destinées à atténuer ses effets. Sur le volet monétaire, le Système fédéral de réserve a abaissé la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux à 0 %-0,25 %. Il a également mis en place un certain nombre de facilités de crédit pouvant fournir jusqu'à 2 300 milliards de dollars de financements en contrepartie d'un large éventail de garanties, activé des lignes de *swap* avec d'autres banques centrales, étendu ses opérations de pension et assoupli les politiques prudentielles pour assurer que les marchés financiers restent liquides et que les crédits continuent de circuler dans l'économie.

Au Japon, la pandémie a eu des répercussions graves sur l'activité, en dépit d'une réaction forte des autorités. La pandémie a frappé au moment où l'économie commençait à montrer des signes d'un modeste rebond après la forte contraction du dernier trimestre 2019 liée au relèvement de la TVA et aux typhons au mois d'octobre. L'indice composite des directeurs d'achat a atteint son plus bas niveau depuis le grand séisme et le tsunami qui ont touché l'Est du Japon en mars 2011, et l'enquête Reuters Tankan a signalé une nouvelle détérioration de la situation économique en avril. Avant de déclarer l'état d'urgence, le gouvernement a annoncé un train de mesures économiques de grande ampleur en réponse à la crise du coronavirus. Si l'enveloppe globale des mesures annoncées est sans précédent (108 000 milliards de yens, environ 20 % du PIB), une part importante est liée à des contributions du secteur privé. En outre, elle inclut la relance budgétaire de décembre 2019 et les deux programmes budgétaires d'urgence de 2020. Cela fait suite à des mesures prises par la Banque du Japon, notamment la mise à disposition d'une offre de liquidités abondante via un accroissement des achats d'obligations de l'État japonais et des opérations d'apport de liquidités en dollars, une augmentation des achats de billets de trésorerie et d'obligations et l'introduction d'une opération spécifique d'apports de fonds destinée à faciliter le financement des entreprises.

Les données disponibles pour le Royaume-Uni laissent penser que l'épidémie de coronavirus a eu une incidence fortement négative sur une économie qui enregistrait déjà un ralentissement. Les chiffres du PIB mensuel pour février, en glissement trimestriel, ont montré que l'économie britannique stagnait avant même la menace de l'épidémie de coronavirus. Depuis lors, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production de mars a chuté à un nouveau point bas pour la série, bien au-dessous des pires résultats observés au plus fort de la crise financière mondiale. Les réponses de politique économique ont été rapides et fortes. Le 11 mars, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur à 0,25 % (pour le réduire encore par la suite à 0,1 %), mis en place un nouveau dispositif de financement à terme (*Term Funding Scheme*) et réduit les coussins de fonds propres contracycliques. Ce soutien a été encore élargi pour inclure une vague de mesures d'assouplissement quantitatif et la réactivation d'une facilité temporaire de financement monétaire du gouvernement. Dans le même temps, le gouvernement a introduit une série de mesures d'urgence face au coronavirus, qui incluent différentes mesures de soutien du revenu, un budget supplémentaire pour le système de santé (NHS), un éventail toujours plus large de facilités de prêt, des reports de paiement de l'impôt et des subventions pour les petites entreprises.

La croissance économique de la Chine s'est établie à son plus bas niveau depuis des décennies en raison de la pandémie et de la faiblesse de la demande extérieure. Au premier trimestre 2020, le PIB a reculé de 6,8 % en rythme annuel, en raison des mesures d'endiguement de l'épidémie. Toutefois, les indicateurs à haute fréquence de l'activité économique suggèrent un redémarrage. Si, début avril, la consommation journalière de charbon se maintenait à des niveaux inférieurs de 15 points de pourcentage environ par rapport à la même période de l'année précédente, les indices relatifs à l'activité immobilière et à la congestion du trafic sont seulement légèrement inférieurs aux niveaux observés au cours de la

même période de 2019. L'activité ne devrait rebondir que partiellement au deuxième trimestre 2020, la faiblesse de la demande intérieure étant amplifiée par celle de la demande extérieure, freinée par un comportement prudent des consommateurs et les mesures actuelles d'endiguement de l'épidémie. Des mesures ont été mises en œuvre pour soutenir l'économie et assurer la liquidité du système bancaire. La Banque populaire de Chine a injecté à plusieurs reprises des liquidités importantes dans le marché depuis le début de l'année et a abaissé ses taux directeurs ainsi que le coefficient de réserves obligatoires. La relance budgétaire sous la forme d'exonérations fiscales, de bons d'achat, de soutien des revenus et de garanties des crédits devrait amortir l'incidence de la pandémie.

2

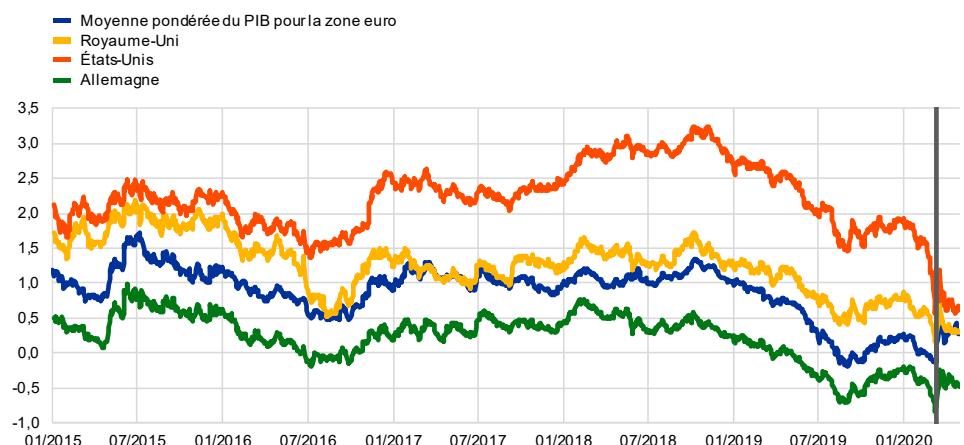
Évolutions financières

Les rendements souverains à long terme de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, dans un contexte de relative volatilité à la suite de la propagation du COVID-19 et des mesures de confinement mises en œuvre dans de nombreuses économies. Au cours de la période sous revue (du 12 mars 2020 au 29 avril 2020), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a globalement augmenté de 14 points de base, pour s'établir à 0,25 % (cf. graphique 3), reflétant plus ou moins la hausse du taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. Une certaine volatilité a toutefois été observée, les marchés réagissant à la nouvelle de la propagation du virus et aux mesures de confinement qui en ont résulté en faisant fortement monter les rendements de la plupart des émetteurs de la zone euro. Après l'annonce de mesures de politique économique accommodantes (tant monétaires que budgétaires), la hausse des rendements souverains s'est partiellement inversée. Ailleurs dans le monde, les rendements des obligations souveraines à dix ans aux États-Unis ont baissé d'environ 20 points de base au cours de la période sous revue, revenant à 0,63 %, tandis qu'au Royaume-Uni les rendements ont légèrement augmenté, pour s'établir à 0,29 %.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 mars 2020).

Les dernières observations se rapportent au 29 avril 2020.

Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque a d'abord diminué après l'annonce du nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) avant de s'inscrire à nouveau en hausse pour la plupart des pays. Les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans portugaises, espagnoles, allemandes et grecques se sont globalement accrus de 7, 10, 13 et 29 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue. En revanche, les écarts de rendement italien et français ont fléchi de 25 et 11 points de base, respectivement, après la hausse enregistrée avant la période sous revue.

Globalement, l'écart de rendement pondéré du PIB pour la zone euro a augmenté de 14 points de base, ressortant à 25 points de base.

Les indices boursiers relatifs aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont fortement augmenté, inversant ainsi une partie du net recul amorcé fin février. Inversant partiellement ce fort recul, les prix des actions des SNF de la zone euro ont augmenté de 17,9 % au cours de la période sous revue. Ce rebond a été soutenu par une réduction de la prime de risque sur actions qui a plus que compensé une forte baisse des anticipations de bénéfices dans un environnement hautement incertain. Le rebond des prix des actions pour les sociétés financières de la zone euro a été d'ampleur moins importante (avec une hausse de 10,9 % au cours de la période sous revue). La sous-performance des indices financiers met en lumière les difficultés auxquelles est confronté ce secteur.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, reflétant une hausse des taux de défaut attendus. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont augmenté, pour s'établir à 119 et 152 points de base, respectivement. Le 24 mars, les écarts de rendement ont atteint un sommet pour la période, à environ 75 et 45 points de base, respectivement, au-dessus des niveaux observés au cours de la période sous revue, mais se sont inscrits en lente diminution depuis lors.

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 – 45 et – 53 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue⁴. L'excédent de liquidité a augmenté d'approximativement 246 milliards d'euros, à 2 011 milliards d'euros environ, reflétant principalement l'introduction du nouveau PEPP et le programme d'achats d'actifs (APP), ainsi que le recours aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et aux opérations LTRO visant à combler les besoins de liquidité.

La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut au cours de la période sous revue, les marchés ne prévoyant pas de réduction imminente du taux de la facilité de dépôt. À l'horizon fin 2024, la courbe atteint un niveau supérieur de 10 points de base au niveau actuel de l'Eonia. Dans l'ensemble, elle demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2027, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 4), reflétant une appréciation vis-à-vis des devises de plusieurs économies de marché émergentes, largement contrebalancée par une dépréciation vis-à-vis du dollar. Le taux de change effectif nominal de l'euro,

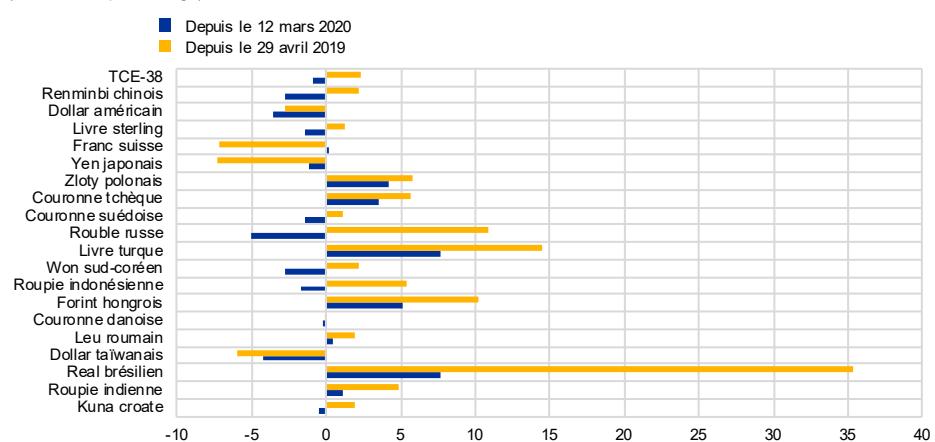
⁴ La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « *Adieu Eonia, bienvenue à €STR !* » *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,8 %. S'agissant des évolutions bilatérales, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 3,5 %) et de la livre sterling (de 1,4 %), après une phase de volatilité accrue. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du renminbi chinois (de 2,7 %), inversant l'appréciation observée précédemment et reflétant le décalage dans le temps des principaux impacts économiques de la pandémie de COVID-19. En revanche, l'euro s'est renforcé vis-à-vis de la majorité des devises des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et des économies émergentes, plus particulièrement la livre turque et le real brésilien (de 7,7 % pour les deux monnaies).

Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 29 avril 2020.

3

Activité économique

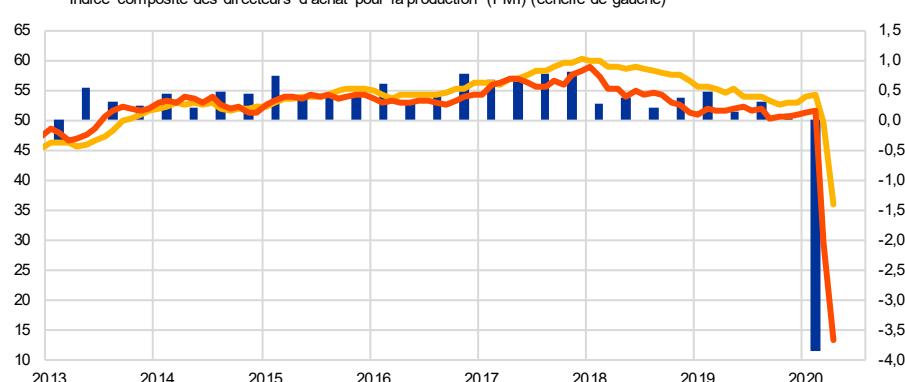
Le PIB en volume de la zone euro s'est fortement contracté au premier trimestre 2020, reflétant notamment l'impact de l'épidémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures prises pour l'endiguer. L'activité économique totale a diminué de 3,8 %⁵, en rythme trimestriel, au premier trimestre 2020, après une croissance de 0,1 % au quatrième trimestre 2019 (cf. graphique 5). Même si une ventilation n'est pas encore disponible, les indicateurs à court terme laissent penser que le recul du PIB au premier trimestre 2020 est imputable à la demande intérieure, tandis que les variations des stocks et les exportations nettes ont apporté de faibles contributions positives à la croissance. Les indicateurs économiques, en particulier les enquêtes, ont récemment affiché des baisses sans précédent, allant dans le sens d'une forte diminution de la production au cours de la période à venir. Il est probable que l'impact le plus fort de la pandémie de COVID-19 se matérialisera au deuxième trimestre 2020.

Graphique 5

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

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

- PIB en volume (échelle de droite)
- ESI (échelle de gauche)
- Indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI) (échelle de gauche)



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

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normalisé et recentré pour obtenir une moyenne et un écart type identiques à ceux de l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020 pour le PIB en volume et à avril 2020 pour l'ESI et le PMI.

Les indicateurs à court terme du marché du travail pour mars et avril 2020 font état d'une forte détérioration du marché du travail liée aux évolutions du COVID-19. L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a enregistré des baisses sans précédent, revenant de 51,4 en février à 42,2 en mars et 33,4 en avril,

⁵ Eurostat a publié son estimation rapide préliminaire du PIB le 30 avril 2020. Cette estimation devrait être révisée dans les futures publications du PIB prévues le 15 mai et le 9 juin 2020, lorsque des données sources primaires plus complètes seront probablement disponibles. Les révisions apportées à l'estimation rapide préliminaire du PIB devraient être plus importantes que d'habitude (+/- 0,1 point de pourcentage), dans la mesure où certains pays ont dû adapter leurs méthodes d'estimation nationales en utilisant d'autres sources ou des modèles différents, afin de remédier aux problèmes de disponibilité des données sources et d'assurer la meilleure qualité possible.

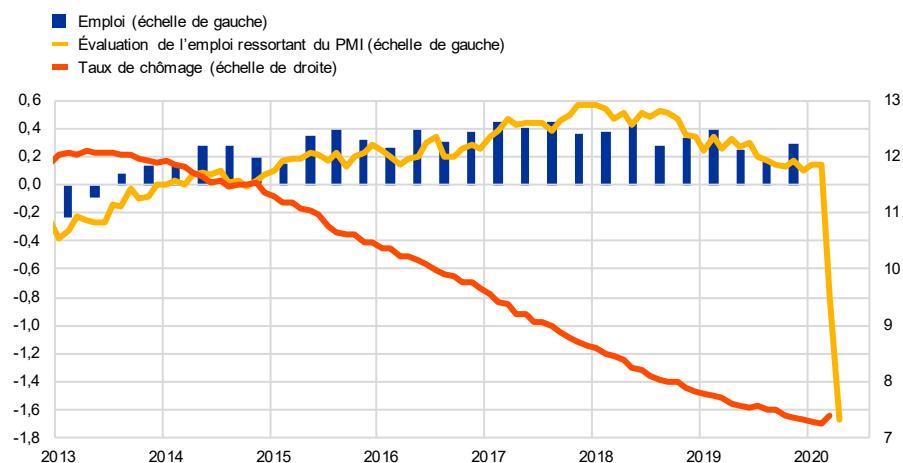
son niveau le plus bas jamais enregistré, ce qui tend à indiquer une forte contraction de l'emploi. La baisse a été particulièrement marquée dans le secteur des services.

Toutefois, les dernières données relatives au marché du travail pour la zone euro ne reflètent qu'en partie l'impact de l'épidémie de COVID-19 et les mesures prises pour l'endiguer. Les données relatives à l'emploi pour le premier trimestre 2020 ne sont pas encore disponibles. Le taux de chômage est revenu à 7,3 % en février, un taux comparable à celui observé avant la crise financière. Toutefois, il est passé à 7,4 % en mars, premier mois affecté par l'épidémie de COVID-19 et la mise en œuvre de mesures d'endiguement qui a suivi dans l'ensemble de la zone euro (cf. graphique 6). La réaction modérée du chômage peut être liée aux mesures visant à faciliter l'accès aux dispositifs de chômage partiel. Les estimations préliminaires indiquent un nombre sans précédent de salariés bénéficiant de ces dispositifs dans les cinq principaux pays de la zone euro.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019 pour l'emploi, à avril 2020 pour le PMI et à mars 2020 pour le taux de chômage.

La détérioration des indicateurs relatifs à la consommation est sans précédent. La confiance des consommateurs s'est fortement détériorée à la suite de l'épidémie de COVID-19, chutant à -22,7 en avril (contre -6,6 en février), niveau proche des points bas historiques enregistrés en mars 2009. Toutefois, certains éléments indiquent que le recul de la confiance des consommateurs peut en fait sous-estimer la baisse sous-jacente de la consommation. La rapidité et la gravité du choc du COVID-19 ont été si exceptionnelles que la relation historique entre confiance des consommateurs et croissance de la consommation apparaît

actuellement relativement instable⁶. En mars 2020, les immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont enregistré une forte baisse (– 56,4 %) en raison de l'épidémie de COVID-19. Avec les mesures de confinement mises en place sur la plupart des marchés à partir de la mi-mars environ, la grande majorité des concessionnaires automobiles de la zone euro étaient fermés durant la deuxième quinzaine de ce mois. De même, d'autres indicateurs à haute fréquence vont dans le sens d'une baisse sans précédent, allant jusqu'à 45 %, des dépenses des ménages (restaurants, services de transport, loisirs, tourisme et ventes au détail).

L'impact à moyen terme du COVID-19 sur la consommation privée est très incertain. Le choc du COVID-19 exerce un effet direct au travers du rationnement de plusieurs composantes de la dépense. Les effets indirects devraient se matérialiser via l'impact sur le revenu, le patrimoine et l'accès au crédit. De plus, la demande non satisfaite peut exercer un effet positif une fois levées les mesures d'endiguement. L'impact à moyen terme sur la consommation privée dépend de la durée du confinement, du rythme auquel les mesures sont assouplies, des changements de comportement des ménages et de l'efficacité des politiques publiques.

L'investissement des entreprises devrait diminuer sensiblement en raison du confinement et des autres mesures d'endiguement prises dans les différents pays de la zone euro depuis mars 2020. Après la croissance de 8,0 % en rythme trimestriel enregistrée par l'investissement hors construction au quatrième trimestre 2019 (0,2 % en excluant les données irlandaises), la dynamique de l'investissement s'est ralentie au premier trimestre 2020 et les perspectives pour le deuxième trimestre sont moroses. La chute spectaculaire de la production manufacturière et des ventes, sous l'effet d'une combinaison de facteurs d'offre et de demande liés à la pandémie de COVID-19, devrait avoir exercé un impact défavorable important sur l'investissement des entreprises à partir de mars 2020. Les données d'enquêtes de la Commission européenne jusqu'en avril font apparaître de fortes baisses des anticipations relatives aux carnets de commande et à la production dans le secteur des biens d'équipement. Les données à haute fréquence indiquent également une détérioration significative des anticipations de bénéfices et des conditions de financement des entreprises ainsi qu'une forte hausse de l'incertitude, ce qui affecterait défavorablement les futures décisions d'investissement. Même si les comptes sectoriels de la zone euro ont fait apparaître une poursuite de la croissance de l'excédent brut d'exploitation au quatrième trimestre 2019, les données de marché relatives aux bénéfices par action attendus à l'horizon d'un an pour les sociétés cotées européennes ont fortement diminué en avril 2020. Les rendements des obligations d'entreprises bien notées (*investment-grade*) ont également fortement augmenté, en particulier dans le secteur pétrolier et le secteur automobile. L'incertitude s'agissant des indices de volatilité des marchés

⁶ L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a été construit comme un indicateur coïncident de la croissance de la consommation privée. En avril 2020, les données n'ont pas pu être collectées en Italie, par conséquent les valeurs d'avril 2020 pour l'agrégat de la zone euro ont été calculées en supposant que les variations par rapport à mars étaient les mêmes que dans l'agrégat de la zone euro excluant l'Italie. Pour plus de détails sur cet indicateur relatif à la confiance des consommateurs, cf. « *A revised consumer confidence indicator* », Commission européenne, 2018.

boursiers a enregistré un pic en Europe, l'indicateur composite de tensions systémiques européen atteignant des niveaux sans précédent en avril 2020. Des risques à la baisse importants pèsent également sur les plans d'investissement des entreprises en raison de l'augmentation des niveaux d'endettement, des insolvabilités potentielles et des défaillances d'entreprises sur les engagements au titre des dettes à long terme ainsi que de la diminution des *cash flows*. Il reste à voir dans quelle mesure les mesures prises à l'échelle nationale, ainsi qu'à celles de la zone euro et de l'UE pour fournir de la liquidité et des crédits peuvent améliorer la situation. Les prévisions de la zone euro relatives à l'investissement ont été significativement revues à la baisse, l'enquête semestrielle sur l'investissement dans l'industrie réalisée par la Commission européenne publiée en avril 2020 montrant une contraction attendue de 4 % en 2020.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir diminué très fortement depuis mars 2020 en raison des mesures d'endiguement et du regain d'incertitude. Même si l'investissement dans l'immobilier résidentiel a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2019 (de 0,3 % en rythme trimestriel), certains indicateurs à court terme reflétant l'impact de la pandémie ont déjà commencé à signaler une forte baisse de l'activité dans la construction. En particulier, l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux anticipations des entreprises du secteur de la construction dans la zone euro a chuté, de 52,5 en février 2020 à 33,5 en mars, son niveau le plus bas jamais enregistré, indiquant un recul sans précédent de l'activité. La suspension des projets et la fermeture des chantiers de construction – notamment dans les pays où les mesures de confinement ont été mises en œuvre à un stade précoce, tels que l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne – ont déjà causé de graves problèmes financiers aux sociétés de construction, d'après l'enquête de la Commission européenne sur les contraintes pesant sur la production. À moyen terme, même si l'activité dans la construction peut bénéficier d'une levée des mesures de confinement plus tôt que dans d'autres secteurs, il est probable que la pandémie entraînera une baisse significative de la demande de logements en raison des pertes de revenus et de patrimoine. De plus, l'incertitude causée par la pandémie pourrait même avoir des effets plus importants et plus durables sur l'activité, dans la mesure où elle pourrait inciter les ménages et les investisseurs à reporter les transactions immobilières jusqu'à ce qu'une solution médicale efficace au COVID-19 soit trouvée.

Les échanges commerciaux de la zone euro devraient s'être contractés au premier trimestre 2020 et poursuivre leur recul au deuxième trimestre, le COVID-19 ayant paralysé les économies à l'échelle mondiale. Les premiers signes d'un redressement des échanges commerciaux de la zone euro début 2020 ont été annulés par les effets de la pandémie. En particulier, les importations en provenance de pays extérieurs à la zone euro se sont contractées depuis février, indiquant que les interruptions de l'offre en raison du confinement en Chine ont réduit les exportations de ce pays à destination de la zone euro. Les nouvelles commandes à l'exportation, qui constituent un indicateur avancé, ont enregistré une détérioration sans précédent, ressortant à 18,9 en avril, après 49,5 en janvier. Les mesures d'endiguement dans plusieurs pays de la zone euro ont eu pour résultat une combinaison de chocs d'offre et de demande défavorables, entraînant la

plus forte baisse du commerce extérieur de la zone euro jamais enregistrée. Plusieurs raisons permettent d'expliquer pourquoi les échanges commerciaux de la zone euro ont été gravement affectés par les chocs négatifs liés à la pandémie. Premièrement, les investissements et la consommation de biens durables, qui sont très sensibles à l'incertitude et aux fluctuations conjoncturelles, sont des composantes essentielles du commerce extérieur. Deuxièmement, les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, en particulier la réduction des importations de biens intermédiaires, affectent également la zone euro durant cette pandémie. Enfin, les répercussions et les rétroactions via les réseaux de production régionaux amplifient les chocs domestiques dans les économies de la zone euro, entraînant une contraction encore plus marquée pour les flux intra-zone euro que pour les flux commerciaux totaux. Les pays spécialisés dans les services ou dans l'industrie manufacturière liée aux services devraient être confrontés à des conséquences économiques particulièrement graves. Le tourisme et les services de transport sont les plus affectés par les mesures de confinement, comme le montre l'effondrement des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur des services et les plans de vol.

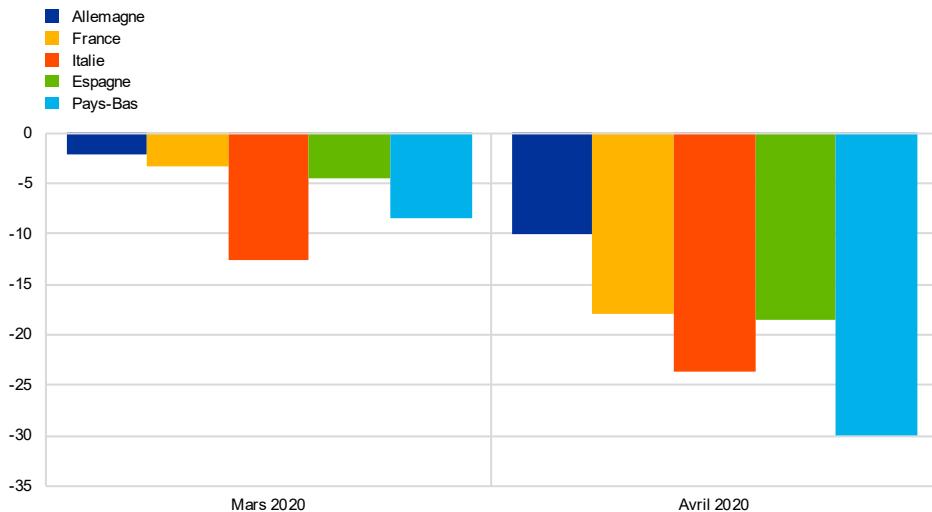
Les données économiques devenues disponibles, en particulier les résultats d'enquêtes, font apparaître des baisses sans précédent, allant dans le sens d'une contraction de la production dans la zone euro. L'épidémie de COVID-19 et les mesures d'endiguement associées ont eu une incidence négative sur l'activité dans le secteur manufacturier et les services via l'augmentation des contraintes d'offre et la baisse rapide de la demande. S'agissant des données d'enquêtes récentes, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production ont affiché en mars la baisse la plus importante jamais enregistrée⁷, avant de reculer encore en avril. L'ESI et l'indice des directeurs d'achat ont affiché des baisses généralisées s'agissant tant des pays que des différents secteurs. Cette baisse de l'activité économique est également confirmée par des indicateurs à haute fréquence comme la consommation d'électricité (cf. graphique 7).

⁷ Pour plus de détails sur les facteurs extérieurs par opposition aux facteurs domestiques déterminant la baisse de l'activité économique, cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Consommation d'électricité de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Réseau européen des gestionnaires de réseaux de transport d'électricité (REGRT-E) et calculs de la BCE.
Notes : Les données ne sont pas corrigées des températures. La dernière observation se rapporte au 27 avril 2020.

Abstraction faite des perturbations immédiates engendrées par la pandémie de coronavirus, la zone euro devrait retrouver la croissance avec la levée progressive des mesures d'endiguement, soutenue par les conditions de financement favorables, l'orientation budgétaire de la zone euro et une reprise de l'activité mondiale. Toutefois, l'incertitude est extrêmement élevée et demeurera forte, rendant très difficile de prévoir l'ampleur et la durée probables de la récession imminente et de la reprise ultérieure⁸. Les résultats de la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, menée début avril, ont montré que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été nettement révisées à la baisse pour 2020 et ont été revues à la hausse pour 2021 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début janvier.

⁸ Pour une analyse détaillée des différents scénarios, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

4

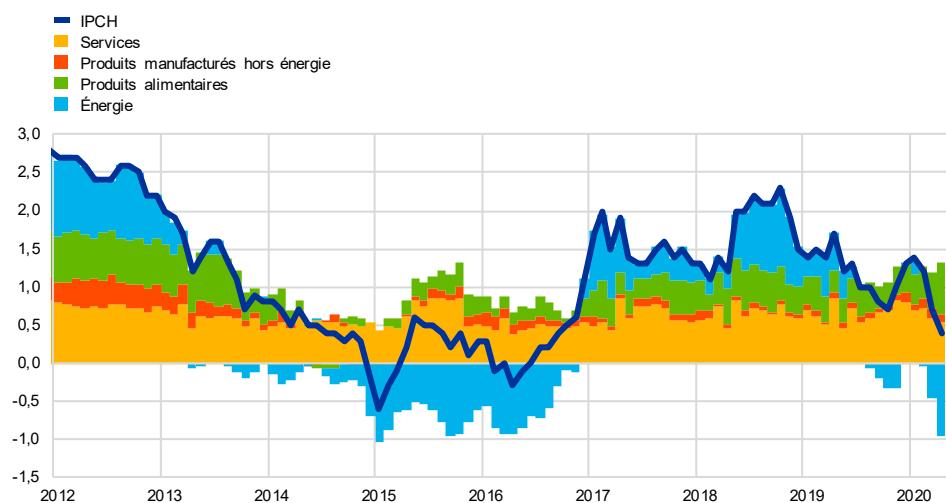
Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la baisse annuelle de l'IPCH s'est encore accentuée en avril, ressortant à 0,4 %, après 0,7 % en mars 2020 et 1,2 % en février 2020. La baisse d'avril reflète principalement un recul des taux de variation annuels des prix de l'énergie, de – 4,5 % en mars à – 9,6 % en avril, en raison de la récente chute des prix du pétrole, mais la variation des prix des services et des produits manufacturés hors énergie s'est également inscrite en baisse par rapport au mois précédent. Ces baisses ont plus que compensé une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires, liée à un doublement de l'inflation pour la composante produits alimentaires non transformés. Selon Eurostat, les prix d'au moins 50 % ou plus du panier sous-jacent pour l'estimation rapide de l'IPCH pour la zone euro et des agrégats spécifiques ont été collectés comme d'habitude⁹. Toutefois, des difficultés de collecte des prix ont été observées pour certains pays et certains produits, conduisant à une part d'imputations plus élevée que d'habitude (cf. également l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*).

Graphique 8

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

Les mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué ou sont restées

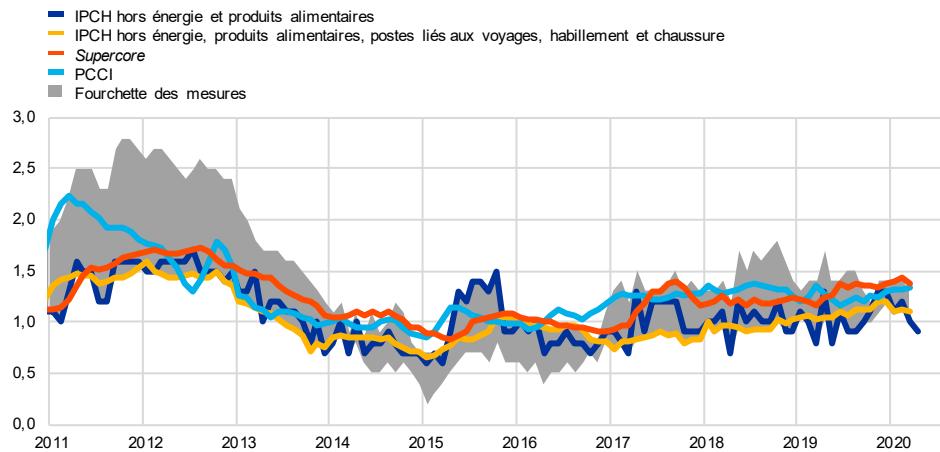
inchangées. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est revenue à 0,9 % en avril après 1,0 % en mars et 1,2 % en février. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente, pour lesquelles les données sont disponibles jusqu'en mars, sont restées globalement inchangées. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement s'est établie à 1,1 % en mars, sans changement par rapport à février et janvier. Les signaux provenant d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment les indicateurs Composante

⁹ Cf. le communiqué de presse d'Eurostat relatif à l'estimation rapide de l'IPCH pour avril.

persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) et *supercore*¹⁰, sont aussi demeurés globalement inchangés.

Graphique 9 Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les tensions observées en amont de la chaîne des prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont demeurées stables en aval de la chaîne d'approvisionnement en février. Le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation hors produits alimentaires est ressorti à 0,7 % en février 2020, sans changement depuis octobre 2019. Celui des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires s'est inscrit en hausse, à 0,4 % en février, après 0,2 % en janvier. En amont de la chaîne d'approvisionnement, la variation des prix intérieurs à la production des biens intermédiaires s'est ralentie, revenant à – 1,2 % en février, après – 1,1 % en janvier. La variation des prix à l'importation des biens intermédiaires a légèrement augmenté, à – 0,1 % en février, après – 0,3 % en janvier et – 1,2 % en décembre.

La croissance des salaires s'est ralenti. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,7 % au quatrième trimestre 2019, contre 2,1 % au troisième trimestre. Les chiffres pour 2019 ont été affectés par une forte baisse des cotisations sociales patronales en France¹¹. La croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales, s'est établie à

¹⁰ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

¹¹ Pour une analyse, cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

2,1 % au quatrième trimestre, après 2,5 % au troisième trimestre et s'est inscrite à 2,4 % en moyenne en 2019, contre 2,3 % en 2018. D'après les différents indicateurs et abstraction faite des facteurs temporaires, la croissance des salaires s'est légèrement ralentie en 2019, bien que s'inscrivant à des taux proches de ses moyennes historiques, ou légèrement supérieurs.

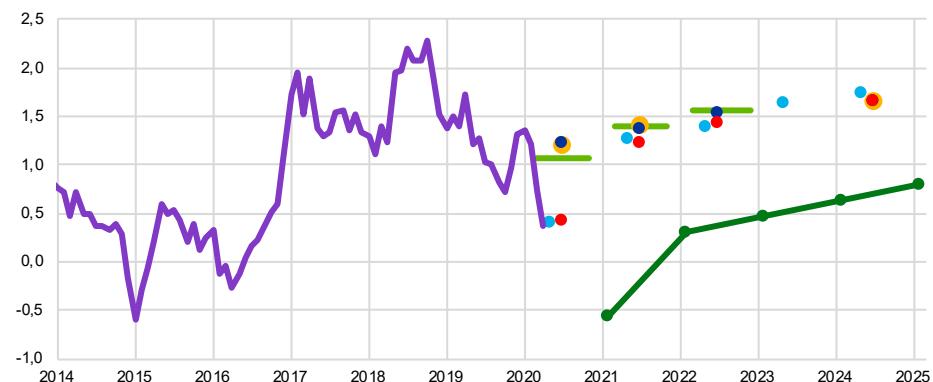
Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché sont demeurés largement inchangés à la fin de la période sous revue, en dépit de fortes variations, tandis que les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation tirés d'enquêtes se sont maintenus aux niveaux relativement bas observés en 2019. Malgré un nouveau point bas historique de 0,72 % fin mars, les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché se sont redressés en avril pour atteindre, voire dépasser, le niveau enregistré au début de la période sous revue. Le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 0,90 % le 29 avril 2020. La probabilité de déflation extraite des instruments de marché s'est fortement accrue, atteignant un nouveau pic historique. Cette évolution résulte en partie d'importantes baisses des prix du pétrole. Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer le risque d'une période prolongée de très faible inflation. Les résultats de l'[Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#) (EPP) pour le deuxième trimestre 2020 font état d'anticipations d'inflation à plus long terme moyennes inchangées, à 1,7 %, tandis que les anticipations d'inflation à court terme ont été fortement révisées à la baisse, principalement en raison de la combinaison d'un profil modifié pour les hypothèses relatives aux prix du pétrole et d'une détérioration des perspectives économiques. Les estimations ponctuelles moyennes relatives à la hausse annuelle de l'IPCH s'établissent désormais à 0,4 % pour 2020, 1,2 % pour 2021 et 1,4 % pour 2022. Cela représente une baisse de 0,8, 0,2 et 0,1 point de pourcentage pour 2020, 2021 et 2022, respectivement.

Graphique 10

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

(variations annuelles en pourcentage)

- EPP T2 2020
- EPP T1 2020
- EPP T4 2019
- Prévisions du consensus économique (avril 2020)
- Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché (avril 2020)
- Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, (mars 2020)
- IPCH



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Euro système (mars 2020) et Consensus économique (14 avril 2020).

Notes : Pour le deuxième trimestre 2020, l'EPP a été réalisée entre le 31 mars et le 7 avril 2020. La courbe établie à partir des données de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 29 avril 2020.

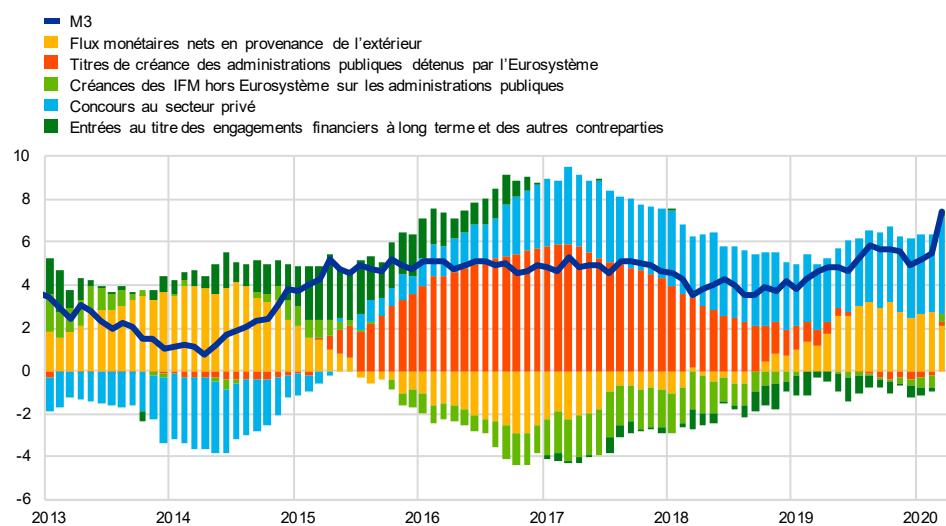
5

Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large s'est accélérée en mars. Avec une hausse de 7,5 % en mars 2020, après 5,5 % en février, le taux de croissance annuel de M3 a enregistré sa plus forte progression mensuelle depuis le début de l'Union monétaire en 1999 (cf. graphique 11). Le ralentissement de la croissance économique a freiné M3, mais sa croissance a été fortement soutenue par les besoins de liquidité d'urgence, les incertitudes associées à la crise pandémique et le très faible coût d'opportunité de la détention d'instruments monétaires. L'agréagat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a apporté la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Le taux de croissance annuel de M1 est ressorti en hausse de plus de 2 points de pourcentage à 10,3 % en mars 2020, après 8,1 % en février. Outre une forte hausse des dépôts à vue, le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation s'est nettement accru, à 7,0 % en mars contre 5,4 % en février, ce qui semble confirmer l'incidence des motifs de précaution sur la demande de liquidité des entreprises et des ménages. Les entreprises ont accru leurs avoirs en dépôts, qui ont enregistré un taux de croissance annuel de 9,6 % en mars, après 6,5 % en février. Cette hausse reflète des emprunts substantiels auprès des banques, l'émission globalement forte d'obligations d'entreprises et un soutien direct à la liquidité par l'État. En dépit d'une forte réduction des placements en parts de fonds d'investissement monétaires en mars, les instruments négociables ont apporté une contribution significative et positive à la croissance annuelle de M3.

Graphique 11
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

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

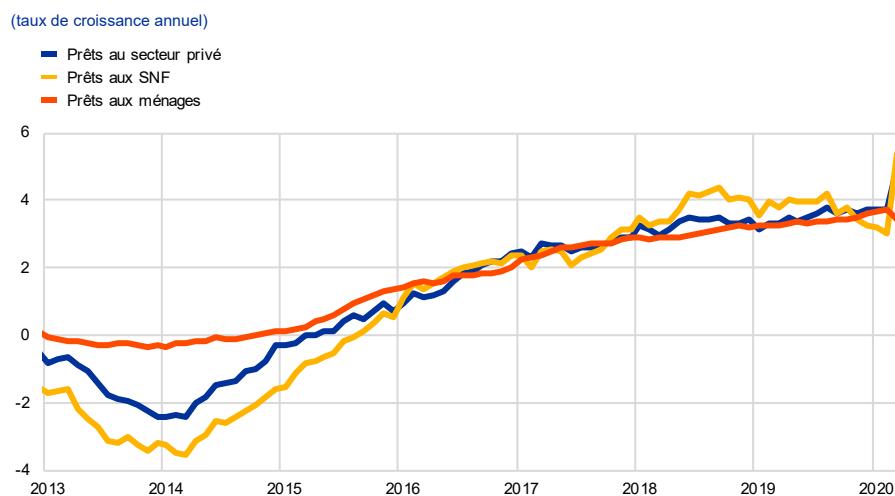
En mars 2020, les concours au secteur privé sont demeurés la principale source de croissance monétaire, suivis des flux monétaires en provenance de

L'extérieur. Les concours au secteur privé, qui ont longtemps été le principal moteur de la croissance de M3 (cf. la partie bleue des barres du graphique 11), ont contribué à la forte progression de la croissance de M3 en mars 2020. Les flux monétaires extérieurs sont la deuxième source de création monétaire depuis octobre 2018 (cf. la partie jaune des barres du graphique 11). Ces entrées reflètent l'intérêt des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro (en particulier les titres nouvellement émis par les administrations publiques) et ont apporté une contribution significative à la croissance de M3 depuis début 2019. Les achats nets d'actifs par la BCE dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), lancé le 18 mars 2020, ainsi que l'augmentation des achats dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), ont apporté une contribution positive à la croissance de M3 (cf. la partie rouge des barres du graphique 11). En outre, la contribution des engagements financiers à plus long terme à la croissance de la monnaie est restée faible en mars 2020 (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 11).

Les prêts au secteur privé ont également fortement augmenté. Le taux de croissance annuel des prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti en hausse à 5,0 % en mars 2020, après 3,7 % en février (cf. graphique 12). Cette évolution résulte d'une hausse du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF), qui est passé de 3,0 % en février 2020 à 5,4 % en mars. L'augmentation des prêts bancaires aux entreprises a été générale dans l'ensemble des pays. Pour le second semestre 2020, les indicateurs avancés ressortant de l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) anticipent une nouvelle augmentation de la demande de prêts de la part des entreprises. Par contre, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement fléchi, revenant de 3,7 % en février 2020 à 3,4 % en mars. Les évolutions divergentes entre les entreprises et les ménages en mars reflètent un certain nombre de facteurs affectant la demande dans les deux secteurs, mis en évidence par les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. En outre, le fait que les mesures prises par les autorités ont concerné le secteur des entreprises avec un soutien exceptionnel, quoique temporaire, au crédit pourrait également expliquer ces profils d'évolution différents. Les mesures de politique monétaire de la BCE, plus particulièrement les conditions plus favorables des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et les mesures d'assouplissement des garanties, devraient inciter les banques à consentir des prêts à l'ensemble des entités du secteur privé.

Graphique 12

Prêts au secteur privé



Source : BCE.

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

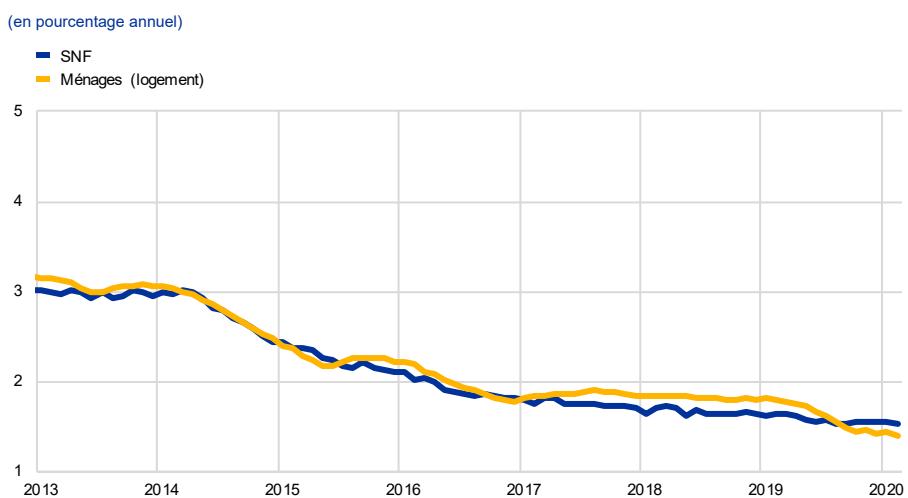
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro d'avril 2020 montre qu'au premier trimestre 2020, les critères d'octroi des crédits se sont légèrement durcis en ce qui concerne les prêts aux entreprises et aux ménages, tandis que la demande de prêts des entreprises s'est fortement accrue en raison des besoins de liquidité d'urgence liés à la crise du coronavirus (COVID-19)¹². Globalement, ces évolutions reflètent la détérioration des perspectives économiques et les risques associés à la crise du COVID-19. Les besoins de financement étant liés à une situation d'urgence, la demande de prêts des entreprises a été nettement plus élevée pour les prêts à court terme que pour les prêts à long terme. Les principaux facteurs à l'origine de la demande de prêts des entreprises au premier trimestre 2020 ont été les besoins de financement des stocks et du fonds de roulement, tandis que la demande de prêts au titre de la FBCF et pour les fusions et acquisitions a diminué en termes nets. En outre, la détérioration de la solvabilité des ménages et une plus faible tolérance au risque de la part des banques expliquent le durcissement relativement plus prononcé des critères d'octroi des prêts aux ménages et la plus faible augmentation nette de la demande de prêts au logement et de crédits à la consommation par rapport à la demande de prêts aux entreprises. De plus, le recul de la confiance des consommateurs a été un facteur essentiel de modération de la demande de prêts au logement et de prêts à la consommation. Pour le deuxième trimestre 2020, les banques s'attendent à ce que les critères d'octroi s'assouplissent encore pour les entreprises, en raison des mesures de soutien à la liquidité et des garanties de crédit introduites par les autorités. L'hétérogénéité des réponses des banques est actuellement élevée, mais les résultats indiquent que la demande de prêts des

¹² Au premier trimestre 2020, le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi (c'est-à-dire les directives internes des banques ou les critères d'approbation des prêts) des prêts ou lignes de crédit aux entreprises était de 4 %, tandis que le durcissement net était de 9 % pour les prêts au logement et de 10 % pour les crédits à la consommation et les autres prêts consentis aux ménages.

entreprises va encore augmenter, comme l'indique le solde net, le plus élevé depuis le début de l'enquête en 2003. Pour les ménages, en revanche, les banques prévoient une poursuite du durcissement net des critères d'octroi de crédits et une nouvelle baisse de la demande de prêts. En outre, les banques de la zone euro ont déclaré que les programmes d'achats d'actifs (APP et PEPP) de la BCE et la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont eu une incidence positive sur leur position de liquidité et les conditions du financement de marché. Conjuguées au taux négatif de la facilité de dépôt, ces mesures ont contribué à assouplir les conditions des prêts bancaires et ont eu une incidence positive sur les volumes de prêts. Dans le même temps, les banques laissent entendre que les achats d'actifs de la BCE et le taux négatif de la facilité de dépôt ont eu une incidence négative sur leurs produits nets d'intérêts, tandis que le système à deux paliers de la BCE a soutenu la rentabilité des banques.

Les taux débiteurs très favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro. Les taux débiteurs ont de nouveau atteint des points bas historiques, après avoir diminué, en phase avec les taux de référence du marché au cours des mois précédents. En février 2020, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages ont diminué, ressortant, respectivement, à 1,52 % et 1,41 % (cf. graphique 13). Les pressions concurrentielles, les coûts de financement favorables pour les banques, l'APP et la transmission de la baisse du taux de la facilité de dépôt de la BCE en septembre 2019 ont exercé un nouvel effet modérateur sur les taux débiteurs des prêts aux SNF et aux ménages. Au total, entre mai 2014 et février 2020, les taux débiteurs composites des prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 140 et 150 points de base environ.

Graphique 13
Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages



Source : BCE.

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

Encadrés

1

Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro

Niccolò Battistini et Grigor Stoevsky

Le déclenchement de la pandémie de COVID-19 a fortement affecté l'activité économique mondiale depuis début 2020. La propagation rapide du nouveau coronavirus (COVID-19) a nécessité la prise de mesures drastiques, allant de la distanciation sociale et de l'interdiction des événements publics à des fermetures, des mesures de confinement et des restrictions de nombreuses activités. La rigueur de ces mesures a commencé à s'atténuer dans certaines juridictions, les autorités procédant à leur levée progressive et à la réouverture de certains secteurs de l'économie. Toutefois, la période de distanciation sociale pourrait se prolonger et les autres mesures d'endiguement rester en vigueur pendant un certain temps. Ces mesures d'endiguement ont pesé sur l'offre et – conjuguées à l'incertitude accrue et à l'auto-isolement des individus en raison de la propagation rapide de l'épidémie – ont également conduit les ménages et les entreprises à restreindre leurs dépenses, diminuant ainsi la demande agrégée. Les fermetures généralisées d'entreprises ont entraîné une détérioration marquée des conditions d'emploi, une augmentation des besoins de liquidité des entreprises et des perturbations importantes sur les marchés financiers. Malgré le manque de données solides récentes, il apparaît déjà clairement que l'activité économique a enregistré un recul d'une ampleur sans précédent.

L'incertitude élevée entourant l'impact économique de la pandémie de COVID-19 justifie une analyse fondée sur différents scénarios. Des incertitudes importantes entourent les évolutions de la pandémie, la nécessité de mesures d'endiguement et leur efficacité et l'apparition éventuelle de traitements et de solutions sur le plan médical. Ces incertitudes peuvent être illustrées au travers d'une analyse de scénario, fondée sur des hypothèses larges pour les facteurs précités et leur impact économique. Il convient de noter qu'il s'agit de scénarios illustratifs élaborés par les services de la BCE et, en tant que tels, ils ne doivent pas être considérés comme une indication des prochaines projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro et par conséquent, ils n'anticipent en aucune façon cet exercice de projection. De plus, le présent encadré porte seulement sur l'activité économique, tandis que les prochaines projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème constitueront un exercice de projection complet, incluant une évaluation détaillée des perspectives d'inflation.

Cet encadré présente trois scénarios différents pour illustrer les conséquences probables de la pandémie de COVID-19 sur l'économie de la zone euro. Les scénarios varient en fonction de plusieurs facteurs, à savoir la durée des mesures de confinement strict et leur impact sur l'activité économique par

secteur, les effets économiques des mesures d'endiguement prolongées durant une période de transition post-confinement, les réactions comportementales des agents économiques pour réduire au maximum les perturbations économiques et les effets plus durables sur l'activité économique une fois levées toutes les mesures d'endiguement. Cette analyse de scénario pour la zone euro est fondée sur les mêmes hypothèses larges pour l'économie mondiale (et ainsi pour la demande étrangère adressée à la zone euro), tandis qu'elle fait abstraction des interactions négatives supplémentaires liées aux perturbations sur les marchés financiers ou des implications à long terme d'un chômage durablement élevé.

Selon les différentes hypothèses sous-tendant les trois scénarios illustratifs, l'impact économique attendu va de clément à sévère. Dans le premier scénario (*clément*), un confinement strict et des mesures d'endiguement supplémentaires, ainsi que des avancées rapides dans les traitements médicaux engendrent des périodes de confinement strict relativement courtes (s'achevant au cours du mois de mai 2020), un retour à une activité normale par la suite et des pertes économiques seulement temporaires. Dans le deuxième scénario (*moyen*), une courte période de confinement strict (s'achevant également au cours du mois de mai 2020) est suivie par des mesures d'endiguement rigoureuses et prolongées, impliquant un retour retardé à l'activité normale ainsi que des pertes de production persistantes. Dans le troisième scénario (*sévère*), une période plus longue de confinement strict (s'achevant au cours du mois de juin 2020) n'obtient qu'un succès limité pour contenir la propagation du virus, nécessitant ainsi de maintenir des mesures d'endiguement rigoureuses même après un assouplissement du confinement très strict. Les efforts soutenus pour empêcher la propagation du virus continueraient de freiner significativement l'activité dans les différents secteurs de l'économie jusqu'à ce qu'un vaccin (ou une autre solution médicale efficace) soit disponible, ce qui ne devrait pas intervenir avant la mi-2021 environ. Par conséquent, ce scénario prévoit des pertes de production importantes et permanentes.

Les mesures d'endiguement durant les périodes de confinement ont un impact différent selon les secteurs économiques dans la zone euro. L'effondrement de l'activité est initialement le plus marqué pour les services, en particulier ceux liés aux voyages et aux activités de loisirs. Cela est déjà ressorti de certaines des données d'enquêtes disponibles. Toutefois, les mesures de confinement et les goulets d'étranglement qui en résultent au niveau de l'offre réduisent fortement la production également dans de grands secteurs de l'industrie. Globalement, les mesures d'endiguement devraient entraîner une perte de valeur ajoutée relativement plus importante dans le commerce de détail, les transports, l'hôtellerie et la restauration que dans l'industrie manufacturière, la construction et les autres secteurs (cf. tableau A). La ventilation sectorielle est indicative et s'appuie sur des données empiriques et les données d'enquêtes disponibles. Elle a permis de calculer des estimations à l'échelle de l'ensemble de l'économie pour les pertes économiques probables, qui sont globalement conformes aux estimations disponibles établies par d'autres institutions. La perte économique initiale totale impliquée durant le confinement est estimée à 30 % environ – selon le pays – de la valeur ajoutée par rapport au niveau d'activité normal. En raison des réactions des agents économiques visant à réduire autant que possible les perturbations économiques,

les pertes économiques initiales totales devraient diminuer au cours du deuxième trimestre 2020. Selon les hypothèses utilisées pour ces scénarios illustratifs, l'impact marginal d'un mois supplémentaire de mesures de confinement sur le PIB se situe au départ, approximativement, entre 2 % et 2,5 %.

Tableau A

Pertes initiales par secteur dues aux mesures de confinement strictes

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute)

Secteur	Perte
Agriculture	10
Industrie (hors secteur manufacturier et construction)	40
Secteur manufacturier	40
Construction	40
Commerce de détail, transports, hôtellerie et restauration	60
Information, communication	10
Activités financières et d'assurance	10
Activités immobilières	20
Activités spécialisées, scientifiques, administratives et techniques	30
Administrations publiques	10
Arts, spectacles, loisirs et autres activités	30

Source : Services de la BCE.

Note : Dans ces scénarios, le confinement est supposé avoir un impact sectoriel plus faible (entre 20 % et 30 % environ) au cours du deuxième trimestre 2020 en raison de la réaction des agents économiques (réaction comportementale) visant à minimiser les perturbations économiques.

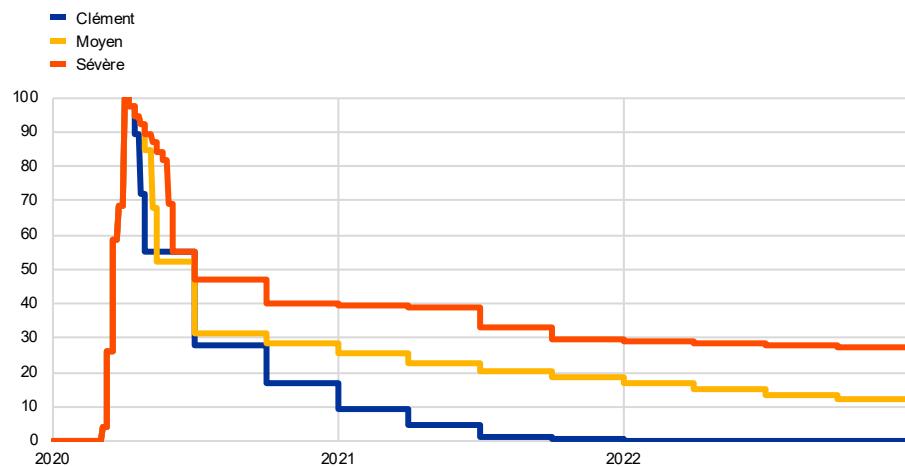
Des mesures d'endiguement strictes devraient gravement affecter l'activité économique dans la zone euro bien au-delà de l'horizon à court terme.

L'approche sectorielle utilisée pour évaluer les pertes économiques liées à la pandémie de COVID-19 permet de calculer un profil temporel des pertes indicatives (en pourcentage des pertes sectorielles maximales) impliquées par les mesures d'endiguement du virus dans la zone euro dans les trois scénarios (cf. graphique A). Les pertes sectorielles maximales (notamment les effets directs et les effets de report) devraient se produire au cours de la première semaine d'avril 2020. Les pertes économiques dues au confinement ont commencé à se développer en mars – différents pays ayant mis en œuvre des mesures de confinement – et après avoir atteint un pic début avril, elles devraient diminuer pour s'établir à un niveau proche de 50 % de leur niveau maximal mi-mai pour le scénario clément, fin mai pour le scénario moyen et courant juin pour le scénario sévère, l'assouplissement des mesures d'endiguement permettant un redémarrage progressif de l'activité économique. Même si les mesures d'endiguement – conjuguées aux coûts plus durables infligés à l'activité en raison de la pandémie – devraient épuiser leur impact négatif fin 2021 dans le scénario clément, elles continueraient de peser sur l'activité économique en 2022 dans les scénarios moyen et sévère.

Graphique A

Profil temporel des pertes indicatives de valeur ajoutée brute induites par les mesures d'endiguement dans la zone euro dans les scénarios clément, moyen et sévère

(en pourcentage de la perte sectorielle maximale de la zone euro)



Source : Calculs de la BCE.

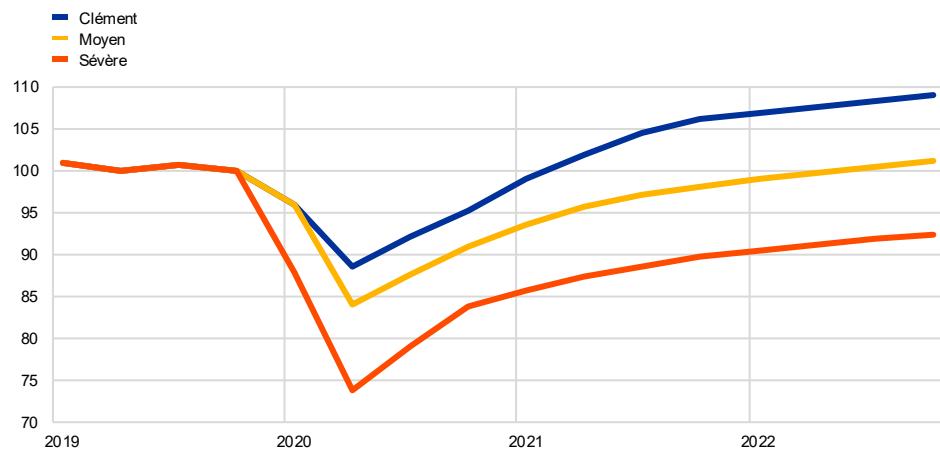
Note : Les pertes sont mesurées par rapport aux pertes sectorielles maximales pour la zone euro, calculées comme une moyenne pondérée des pertes pour les cinq principaux pays de la zone.

Les mesures d'endiguement mises en œuvre par les pays à travers le monde affectent gravement l'activité économique mondiale et réduisent fortement le commerce mondial. Comme pour la zone euro, trois scénarios illustratifs sont également considérés pour le PIB mondial en volume hors zone euro et la demande étrangère de biens et services qui en découle pour la zone euro (cf. graphique C). La pandémie de COVID-19 et ses retombées impliquent des pertes importantes pour le PIB mondial en volume. En raison de la procyclicité élevée du commerce mondial par rapport à l'activité mondiale, la demande étrangère adressée à la zone euro diminuerait de 7 %, 11 % et 19 % environ dans les scénarios clément, moyen et sévère, respectivement, en 2020. À plus long terme, les pertes subies par la demande étrangère adressée à la zone euro par rapport à son niveau de fin 2019 devraient persister uniquement dans le scénario sévère jusqu'à fin 2022.

Graphique B

Demande étrangère adressée à la zone euro dans les scénarios clément, moyen et sévère

(indice , 2019 T4= 100)



Source : Calculs de la BCE.

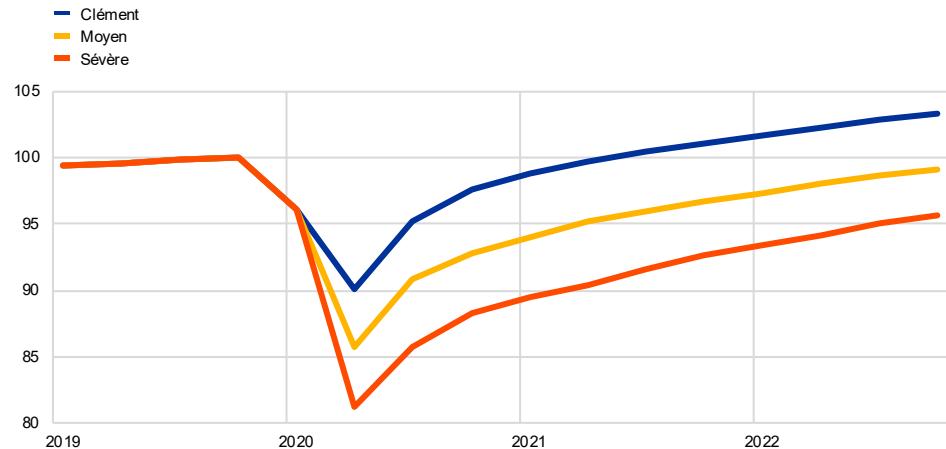
Le PIB en volume de la zone euro devrait fortement diminuer à court terme, tandis que des mesures d'endiguement efficaces seraient essentielles pour garantir une reprise robuste par la suite. L'analyse de scénario utilisée dans cet encadré indique une contraction sans précédent de l'activité économique, le PIB en volume chutant d'environ 5 %, 8 % et 12 % dans les scénarios clément, moyen et sévère, respectivement, en 2020 (cf. graphique C). Le chiffre annuel dans le scénario sévère reflète une croissance trimestrielle du PIB en volume atteignant un point bas de – 15 % environ au deuxième trimestre 2020, suivi par une reprise prolongée et incomplète, entraînant des taux de croissance trimestriels de 6 % et 3 % environ, respectivement, au troisième et au quatrième trimestre 2020.

Les mesures d'endiguement permettant une normalisation progressive de l'activité économique, le PIB en volume devrait augmenter de 6 %, 5 % et 4 % environ dans les scénarios clément, moyen et sévère, respectivement, en 2021. L'épidémiologie incertaine du virus, l'efficacité hétérogène attendue s'agissant des mesures d'endiguement et les dommages économiques persistants supposés dans les scénarios moyen et sévère continueraient de peser sur la reprise économique sur l'ensemble de l'horizon. Dans le scénario sévère, en particulier, le PIB en volume devrait rester nettement inférieur au niveau observé fin 2019 jusqu'à fin 2022.

Graphique C

PIB en volume de la zone euro dans les scénarios clément, moyen et sévère

(indice, 2019 T4= 100)



Source : Calculs de la BCE.

Ces scénarios illustratifs font abstraction de plusieurs autres facteurs pertinents qui influencerait également l'ampleur de la récession dans la zone euro. Ces scénarios reposent sur l'hypothèse selon laquelle les interactions potentiellement négatives entre l'économie réelle et le secteur financier seraient contenues par les mesures de politique économique. De plus, ils n'incluent pas d'autres mécanismes d'amplification non linéaires dus à des événements extrêmes, tels que des pertes importantes affectant le revenu des ménages et un chômage durablement élevé en raison d'une augmentation des taux de faillite dans le secteur des entreprises. En outre, ces scénarios ont été élaborés selon l'hypothèse habituellement appliquée dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, qui consiste à prendre la même trajectoire d'évolution pour les taux d'intérêt que celle qui est déjà reflétée dans les évolutions des marchés dans les trois scénarios. Enfin, ces trois scénarios prennent en compte les mesures budgétaires récemment annoncées par les pays de la zone euro. Dans le scénario sévère, les réponses budgétaires prospectives ont été renforcées pour mieux refléter la gravité économique plus forte attendue des mesures de confinement.

Compte tenu de l'incertitude sans précédent qui entoure les évolutions et l'impact économique de la pandémie de COVID-19, les évaluations qui sous-tendent les scénarios illustratifs doivent être actualisées en permanence.

Les résultats de l'analyse présentés dans cet encadré dépendent essentiellement des hypothèses sous-jacentes. Celles-ci incluent les effets (directs et indirects) du confinement et des autres mesures d'endiguement de l'épidémie sur les forces de l'offre et de la demande aux niveaux mondial et domestique, ainsi que l'efficacité des mesures prises dans le monde entier pour contenir la propagation du virus et soutenir l'activité économique. Au bout du compte, des mesures d'endiguement et de politique économique rapides et décisives – autre une solution médicale efficace – seront essentielles pour garantir une reprise robuste de l'activité économique dans la zone euro. Tandis que cet encadré se concentre sur l'impact de la pandémie de

COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro, les implications pour la hausse des prix à la consommation dépendent de l'équilibre entre les facteurs de demande et d'offre et, comme indiqué, cet aspect sera évalué dans les prochaines projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème.

2

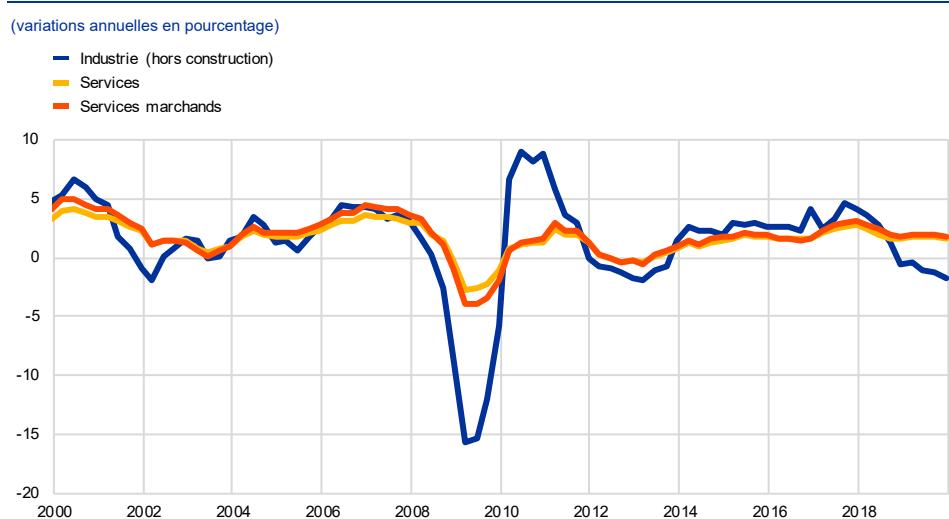
La baisse de l'activité manufacturière et des services dans la zone euro : rôle des chocs extérieurs et domestiques

Roberto A. De Santis

La pandémie de coronavirus (COVID-19), qui a entraîné des souffrances humaines et perturbé l'activité économique à l'échelle mondiale, a affecté l'activité manufacturière et les services dans tous les pays de la zone euro. La croissance économique dans la zone euro sera gravement compromise à court terme. Trois évolutions concomitantes ont eu une incidence défavorable sur la croissance économique dans la zone euro depuis début 2018 : a) un affaiblissement du commerce mondial, lié en partie à la montée des tensions affectant le commerce international et à l'incertitude persistante entourant les relations économiques après le Brexit ; b) une baisse de la production automobile, principalement en raison d'un recul de la demande extérieure ainsi que de l'introduction de réglementations environnementales plus strictes en Europe ; et c) une forte baisse de l'activité économique résultant du coronavirus. De janvier 2018 à février 2020, malgré la faiblesse de l'industrie manufacturière dans la zone euro, le secteur des services dans son ensemble – en particulier les services marchands – est resté relativement résistant (cf. graphique A). En mars, toutefois, l'activité économique a fortement diminué dans ces deux secteurs en raison de la pandémie. Les indicateurs fondés sur des enquêtes, tels que l'indice des directeurs d'achat (cf. graphiques B et C), les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs, ainsi que d'autres statistiques disponibles plus rapidement telles que le trafic aérien international et la consommation d'énergie, font tous état d'un ralentissement sévère dans le secteur manufacturier et dans celui des services dans la zone euro ainsi que dans de nombreux autres pays.

Graphique A

Valeur ajoutée réelle dans l'industrie et les services



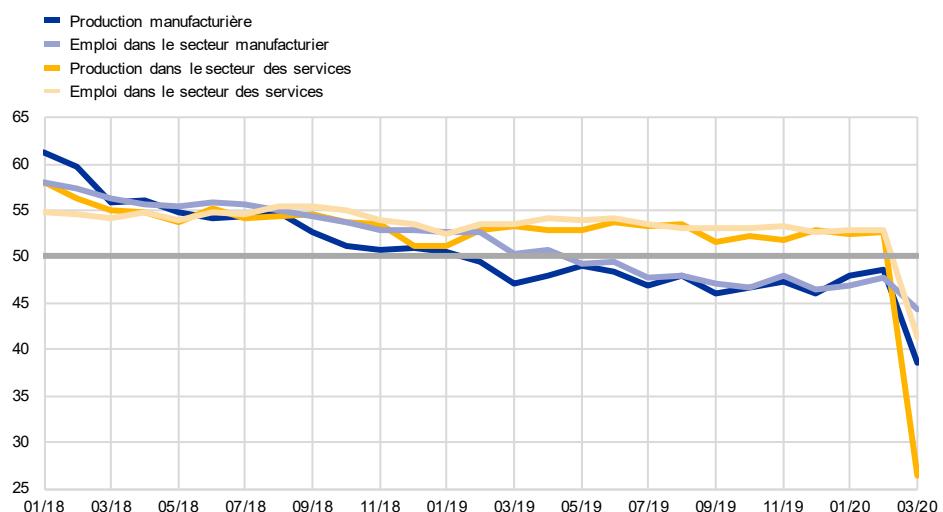
Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2019.

Graphique B

Indices des directeurs d'achat pour la production et l'emploi dans les secteurs manufacturier et des services de la zone euro

(indices de diffusion : 50 = aucun changement ; < 50 = contraction ; > 50 = expansion)



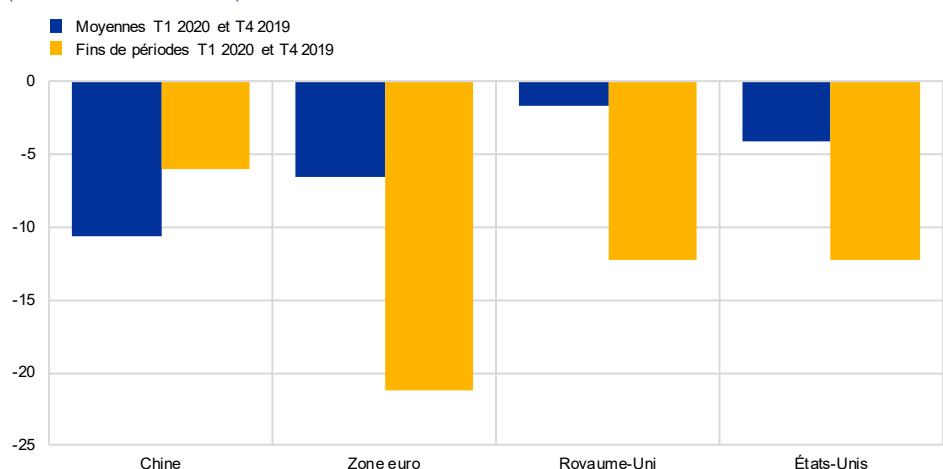
Source : Markit.

Note : La dernière observation se rapporte à mars 2020.

Graphique C

Évolution des indices composites des directeurs d'achat dans une sélection d'économies au premier trimestre 2020

(variation de l'indice de diffusion)



Source : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les barres bleues représentent la différence entre le chiffre mensuel moyen enregistré au premier trimestre 2020 et le chiffre mensuel moyen enregistré au quatrième trimestre 2019. Les barres jaunes représentent la différence entre les chiffres de mars 2020 et de décembre 2019.

Un modèle couvrant l'activité manufacturière et les services dans un certain nombre de grandes économies est utilisé pour évaluer l'importance des facteurs extérieurs et domestiques pour l'économie de la zone euro au cours de trois périodes différentes : 2018, de janvier 2019 à février 2020, et mars 2020. Les indices des directeurs d'achat sont les premiers grands indicateurs tirés d'enquêtes, harmonisés entre pays, qui attestent d'une forte baisse de l'activité

économique en mars 2020 dans le monde entier. Par conséquent, afin de prendre en compte les effets de l'épidémie de coronavirus, le modèle utilise les valeurs mensuelles des indices des directeurs d'achat pour la production dans les secteurs manufacturiers et des services de la zone euro, de la Chine, du Royaume-Uni et des États-Unis. Le modèle est estimé pour la période d'échantillonnage allant de janvier 2007 à mars 2020, en partie parce que les relations économiques entre les pays peuvent avoir été différentes avant la Grande Récession de 2008-2009, mais également pour intégrer les données relatives à la Chine. Le modèle tient également compte d'un facteur lié au commerce mondial, dont une approximation est fournie par l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial. Pour donner plus de visibilité à ce facteur, on suppose qu'il ne réagit qu'avec un décalage aux chocs engendrés par la production dans les secteurs manufacturier et des services des différents pays, tandis que l'activité économique de chaque pays réagit instantanément aux chocs commerciaux mondiaux. Les huit autres variables sont toutes modélisées en faisant l'hypothèse qu'un choc exerce sur la variable qui en est à l'origine un effet instantané plus important en valeur absolue que son effet sur les autres variables¹³.

Les données économétriques confirment le point de vue selon lequel les chocs extérieurs et domestiques sur l'activité manufacturière jouent un rôle essentiel dans l'explication du ralentissement de l'activité économique dans la zone euro entre janvier 2018 et février 2020. Les résultats du modèle suggèrent que le facteur extérieur a été la raison principale de la faiblesse de l'activité manufacturière dans la zone euro au premier semestre 2018, mais depuis l'été 2018, des chocs qui peuvent être imputables à des évolutions spécifiques au secteur automobile ont également joué un rôle central. Selon les résultats économétriques, 53 % de la baisse de l'activité manufacturière en 2018 sont imputables à des facteurs domestiques (cf. graphique D). Les données fournies par les indices des directeurs d'achat corroborent les résultats économétriques publiés dans le *Bulletin économique* en septembre 2019 pour expliquer les facteurs à l'origine du fléchissement de la croissance de la production industrielle dans la zone euro à cette époque¹⁴. La stabilisation de l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier enregistrée de janvier 2019 à février 2020 semble résulter d'évolutions extérieures, tandis que des facteurs domestiques ont continué de peser sur l'activité manufacturière. Du côté de l'offre, l'introduction de certaines réglementations environnementales dans l'UE a provoqué des perturbations temporaires dans l'industrie automobile. Certains grands producteurs automobiles ont intensifié leurs efforts pour accroître la production locale et les ventes de voitures électriques. Toutefois, les changements nécessaires dans les usines peuvent avoir entraîné des déficits de production temporaires. Du côté de la demande, l'incertitude relative à l'interdiction du diesel dans certains pays de la zone

13. La méthode d'identification des chocs est expliquée dans De Santis (R. A.) et Zimic (S), « *Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, n° 5, 2018, p. 727-747.

14. Cf. l'encadré intitulé « *Les raisons de la baisse de la production industrielle dans la zone euro : facteurs domestiques et facteurs extérieurs* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019. Le modèle décrit dans le présent encadré présente des caractéristiques très similaires à celles du modèle du *Bulletin économique* n° 6, 2019. Il remplace la production industrielle par l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier et ajoute l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services pour les quatre économies.

euro a entraîné une baisse de la demande de véhicules diesel et une évolution en faveur des véhicules à essence, en partie importés de pays hors zone euro. L'industrie automobile explique une grande partie des évolutions des biens d'équipement et des biens intermédiaires, car elle est fortement connectée entre secteurs et entre pays¹⁵. Il reste à déterminer dans quelle mesure ces facteurs domestiques temporaires et structurels, qui ont récemment joué un rôle dans la faiblesse de l'activité manufacturière de la zone euro, peuvent également affecter la reprise dans ce secteur à l'avenir.

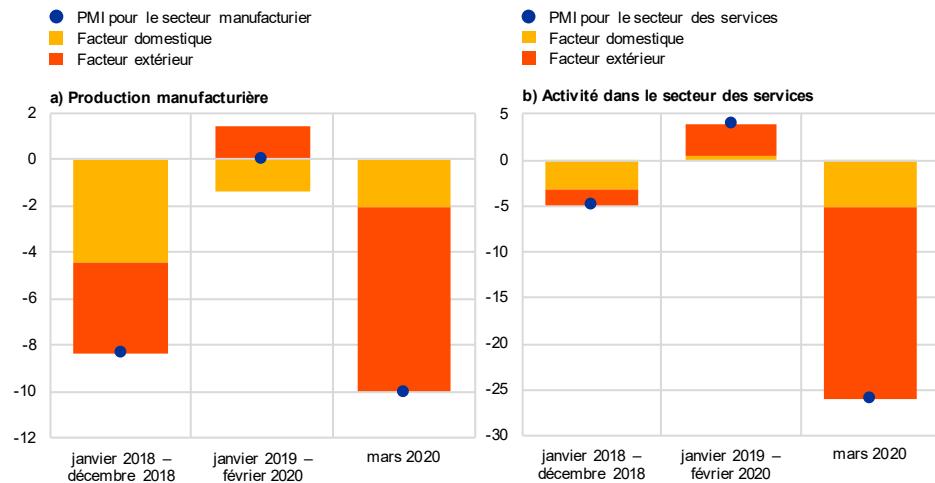
Les services ont également été affectés négativement par les évolutions extérieures et domestiques du secteur manufacturier, en raison du lien relativement étroit existant entre la production dans l'industrie automobile et certains secteurs des services, même si les services ont mieux résisté jusqu'en février 2020. Les résultats du modèle donnent à penser que les répercussions négatives du secteur manufacturier sur celui des services peuvent être significatives. Les services peuvent être affectés défavorablement par les liens relativement étroits existant entre la production dans l'industrie automobile, le crédit à la consommation et le commerce de détail. Cependant, le secteur des services dans son ensemble a fait preuve d'une plus grande résilience que le secteur manufacturier, car il a été moins affecté par les évolutions de l'industrie automobile et a bénéficié, comme tous les secteurs, de conditions de financement favorables. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services a commencé à diminuer à partir du deuxième trimestre 2018, initialement en raison des évolutions du commerce mondial, qui ont affecté directement le secteur manufacturier et indirectement les services, mais a augmenté ensuite entre janvier 2019 et février 2020 pour la même raison. Toutefois, l'activité sera fortement affectée par les mesures d'endiguement introduites pour lutter contre le coronavirus ainsi que par la réponse des autorités.

¹⁵ Cf. également « *The impact of the car industry slowdown from a global value chain perspective* » *Economic Bulletin*, n °2, Banco de España, 2019, p. 19-22.

Graphique D

Déterminants des indices des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier et du secteur des services dans la zone euro – facteurs domestiques et facteurs extérieurs

(variation cumulée de l'indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les chocs sur la production manufacturière et l'activité du secteur des services mesurées par les indices des directeurs d'achat dans les différents pays sont identifiés en utilisant la méthode des restrictions sur l'ampleur en valeur absolue (cf. De Santis (R.A.) et Zimic (S.), *op. cit.*).

La forte baisse des indices des directeurs d'achat en mars 2020, notamment dans les services, est sans précédent. Compte tenu de la propagation du coronavirus dans les différents pays, il est raisonnable d'avancer que la production en mars 2020 a résulté d'un choc mondial. Bien que les services soient moins dépendants des échanges commerciaux, ils sont devenus fortement corrélés à l'échelle mondiale en raison de la pandémie et des mesures communes qui ont été prises pour la contenir, à savoir l'adoption de politiques de distanciation sociale, recommandées également par l'Organisation mondiale de la Santé. Le modèle économétrique attribue une grande partie de l'effondrement des indices des directeurs d'achat relatifs à la production manufacturière et aux services dans la zone euro en mars au facteur extérieur, ce qui pourrait refléter la baisse du commerce mondial et l'incidence décalée du ralentissement mondial compte tenu de la forte diminution de l'activité économique en Chine en février. Il convient toutefois de souligner que les facteurs internes à la zone euro représentent également une part importante de la baisse dans les deux secteurs en mars 2020.

Globalement, l'épidémie mondiale provoque une baisse généralisée de l'activité économique dans la zone euro. De janvier 2018 à février 2020, les facteurs domestiques ont contribué en grande partie au recul de l'activité dans le secteur manufacturier, reflétant des facteurs temporaires et structurels liés à l'industrie automobile. La faiblesse marquée de l'activité dans le secteur manufacturier s'est propagée à certaines sous-composantes des services, mais dans l'ensemble, le secteur des services a résisté à ce choc négatif. L'activité économique dans la zone euro a fortement diminué en mars 2020, en raison de la propagation du virus et des mesures mises en œuvre pour le contenir. De nombreux pays dans le monde ont adopté des mesures depuis mars 2020 et les perspectives

économiques continueront d'être affectées par l'évolution de la pandémie, les mesures d'endiguement associées et la réponse des autorités. Au stade actuel, les perspectives économiques demeurent donc très incertaines.

3

Distinguer les chocs agrégés des chocs sectoriels

Maarten Dossche et Stylianos Zlatanos

Le ralentissement de la croissance enregistré en 2018-2019 s'est caractérisé par une divergence marquée entre la production industrielle et les ventes au détail. Dans ces deux secteurs, l'activité se caractérise habituellement par une corrélation positive, particulièrement en période de récession¹⁶. Toutefois, il existe également des épisodes de corrélation faible voire négative entre la croissance de la production industrielle et celle des ventes au détail (cf. graphique A). Malgré une forte contraction de la production industrielle, les ventes au détail se sont à peine ralenties en 2018-2019. Le présent encadré détermine, à l'aide de cette corrélation, si l'économie de la zone euro a été frappée par un choc agrégé ou un choc sectoriel. L'encadré tente ensuite d'établir si l'impact sur la production de ces deux types de choc diffère dans le temps. Le choc récemment causé par le COVID-19 est incontestablement un choc agrégé, qui a frappé simultanément la production industrielle et les ventes au détail. L'impact qu'il exercera au fil du temps sur l'activité économique demeure cependant incertain, dans la mesure où ses caractéristiques sont très différentes de celles des chocs agrégés passés.

Graphique A

Corrélation glissante entre production industrielle et ventes au détail



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : La corrélation entre la croissance en glissement annuel de la production industrielle et celle des ventes au détail repose sur une fenêtre glissante sur douze mois. Les barres grises correspondent aux périodes de récession telles que définies par le Centre de recherche sur la politique économique (Centre for Economic Policy Research, CEPR). La dernière observation se rapporte à février 2020.

La théorie du consommateur permet d'identifier les chocs agrégés et les chocs sectoriels. Selon l'hypothèse du revenu permanent, seuls les chocs inattendus permanents (ou persistants) sur le revenu agrégé (ou la production)

¹⁶ La corrélation positive entre les ventes au détail et la production industrielle joue un rôle important dans la procédure de datation des périodes de récession du NBER. Elle est également au centre de la définition que donnent Burns et Mitchell des cycles économiques, cf. Burns (A.) et Mitchell (W.), « Measuring Business Cycles », NBER Studies in Business Cycles, n° 2, National Bureau of Economic Research, 1946.

affectent la consommation privée, contrairement aux chocs transitoires¹⁷. Au niveau sectoriel, l'hypothèse du revenu permanent implique que les chocs transitoires affectent uniquement la production industrielle et non les ventes au détail (c'est-à-dire la consommation), tandis que les chocs permanents affectent l'activité dans les deux secteurs. Cette différence peut être utilisée comme une restriction d'identification zéro à court terme dans un modèle vectoriel autorégressif structurel à trois variables : les ventes au détail, la production industrielle et la croissance du PIB¹⁸.

L'hypothèse d'identification fait écho à la littérature relative aux chocs agrégés et sectoriels. Une corrélation positive entre secteurs ne constitue pas une condition suffisante pour qu'un choc soit considéré comme « agrégé »¹⁹. En raison des liens entrées-sorties, les chocs tant agrégés que sectoriels peuvent avoir des implications similaires pour différents secteurs. En phase avec une grande partie de la littérature empirique, la restriction zéro à court terme garantit que la corrélation conditionnelle entre les ventes au détail et la production industrielle soit nulle à l'impact dans le cas d'un choc sectoriel affectant la production industrielle²⁰.

¹⁷ Cf. également l'analyse de la littérature in Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *The Consumption Response to Income Changes* », *Annual Review of Economics*, vol. 2, 2010, p. 479-506.

¹⁸ La faible mise en œuvre de l'hypothèse d'identification implique que si toutes les conditions ne sont pas réunies pour que l'hypothèse du revenu permanent se vérifie (par exemple, les ménages soumis à des contraintes de crédit entraînant un degré excessif de sensibilité), l'hypothèse relative au calendrier permet toutefois de distinguer les chocs agrégés des chocs sectoriels.

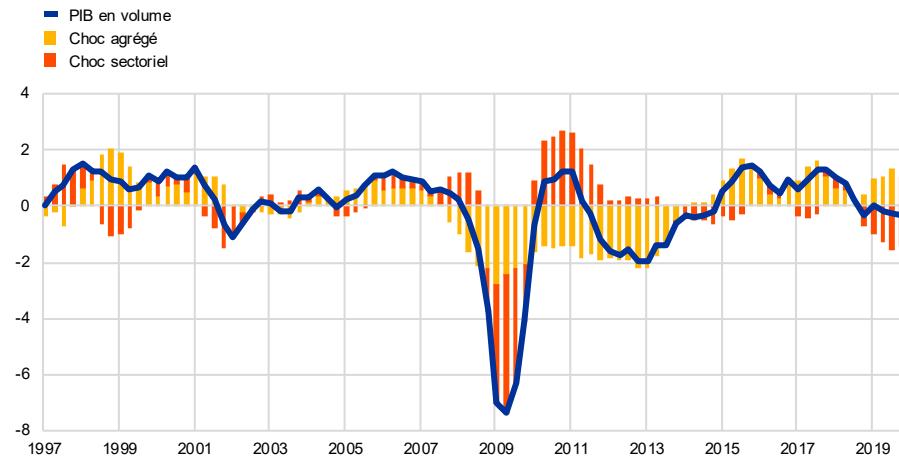
¹⁹ Cf. Long (J.) et Plosser (C.), « *Sectoral vs. Aggregate Shocks In The Business Cycle* », *American Economic Review*, vol. 77, n° 2, 1987, p. 333-336.

²⁰ Cf., par exemple : Atalay (E.), « *How Important Are Sectoral Shocks?* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n° 4, 2017, p. 254-280 ; Foerster (A.), Sarte (P.-D.) et Watson (M.), « *Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production* », *Journal of Political Economy*, vol. 119, n° 1, 2011, p. 1-38 ; Forni (M.) et Reichlin (L.), « *Let's Get Real: A Factor Analytical Approach to Disaggregated Business Cycle Dynamics* », *The Review of Economic Studies*, vol. 65, n° 3, 1998, p. 453-473 ; et Jimeno (J.), « *The relative importance of aggregate and sector-specific shocks at explaining aggregate and sectoral fluctuations* », *Economics Letters*, vol. 39, n° 4, 1992, p. 381-385.

Graphique B

Décomposition historique de la croissance du PIB

(écart à la moyenne en points de pourcentage en glissement annuel)



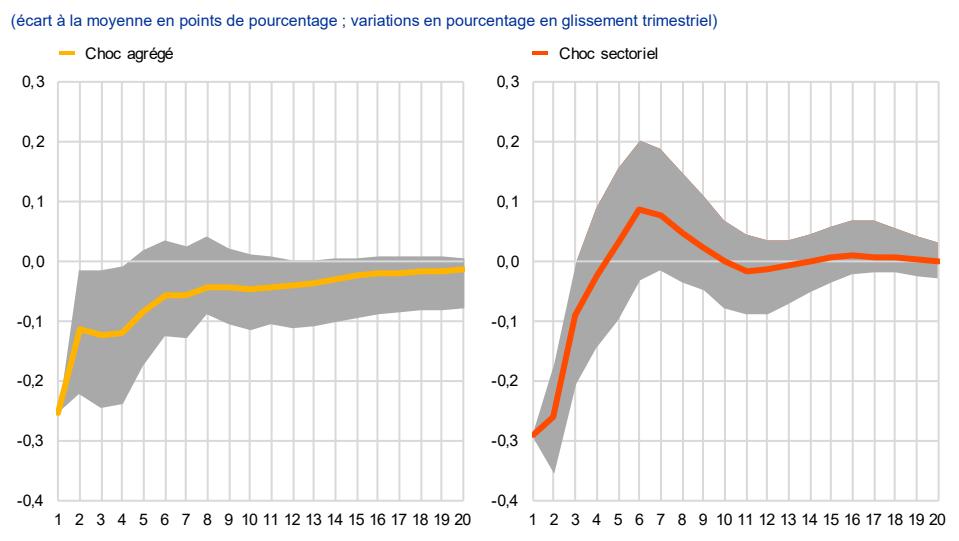
Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Calculs fondés sur une autorégression vectorielle structurelle à trois variables, les ventes au détail, la production industrielle et la croissance du PIB, avec une restriction zéro à court terme sur les ventes au détail. L'échantillon d'estimation couvre la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019.

Les chocs agrégés exercent sur l'activité économique un impact plus durable que les chocs sectoriels. La décomposition historique du PIB présentée dans le graphique B suggère que l'essentiel du ralentissement de la croissance du PIB observé en 2018-2019 peut s'expliquer par une série de chocs sectoriels défavorables (par exemple, les tensions commerciales et les questions environnementales dans le secteur des transports). Le graphique C montre que la réaction du PIB aux chocs agrégés est généralement plus durable que sa réaction aux chocs sectoriels. La croissance du PIB devenant rapidement positive à la suite d'un choc sectoriel défavorable, après dissipation des effets (transitoires), la production industrielle rejoint généralement le niveau des ventes au détail (et non l'inverse).

Graphique C

Réponses impulsionales de la croissance du PIB



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Les réponses impulsionales reflètent un choc négatif et sont dérivées d'une autorégression vectorielle structurelle à trois variables, les ventes au détail, la production industrielle et la croissance du PIB, avec une restriction zéro à court terme sur les ventes au détail. L'échantillon d'estimation couvre la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019. Les parties grisées correspondent aux intervalles de confiance à 90 %.

Le choc causé par le COVID-19 est très différent des chocs agrégés habituellement observés. La corrélation entre ventes au détail et production industrielle devrait à nouveau se renforcer, dans la mesure où l'on peut s'attendre à une contraction des ventes de produits manufacturés et des ventes au détail à partir de mars 2020. Compte tenu des différences importantes entre les caractéristiques du choc causé par le COVID-19 et celles des chocs agrégés passés, le cadre décrit ci-dessus n'est pas nécessairement bien adapté à l'analyse de la propagation du choc causé par le COVID-19. À moyen terme, son impact dépendra de plusieurs facteurs, en particulier la durée des confinements et l'efficacité des politiques visant à en atténuer les répercussions sur les ménages et les entreprises.

4

La mesure de l'inflation en période de crise économique

Omiros Kouavas, Riccardo Trezzi, Bernhard Goldhammer et Jakob Nordeman

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est calculé sur la base des pondérations des différentes composantes de la consommation, pondérations qui sont maintenues constantes sur une année civile donnée.

L'indice a donc pour objet de mesurer les variations de prix pures, sans tenir compte des ajustements dans les profils de consommation. En période de forte contraction économique comme celle causée aujourd'hui par la pandémie de coronavirus (COVID-19), ces ajustements peuvent intervenir sur des horizons plus courts.

Le présent encadré explique les problèmes de mesure de l'inflation à la fois dans le contexte de récessions économiques générales et dans la situation actuelle suscitée par le choc du COVID-19.

La mesure dans laquelle les consommateurs vont ajuster leurs profils de consommation en réponse à la crise du COVID-19 est entourée d'une très forte incertitude. D'après l'analyse de la BCE, la contraction du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 5 % et 12 % en 2020, selon trois hypothèses de scénario²¹. Les mesures prises par les autorités publiques vont, jusqu'à un certain point, atténuer les effets récessifs sur le revenu disponible des ménages. Néanmoins, l'impact sur le revenu et l'incertitude accrue vont très probablement entraîner des changements significatifs dans les profils de consommation des ménages. De plus, les effets directs des mesures de confinement ont déjà eu une incidence sur les profils de consommation, en raison de l'indisponibilité temporaire de certains biens et services.

Les ménages ajustent leurs profils de consommation en réponse à des chocs de revenu et de prix relatifs. Par exemple, face à une baisse du revenu disponible, les consommateurs ont tendance à privilégier les biens relativement moins onéreux au détriment des biens relativement plus onéreux, ou à se reporter plus fortement sur les produits de première nécessité²². Cette substitution a lieu entre les rubriques et catégories (par exemple entre l'alimentation et les loisirs) et entre les divers éléments d'une même rubrique (différentes marques d'un même produit)²³. Dans

²¹ Les trois scénarios relatifs à l'impact du COVID-19 sur l'activité réelle sont décrits dans l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

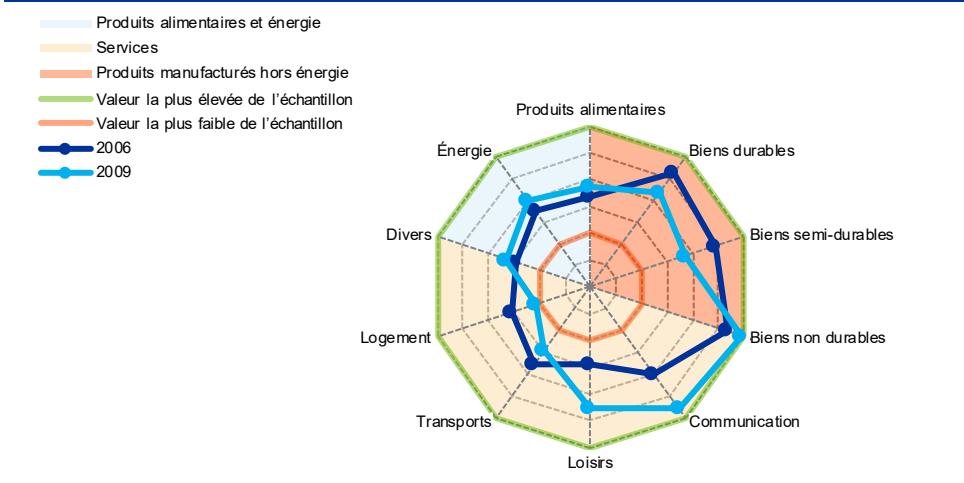
²² En outre, une baisse du revenu peut amplifier la mesure dans laquelle un ménage opère des substitutions au sein des catégories de produits, ce qui pose des difficultés de mesure. Par exemple, l'hypothèse selon laquelle le prix du produit X (de meilleure qualité) baisse plus vite que celui du produit Y (de moins bonne qualité) suggère normalement une modification de la part des dépenses en faveur du produit X. Toutefois, si les contraintes de revenu se renforcent, les consommateurs sont susceptibles de privilégier les produits ou les rubriques dont les prix sont moins élevés (produit Y) même si leur prix relatif a augmenté. Ces modifications et substitutions concernent non seulement les produits mais également les points de vente.

²³ Cf., par exemple, les études fondées sur des données microéconomiques et scannées de Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Hong (G. H.), « *The Cyclicity of Sales, Regular and Effective Prices: Business Cycle and Policy Implications* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, p. 993-1029, mars 2015, pour une comparaison des prix observés et des prix effectifs aux États-Unis, ou Kouavas (O.), « *Trading Down and Inflation* », *Unpublished manuscript*, 2019, au sujet des changements de produits consommés par rapport à leur qualité au cours des cycles d'activité et de l'impact sur les prix effectifs par rapport aux statistiques agrégées. Les deux études estiment le biais qui entraîne une cyclicité accrue des prix effectifs.

des circonstances extrêmes, les consommateurs peuvent même arrêter d'acheter certains biens et services si leur contrainte de budget se renforce. Toutefois, l'IPCH ne reflète pas ces modifications imminentes et vraisemblablement temporaires. Par conséquent, sa mesure de l'inflation tend à être plus élevée que l'accentuation de la hausse des dépenses totales des ménages, en raison des substitutions qu'ils opèrent en faveur de produits moins onéreux²⁴.

Graphique A

Ajustement des pondérations de l'IPCH de la zone euro durant la récession de 2008-2009



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente les pondérations de l'IPCH pour chaque catégorie à différentes dates. Pour chaque catégorie, les pondérations sont normalisées de sorte que le cercle intérieur représente la valeur (pondération) la plus faible depuis 2001 et le cercle extérieur, la valeur (pondération) la plus élevée depuis 2001.

Les épisodes passés de crise économique fournissent des exemples concrets de changement dans les pondérations des composantes de la consommation.

S'agissant par exemple de la crise financière de 2008, le graphique A présente les pondérations des principales catégories de l'IPCH à deux dates différentes, normalisées de sorte que les cercles intérieur et extérieur correspondent aux valeurs minimale et maximale pour chaque catégorie de l'échantillon sur la période allant de 2001 à 2020²⁵. Durant l'épisode de récession, les parts des dépenses de biens durables et semi-durables ont diminué tout comme celles consacrées aux services de logement et de transport, tandis que les parts des dépenses dédiées aux loisirs et

²⁴ Il convient de souligner que certains pays de la zone euro, notamment la Belgique et les Pays-Bas, utilisent déjà des données scannées dans une formule prenant en compte les variations de quantités de produits vendus. À titre d'exemple, cf. Chessa (A.), « *A new methodology for processing scanner data in the Dutch CPI* », EURONA 1, p. 49-69, juillet 2016.

²⁵ La limite de cette analyse est que, avant 2010, les pondérations de l'IPCH étaient mises à jour tous les cinq ans seulement dans certains pays et avec un décalage considérable (par exemple, au bout de trois ans seulement en Allemagne ; ainsi, les pondérations pour l'année de référence 2000 ont été introduites en 2003 et utilisées jusqu'en 2008). Par conséquent, nous avons vérifié les informations présentées dans le graphique A à l'aide des pondérations du déflateur des dépenses de consommation privée plutôt que de l'IPCH. Dans l'ensemble, les pondérations du déflateur des dépenses de consommation privée confirment largement les informations du graphique A.

à la communication ainsi qu'à l'énergie, aux produits alimentaires et aux biens non durables ont augmenté²⁶.

Au stade actuel, la consommation des ménages est affectée par des contraintes d'offre, comme la fermeture des commerces de détail ou la pénurie de certains produits dans les rayons. Les données à haute fréquence suggèrent que les modifications des dépenses liées à la crise actuelle pourraient impliquer des pondérations hors limites historiques pour les différentes catégories²⁷. Par exemple, en raison du confinement, la consommation privilégie les biens non durables et les produits alimentaires au détriment de l'énergie, des biens durables et semi-durables. Ces changements dans les profils de consommation sont vraisemblablement sans précédent mais très probablement aussi temporaires. Dans le graphique A, cela pourrait impliquer que la pondération des produits alimentaires sur la base des profils de consommation durant le confinement se situe sur le bord extérieur du graphique pour la plupart des catégories, dans la mesure où elle serait à la limite supérieure de sa fourchette historique. De la même manière, la pondération implicite des loisirs sur la base des données relatives à la consommation de services comme les restaurants, cafés et le tourisme se situerait sur le bord intérieur des évolutions historiques des pondérations. Cela étant, le profil effectif de consommation des ménages pour l'année en cours demeure entouré d'un degré élevé d'incertitude²⁸.

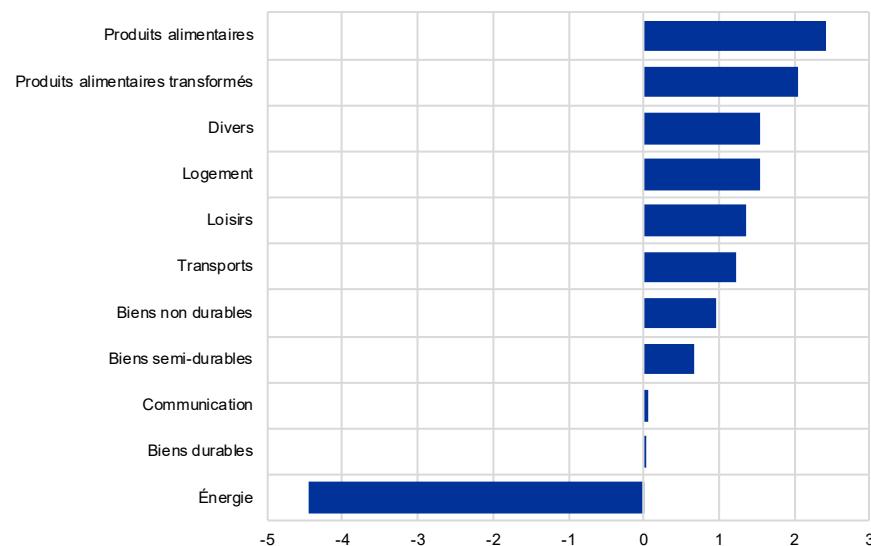
²⁶ Les pondérations présentées dans le graphique A sont le reflet *ex post* des modifications de dépenses telles qu'enregistrées dans les pondérations d'Eurostat pour l'année 2009. En pratique, elles risquent de sous-estimer les modifications en temps réel des parts des dépenses et pourraient être interprétées comme une limite inférieure étant donné le moment auquel intervient l'ajustement des pondérations, en particulier durant une grave récession.

²⁷ Concernant les services, cf. les données de la page OpenTable intitulée « *The state of the restaurant industry* ». En outre, cf. les données issues de « *Then and now: consumer CPG behavior during economic downturns* », IRI Consumer Spending Tracker, 25 mars 2020, et « *Italy provides insights into a new normal* », IRI report, 8 avril 2020. S'agissant des États-Unis, cf. par exemple Baker *et al.*, « *How Does Household Spending Respond to an Epidemic? Consumption During the 2020 COVID-19 Pandemic* », NBER working paper, avril 2020, ou « *Tracking the unprecedented impact of COVID-19 on U.S. CPG shopping behavior* », Nielsen report, mars 2020. Cf. également Carvalho *et al.*, « *Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data* » BBVA working paper n° 20/06, avril 2020.

²⁸ Les consommateurs risquent probablement de faire face – au moins à court terme – à des pénuries de produits et éventuellement à une hausse des prix. Le phénomène de substitution peut dépendre de la disponibilité des variétés de produits dans certaines catégories et donc entraîner des dépenses relatives plus importantes pour des qualités ou prix plus élevés. C'est le cas lorsque la demande pour une catégorie de produits excède l'offre, toutes les variétés ayant alors été vendues, ce qui a un impact sur la composition moyenne de variétés peu coûteuses à coûteuses qui ont été vendues.

Graphique B

Hétérogénéité des taux d'inflation des rubriques de l'IPCH de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique présente le dernier taux d'inflation annuel disponible pour chaque sous-catégorie de l'IPCH. Les données vont jusqu'à fin mars.

Lorsque les taux d'inflation diffèrent d'une sous-catégorie à l'autre, la prise en compte des changements dans les pondérations des composantes de la consommation aurait une incidence sur l'inflation mesurée par l'IPCH agrégé.

Les sous-catégories de l'IPCH affichant généralement des taux d'inflation différents, le report vers les rubriques de l'IPCH présentant de faibles taux d'inflation au détriment de celles présentant des taux d'inflation élevés (ou inversement) aurait une incidence sur le profil des taux d'inflation agrégés si cette substitution était prise en compte²⁹. Le graphique B montre l'hétérogénéité des taux d'inflation de chaque sous-catégorie en mars 2020. Actuellement, la sous-catégorie des produits alimentaires est celle qui affiche le taux d'inflation le plus élevé, tandis que l'énergie est celle qui enregistre la plus forte contraction. En outre, les prix réagissent de façon endogène aux conditions de la demande ; par conséquent, le report vers ou en provenance d'une catégorie est susceptible de faire augmenter ou baisser, respectivement, son taux d'inflation. Dans la situation actuelle, par exemple, une hausse de la demande de produits alimentaires ou pharmaceutiques est susceptible d'entraîner une hausse supplémentaire de leurs prix.

Les mesures restrictives mises en œuvre par les autorités européennes face au COVID-19 – telles que les fermetures de magasins ou les restrictions de déplacement – ont également un impact direct sur la collecte des prix.

Le confinement a perturbé la collecte des prix nécessaire au calcul de l'IPCH dans

²⁹ Au sein de l'IPCH, les pondérations sont actualisées tous les ans en février avec la publication en janvier de l'indice. Les pondérations pour l'année « t » sont établies à partir des données des comptes nationaux pour l'année t-2 (dernière année complète disponible au moment de leur publication), qui sont actualisées de manière à refléter le profil de consommation de l'année t-1. Cf. « *Harmonised Index of Consumer Prices – Methodological Manual* », Eurostat, novembre 2018.

plusieurs pays, parfois même lorsque les magasins restaient ouverts³⁰. Le cadre de l'IPCH rend obligatoire l'imputation des prix manquants, soit par référence à d'autres indices de prix de la même catégorie de produits ou d'une catégorie supérieure (jusqu'au niveau de l'ensemble des rubriques) soit par report des prix effectivement collectés le mois précédent³¹. La saisonnalité des indices de prix peut être imputée par référence au profil saisonnier de l'année précédente. Eurostat et les instituts nationaux de statistiques fournissent des métadonnées relatives aux méthodes d'imputation appliquées ainsi qu'une liste des sous-indices affectés. En termes de parts des dépenses, 4,8 % des indices de prix³² pour l'IPCH de la zone euro en mars sont considérés comme « faiblement fiables ». Ce pourcentage devrait augmenter en avril³³. Les métadonnées déjà publiées par Eurostat dans son estimation rapide du 30 avril montrent que 35 % des prix de l'IPCH de la zone euro ont été imputés³⁴.

Les imputations vont accroître l'importance relative des indices fiables dans l'IPCH. Leur pondération augmente implicitement si les éléments manquants sont imputés à l'aide d'autres sous-indices individuels ou de leurs agrégats. Les chiffres de l'IPCH résulteront donc de sous-indices agrégés pour lesquels il existe une hypothèse raisonnable de poursuite des ventes et pour lesquels les prix sous-jacents sont largement fondés sur des transactions effectives, comme les produits alimentaires (19,1 %) et l'énergie (9,8 %), ces catégories représentant à elles deux 29 % environ du panier total de l'IPCH. Ces deux catégories ont représenté l'essentiel de la variance de l'IPCH ces dernières années³⁵. D'autres catégories susceptibles de fournir des informations fiables sont les services de communication et les loyers, probablement moins touchés par le confinement. Outre ces problèmes de calcul, on ne peut ignorer la possibilité que certaines rubriques spécifiques affichent d'importantes variations de prix en raison de pénuries d'offre. Dans l'ensemble, l'impact sur l'IPCH des problèmes de collecte des prix ne peut être anticipé et les prochaines publications de l'IPCH devront être interprétées avec prudence.

Les évolutions économiques liées au COVID-19 représentent un défi pour l'analyse de l'inflation. Les agrégations de l'IPCH seront plus difficiles à interpréter en temps réel, étant donné que les profils de consommation sous-jacents sont en train de changer et que les indices de prix individuels risquent d'être affectés par des problèmes de mesure pendant un certain temps. Dans ce contexte, il peut être prudent de compléter l'analyse de l'IPCH par un examen plus approfondi des

³⁰ Pour plus de détails, cf. « *Guidance on the treatment of COVID-19-Crisis effects on data* », note méthodologique d'Eurostat 26 mars 2020.

³¹ Dans ce cas, on prend comme hypothèse que la variation de prix est égale à zéro au cours de la période d'imputation. Les directives (cf. note de bas de page 10) autorisent cette procédure dans les cas dûment justifiés, où on peut s'attendre à ce que le prix du produit reste le même lorsqu'il redeviendra disponible (musées, par exemple). Toutefois, un « report » de ce type a comme inconvénient d'introduire un biais dans l'indice en faveur d'une variation nulle des prix.

³² Dans ce contexte, l'indice des prix fait référence au niveau le plus bas dans chaque pays de la zone euro de la classification européenne des fonctions de consommation des ménages (*European Classification of Individual Consumption according to Purpose*).

³³ Les métadonnées respectives pour avril seront publiées par Eurostat le 20 mai.

³⁴ Ces données sont disponibles dans le [fichier](#) publié par Eurostat à la page de la méthodologie consacrée au COVID-19.

³⁵ Cf. le graphique 7 de la section 4 du présent *Bulletin économique*.

évolutions du niveau de prix des sous-indices. Les experts doivent avoir conscience de ces difficultés (temporaires) et en assurer le suivi.

Articles

1 La transmission des variations de taux de change à l'inflation dans la zone euro

Eva Ortega, Chiara Osbat et Ieva Rubene

1 Introduction

Les variations de taux de change jouent un rôle important dans l'explication des évolutions de l'inflation. Comprendre comment les variations du taux de change se transmettent à l'inflation et à la croissance constitue un pan essentiel de l'analyse économique. Le présent article résume les conclusions d'un groupe de recherche composé d'experts du Système européen de banques centrales (SEBC) qui, au cours des deux dernières années, a procédé à l'examen et à l'analyse de la transmission des variations de taux de change (*exchange rate pass-through*, ERPT) à l'inflation en Europe³⁶.

Le présent article fournit des estimations empiriques actualisées de la transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation et à la consommation dans la zone euro et dans les pays de l'UE. Il établit une distinction claire entre les estimations résultant d'équations de forme réduite, qui représentent des corrélations conditionnelles (ERPT), et la transmission de chocs identifiés, définis comme le « ratio prix/taux de change ». Ces estimations corroborent toutes la conclusion générale ressortant de la littérature selon laquelle l'incidence de la variation des taux de change sur les prix s'atténue le long de la chaîne des prix. La transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation résultant des équations de forme réduite représente environ un dixième de la transmission aux prix à l'importation. On constate généralement que ces estimations sont stables depuis la fin des années 1990, mais moins élevées que celles obtenues dans la littérature pour les décennies antérieures. Les estimations suggèrent également que, dans la zone euro, la transmission est plus forte lorsque les variations du taux de change sont importantes que lorsqu'elles sont faibles.

Les caractéristiques structurelles, telles que l'ouverture commerciale, l'intégration dans les chaînes de production internationales, la monnaie de facturation des échanges commerciaux et le pouvoir de marché, sont des éléments fondamentaux pour expliquer les différences entre pays et secteurs dans la transmission des variations de taux de change. En accord avec la littérature, une analyse menée à l'aide de données individuelles et de données

³⁶ Pour un rapport complet sur les conclusions du groupe d'experts, y compris une discussion plus détaillée au sujet de la définition de l'ERPT, des différents déterminants et des conclusions empiriques, ainsi qu'une liste de références plus complète que celle donnée dans le présent article, cf. Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), « *Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 241, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

sectorielles, et fondée sur les résultats de modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques (DSGE) macroéconomiques structurels, suggère qu'une participation accrue aux chaînes de valeur mondiales, des parts de marché plus importantes, la facturation en euro des importations de la zone euro (prix exprimés en monnaie locale) et une forte proportion de coûts de distribution locaux réduisent la transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation. En revanche, la transmission aux prix à la consommation s'accroît lorsque les importations représentent une part plus élevée de la consommation et que le circuit de distribution domestique est plus compétitif.

Outre les facteurs structurels mentionnés précédemment, la dynamique relative des prix et du taux de change dépend du choc qui les affecte. Établir une distinction entre la dépendance au type de choc et les caractéristiques structurelles est en partie réducteur dans la mesure où les deux interagissent : par exemple, un petit pays très ouvert aura tendance à être plus vulnérable à des chocs survenant à l'étranger, alors que dans un pays dont les importations sont majoritairement facturées en euro, la transmission des variations de taux de change aura tendance à être moins forte. Par conséquent, la dépendance au choc de la transmission des variations de taux de change dans un pays donné est susceptible d'être étroitement liée aux autres caractéristiques structurelles, mais cette considération n'est pas prise en compte dans le présent article. Les résultats fondés sur des modèles structurels suggèrent que la réaction des prix à la consommation (par rapport à celle du taux de change) est un peu plus forte lorsque les mouvements du taux de change résultent de chocs de politique monétaire et de chocs sur le taux de change même, que lorsque les variations du taux de change résultent de chocs sur l'offre domestique agrégée.

La transmission des variations de taux de change à l'inflation dépend de la politique monétaire. Les simulations réalisées à partir de modèles structurels montrent que plus la crédibilité et l'efficacité de la politique monétaire à contenir les tensions inflationnistes sont élevées, plus les estimations empiriques de forme réduite relatives à la transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation et à la consommation sont basses. Cette analyse montre également que lorsque les taux directeurs de la banque centrale ont atteint leur plancher effectif, la transmission est plus forte en présence d'une *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs et d'autres mesures non conventionnelles, telles que les taux de change planchers.

2 Principaux faits empiriques

2.1 Mesurer l'impact du taux de change sur les prix

Lorsqu'on étudie la transmission des variations du taux de change, et notamment lorsqu'on compare les estimations issues de différentes études, il est indispensable de distinguer les deux définitions de la transmission des variations de taux de change utilisées dans la littérature. La première définition

fait référence à l'ampleur estimée de la réaction des prix (à l'importation et à la consommation) à des variations du taux de change, exprimée à l'aide d'une équation de forme réduite. Dans cette définition, la transmission correspond au coefficient estimé sur le taux de change dans une régression linéaire. La seconde définition fait référence à la réaction des prix par rapport à celle du taux de change à la suite d'un choc (exogène) donné affectant le taux de change. Son estimation nécessite un modèle structurel avec effets de rétroaction, tel qu'une autorégression vectorielle structurelle (SVAR) ou des modèles DSGE³⁷. Le groupe d'experts du SEBC a introduit le terme de « ratio prix/taux de change » pour désigner ce deuxième concept. Le ratio prix/taux de change reflète mieux le co-mouvement entre les prix et les taux de change, car il prend en compte les divers canaux de transmission d'un choc économique sous-jacent, qui ne sont pas modélisés dans les équations uniques de forme réduite. Le présent article utilise le terme de « transmission des variations du taux de change, ou ERPT » lorsqu'il fait référence au premier concept, en le distinguant de la réaction relative des prix (ou quantités réelles) et des taux de change (ratio prix/taux de change) dans l'analyse de la dépendance au choc.

2.2 Estimations pour la zone euro fondées sur diverses approches

Une conclusion robuste issue de la littérature empirique est que l'incidence des taux de change sur l'inflation diminue le long de la chaîne de formation des prix. Elle est la plus forte et la plus rapide pour les prix à l'importation à la frontière, mais beaucoup plus faible et plus lente pour les prix à la consommation finaux, dans la mesure où les rigidités nominales et autres coins (ou « wedges ») s'accumulent tout au long du processus jusqu'aux prix à la consommation finaux. En général, on constate un mouvement simultané du taux de change effectif nominal et des prix qui est fort dans le cas des prix à l'importation, beaucoup plus faible s'agissant de l'indice des prix à la production et à peine visible pour les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie (cf. graphique 1).

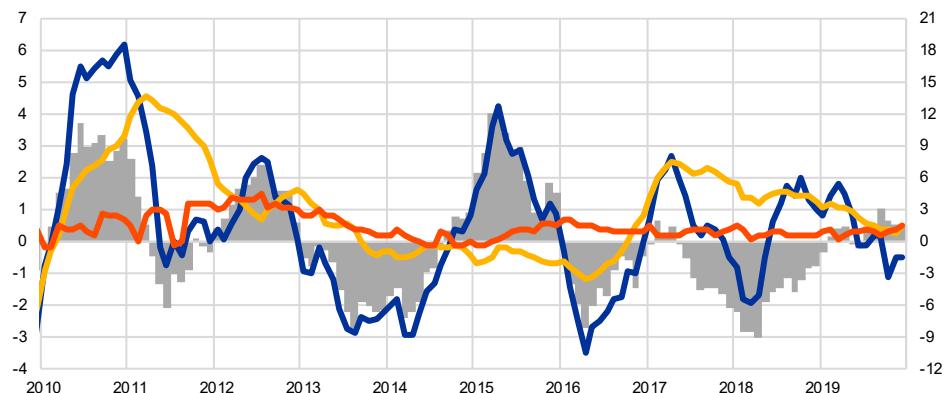
³⁷ La première notion d'ERPT peut également être obtenue à l'aide de modèles SVAR et DSGE, mais elle correspond alors au paramètre de transmission du taux de change dans une équation de prix, toutes choses étant égales par ailleurs. Par conséquent, elle fait abstraction de l'ensemble des réactions endogènes et des effets de rétroaction contenus dans les modèles structurels.

Graphique 1

Taux de change effectif nominal de l'euro, prix à l'importation, indice des prix à la production et prix à la consommation dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

- Prix des importations en provenance de pays extérieurs à la zone euro : industrie hors énergie et construction
- Indice total des prix à la production hors énergie et construction relatif aux ventes domestiques
- IPCH Produits manufacturés hors énergie
- TCEN-38 (échelle de droite)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Le TCEN-38 correspond au taux de change effectif nominal par rapport à 38 partenaires commerciaux. Les dernières observations se rapportent à décembre 2019.

Les estimations de forme réduite montrent que la transmission des variations de taux de change aux prix à la consommation représente environ un dixième de la transmission aux prix à l'importation. Les estimations de la transmission issues de la littérature sont souvent fondées sur différentes mesures des prix à l'importation ou de la hausse des prix à la consommation ainsi que d'autres mesures des taux de change, et couvrent différentes périodes. Lorsqu'on utilise des données homogènes, les résultats obtenus à l'aide de modèles de forme réduite suggèrent qu'une dépréciation de 1 % de l'euro entraîne une hausse moyenne de 0,30 % environ, sur un an, des prix des importations totales dans la zone euro (y compris les échanges commerciaux intra-zone euro) et dans ses pays membres. Sur la même période, l'IPCH total augmente de 0,04 % environ, bien que les estimations ne soient pas toujours très éloignées de zéro. Ces estimations pour les prix à l'importation et à la consommation se situent au bas de la fourchette des estimations provenant de la littérature³⁸. En ce qui concerne les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, la transmission médiane des variations de taux de change aux prix à la

³⁸ Cf., par exemple, Hahn (E.), « *Pass-Through of External Shocks to Euro Area Inflation* », *Working Paper Series*, n° 243, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2003 ; Hüfner (F.) et Schröder (M.), « *Exchange rate pass-through to consumer prices: a European perspective* », *Aussenwirtschaft*, vol. 58, n° 3, 2003, p. 383-412 ; Choudhri (E.), Faruqee (H.) et Hakura (D.), « *Explaining the exchange rate pass-through in different prices* », *Journal of International Economics*, vol. 65, n° 2, 2005, p. 349-374 ; Goldberg (L.) et Campa (J.), « *The sensitivity of the CPI to exchange rates: distribution margins, imported inputs, and the trade exposure* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n° 2, 2010, p. 392-407 ; et Ben Cheikh (N.) et Rault (C.), « *Investigating first-stage exchange rate pass-through: Sectoral and macro evidence from euro area countries* », *The World Economy*, vol. 40, n° 12, 2017, p. 2611-2638.

consommation est d'ampleur comparable, tandis que la transmission médiane aux prix à l'importation est légèrement plus élevée (comprise entre 0,4 % et 0,8 %) ³⁹.

La transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation dans la zone euro dans son ensemble a diminué à partir de la fin des années 1990, demeurant globalement stable au cours des deux dernières décennies, alors que la transmission aux prix à la consommation a été très faible au cours de la même période. Nos estimations sont plus basses que celles issues de la rare littérature existante sur la transmission des variations de taux de change dans la zone euro couvrant les décennies passées. Les estimations variables dans le temps pour la zone euro montrent que la transmission du taux de change effectif nominal de l'euro aux prix à l'importation hors zone euro a diminué, revenant de 0,8 % environ en 1999 à 0,3 % environ en 2008, avant de demeurer globalement inchangée par la suite ⁴⁰. La transmission des variations de taux de change aux prix des importations totales a été plus stable, ne diminuant que légèrement. L'estimation de la transmission aux prix à la consommation dans la zone euro, réalisée à partir de ce modèle, n'est pas significative d'un point de vue statistique sur la majeure partie de la période (cf. graphique 2).

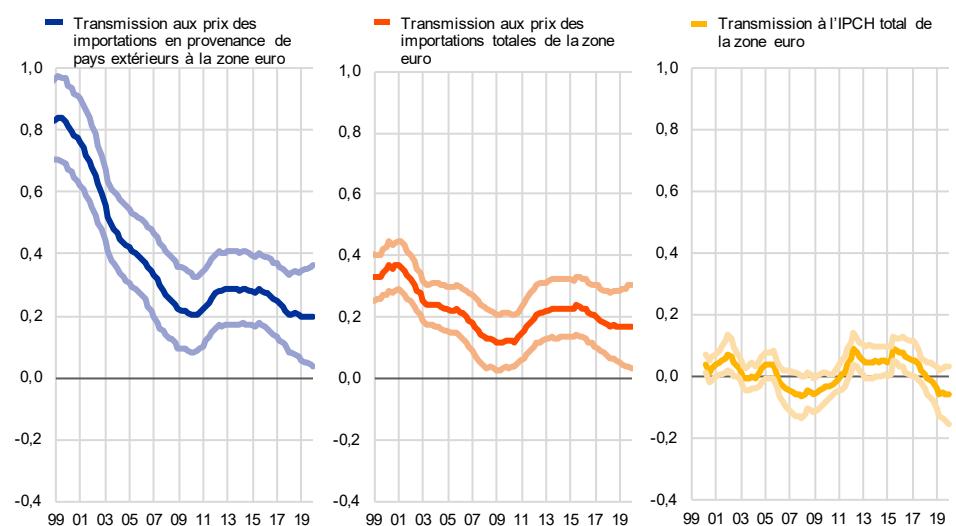
³⁹ Les estimations correspondent aux estimations médianes dans les différents pays pour la période allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2019 ; les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro recouvrent la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la Suède et le Royaume-Uni.

⁴⁰ Ce résultat est cohérent avec la diminution de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation et à la consommation depuis les années 1980 et 1990 telle qu'elle ressort de la littérature. Pour une analyse et une revue complète de la littérature, cf., par exemple, Campa (J.) et Goldberg (L.), « *Pass-Through of Exchange Rates to Consumption Prices: What has Changed and Why?* », dans Ito (T.) et Rose (A.) (eds.), *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy*, National Bureau of Economic Research, 2008, p. 139-176.

Graphique 2

Transmission variable dans le temps aux prix à l'importation et à la consommation dans la zone euro

(impact en % sur les prix au bout de quatre trimestres suivant une dépréciation de 1 % du taux de change effectif nominal de l'euro)



Source : Estimations de la BCE.

Notes : La transmission variable dans le temps aux prix à l'importation et à la consommation est estimée à l'aide de régressions à équation unique avec coefficients dérivés et volatilité stochastique à partir de données pour la période allant de 1995 (prix à l'importation) et 1997 (prix à la consommation) au quatrième trimestre 2019. Les lignes de couleur claire indiquent les 16^e et 84^epercentiles de la distribution postérieure et la ligne plus foncée, la médiane.

Les estimations variables dans le temps pour les pays de l'UE indiquent une transmission globalement stable des variations de taux de change aux prix à l'importation et à la consommation depuis la fin des années 1990.

La transmission aux prix à l'importation varie considérablement d'un pays à l'autre de la zone euro et de l'UE, mais elle est généralement plus élevée que pour les prix à la consommation dans la presque totalité des pays. La transmission aux prix des importations totales est considérablement plus élevée dans les pays de l'UE hors zone euro que dans ceux appartenant à la zone euro, notamment en raison de la prise en compte des échanges intra-zone dans les estimations relatives à la zone euro⁴¹.

Les données empiriques relatives à une réaction non linéaire des taux de change dans la zone euro et dans ses pays membres sont plutôt rares.

Un certain nombre de facteurs sont susceptibles d'entraîner une réaction non linéaire des prix à l'importation et à la consommation aux variations du taux de change. Des études empiriques suggèrent que l'impact sur les prix peut dépendre du sens de la variation (appréciation ou dépréciation)⁴² ou de son ampleur. L'impact peut également varier selon l'état de l'économie (par exemple, à différents points du cycle d'activité et à différents niveaux d'inflation ou degrés de variabilité de

⁴¹ Les estimations variables dans le temps de la transmission aux prix à l'importation et à la consommation des différents pays de l'UE sont présentées à la section 2.2 de Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

⁴² Pour une documentation sur la transmission asymétrique dans quelques économies avancées, cf. Delatte (A.-L.) et López-Villavicencio (A.), « Asymmetric exchange rate pass-through: Evidence from major countries », *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, n°3, 2012, p. 833-844.

l'inflation) ⁴³. Selon de nouvelles estimations relatives à la non-linéarité de la transmission des variations de taux de change dans la zone euro et dans ses pays membres, au bout d'un an, seules les fortes variations du taux de change ont une incidence sur les prix à l'importation dans la zone euro et sur l'IPCH total, ce qui est cohérent, par exemple, avec la rigidité des prix due aux coûts d'étiquetage ⁴⁴. D'après cette étude également, la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation et à la consommation dans la zone euro ne fait pas de différence entre dépréciation et appréciation, ce qui est conforme aux conclusions concernant le taux de change réel de la zone euro ⁴⁵.

La transmission des variations de taux de change dans les différents pays varie non seulement au niveau macroéconomique, mais également selon les secteurs. Plusieurs études ont montré que la transmission aux prix à l'importation est plus importante dans le cas de l'énergie que dans celui des produits manufacturés : en effet, les exportateurs opèrent dans une plus large mesure une discrimination par les prix entre les marchés de produits manufacturés qu'entre ceux de matières premières ⁴⁶. Une version actualisée de travaux antérieurs sur la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation dans la zone euro confirme ces résultats ⁴⁷. Plus spécifiquement, la transmission est plus forte pour les prix des importations de la zone euro dans les secteurs liés à l'énergie que dans l'industrie manufacturière. Des conclusions similaires ont également été tirées s'agissant de la transmission des variations de taux de change aux prix à la production. Parmi les sous-secteurs de l'industrie (hors construction), la transmission aux prix à la production est la plus forte dans la distribution d'électricité, de gaz et d'eau ainsi que dans le secteur de l'énergie et elle est la plus faible dans le secteur des biens d'équipement ⁴⁸.

3 Les caractéristiques structurelles sont fondamentales pour expliquer l'hétérogénéité de la transmission des variations de taux de change

Le lien entre taux de change et inflation dépend des caractéristiques structurelles des secteurs et des pays, ainsi que de leur évolution au fil du temps. Comme facteurs particulièrement pertinents, on peut citer la structure de

⁴³ Pour des travaux empiriques disponibles concernant la transmission non linéaire dans la zone euro, cf. les références de la section 2.3 à Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

⁴⁴ Cf. Colavecchio (R.) et Rubene (I.), « *Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach* », *Working Paper Series*, n° 2362, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020.

⁴⁵ Pour les conclusions relatives au taux de change réel, cf. Lane (P. R.) et Stracca (L.), « *Can appreciation be expansionary? Evidence from the euro area* », *Economic Policy*, vol. 33, n° 94, 2018, p. 225-264.

⁴⁶ Cf., par exemple, Campa (J.) et Goldberg (L.), « *Pass-Through of Exchange Rates to Consumption Prices: What has Changed and Why?* », *op. cit.* ; et Ben Cheikh (N.) et Rault (J.), *op. cit.*

⁴⁷ Cf. Osbat (C.), Sun (Y.) et Wagner (M.), « *Sectoral exchange rate pass-through in the euro area* », *Working Paper Series*, à paraître, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020. Ces résultats appellent une réserve dans la mesure où les estimations sont assorties d'intervalles de confiance larges mais, plus globalement, ils sont cohérents avec ceux dans Imbs (J.) et Mejean (I.), « *Elasticity Optimis* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n° 3, 2015, p. 43-83.

⁴⁸ Cf. Hahn (E.), « *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 796, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2007.

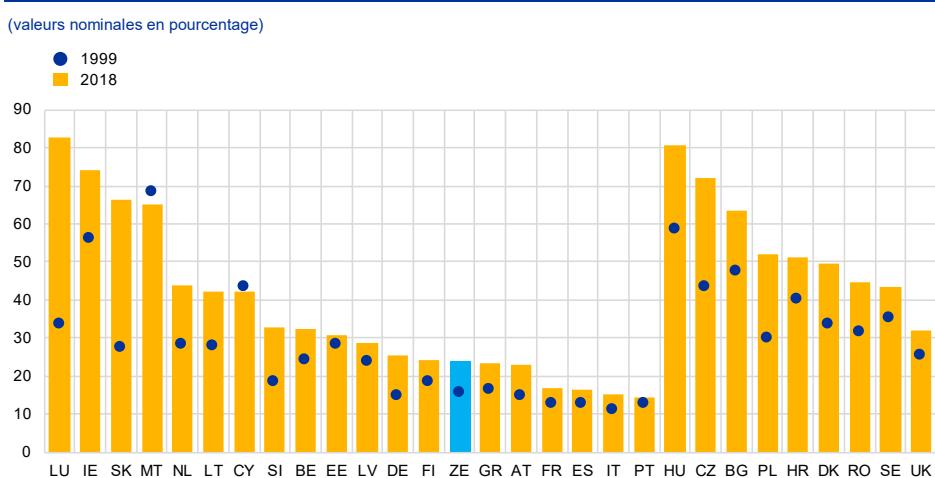
l'économie, la structure microéconomique et le comportement des entreprises, ainsi que l'environnement macroéconomique général, qui se reflètent dans les caractéristiques structurelles suivantes des pays et des secteurs : l'ouverture commerciale et la pénétration des importations, l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales, la monnaie de facturation des échanges commerciaux et le degré de concurrence et de concentration des marchés. Il est difficile de distinguer les effets de ces différents facteurs, dans la mesure où ils sont étroitement liés et déterminent conjointement les différences observées au fil du temps entre pays et secteurs dans la transmission des variations de taux de change. La présente section examine séparément les implications pour la transmission de chacune de ces quatre caractéristiques structurelles, mais s'abstient de les classer par ordre d'importance.

3.1 L'ouverture commerciale

Plus un pays est ouvert aux importations, plus l'incidence du taux de change sur les prix à l'importation et à la consommation est forte. La libéralisation des échanges, la diminution des coûts des échanges commerciaux et les avancées technologiques ont stimulé les flux commerciaux transfrontières et favorisé l'organisation de la production au sein de chaînes de production transfrontières. L'ouverture, telle que mesurée par la part du commerce extérieur dans le PIB, varie substantiellement entre les différentes économies de la zone euro et économies de l'UE hors zone euro – les pays de plus petite taille étant généralement plus ouverts aux échanges commerciaux. Dans la plupart des pays de l'UE, les importations représentent aujourd'hui un pourcentage plus élevé du PIB par rapport à 1999 (cf. graphique 3).

Graphique 3

Importations de biens et services en pourcentage du PIB



Sources : Base de données des projections de l'Eurosystème et Eurostat.

Notes : Le graphique présente les importations des pays de la zone euro en provenance de l'extérieur de la zone ainsi que les importations totales des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro. Les données pour Malte portent sur 2004 et celles pour l'Estonie et la Croatie, sur 2000 et non sur 1999.

La part des importations dans la consommation privée est très importante pour la transmission des variations de taux de change aux prix à la

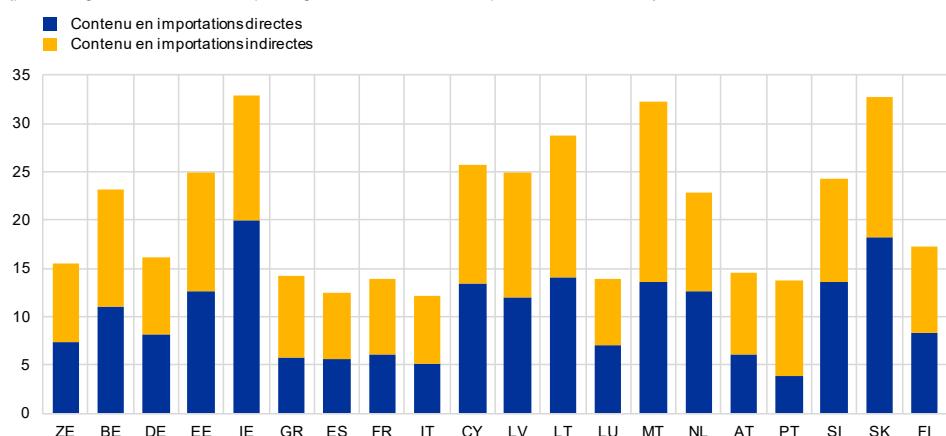
consommation. Le contenu en importations de la consommation privée se compose de deux parties. La première mesure la part des produits de consommation finaux directement importés d'autres pays (contenu en importations directes). La seconde mesure la part des consommations intermédiaires étrangères utilisées pour produire des biens de consommation domestiques (généralement appelée « contenu en importations indirectes »).

Le contenu total en importations (directes et indirectes) de la consommation privée dans la zone euro s'élevait à 16 % en 2014 et a suivi une tendance légèrement haussière depuis 1999 ⁴⁹. Le contenu en importations de la consommation privée varie d'un pays à l'autre, mais pour la plupart d'entre eux, la part des importations directes représente environ la moitié du contenu total en importations (cf. graphique 4). Les résultats des simulations réalisées à l'aide de modèles structurels DSGE montrent qu'un faible biais domestique (c'est-à-dire un fort contenu en importations dans la consommation) est un canal essentiel par lequel les variations de taux de change exercent une plus grande incidence sur les prix, comme le souligne la littérature ⁵⁰.

Graphique 4

Contenu en importations de l'IPCH total en 2014

(pourcentage de la consommation privée globale conforme à la composition de l'IPCH total)



Source : Calculs du groupe d'experts du SEBC fondés sur la méthodologie décrite par Schaefer (S.) dans l'encadré 1 d'Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

3.2 L'intégration dans les chaînes de valeur mondiales

Un autre déterminant important de l'ampleur de la transmission des variations de taux de change est l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales, non seulement d'un pays mais également de ses partenaires commerciaux.

Lorsque les consommations intermédiaires des pays qui exportent vers la zone euro proviennent en partie de la zone elle-même, une variation du taux de change de

⁴⁹ Cf. Schaefer (S.), « *Import share in the HICP consumption basket* », encadré 1, Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

⁵⁰ Cf., par exemple, De Walque (G.) et al., « *Low pass-through and high spillovers in NOEM: what does help and what does not* », mimeo, ECB inflation conference, 2019.

l'euro aura une incidence limitée sur les prix à l'importation dans la zone euro en raison d'effets qui se compensent au niveau des coûts des consommations intermédiaires.

Une plus forte participation aux chaînes de valeur mondiales est susceptible de réduire la transmission des variations de taux de change. D'après un modèle structurel à deux pays avec des échanges de biens intermédiaires et une fixation des prix échelonnée, plus la participation des partenaires commerciaux d'un pays aux chaînes de valeur mondiales est élevée, plus la transmission aux prix de ses importations est faible⁵¹. C'est ce que confirme une analyse menée à l'échelle sectorielle, selon laquelle plus l'utilisation dans la production de consommations intermédiaires importées du marché de destination est élevée, plus la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation est faible⁵².

Le degré auquel les prix à la consommation dans la zone euro dépendent des prix des consommations intermédiaires en provenance de l'extérieur de la zone est plutôt limité. D'après une étude récente, les échanges commerciaux liés à la chaîne d'approvisionnement, aussi bien au sein des secteurs domestiques qu'entre pays, sont un déterminant important des prix à la consommation⁵³. Les répercussions estimées de la chaîne d'approvisionnement sur les prix à la consommation peuvent être décomposées selon le pays d'origine, ce qui montre que le poids relatif des coûts des consommations intermédiaires étrangères pour l'ensemble de la zone euro est plutôt faible si l'on prend en compte l'effet des prix du pétrole (cf. graphique 5). Les résultats pour les différents pays varient, mais ils font apparaître des liens relativement étroits dans le processus de production au sein de la zone euro, qui pourraient atténuer l'incidence du taux de change sur les prix à la consommation domestiques. Dans le même temps, une analyse réalisée à l'aide d'un modèle DSGE pour la zone euro montre que la suppression du contenu en importations de la production et des exportations multiplierait par plus de deux la sensibilité des prix aux variations du taux de change au cours de la première année⁵⁴.

⁵¹ Cf., par exemple, Georgiadis (G.), Gräb (J.) et Khalil (M.), « *Global value chain participation and exchange rate pass-through* », *Working Paper Series*, n° 2327, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

⁵² D'après De Sores (F.) et al., « *Bought, sold, and bought again: the impact of complex value chains on export elasticities* », *Policy Research Working Papers*, n° WPS8535, Groupe Banque mondiale, Washington, D.C., 2018, la transmission aux prix à l'exportation diminue au fur et à mesure que le niveau de valeur ajoutée étrangère dans les exportations augmente.

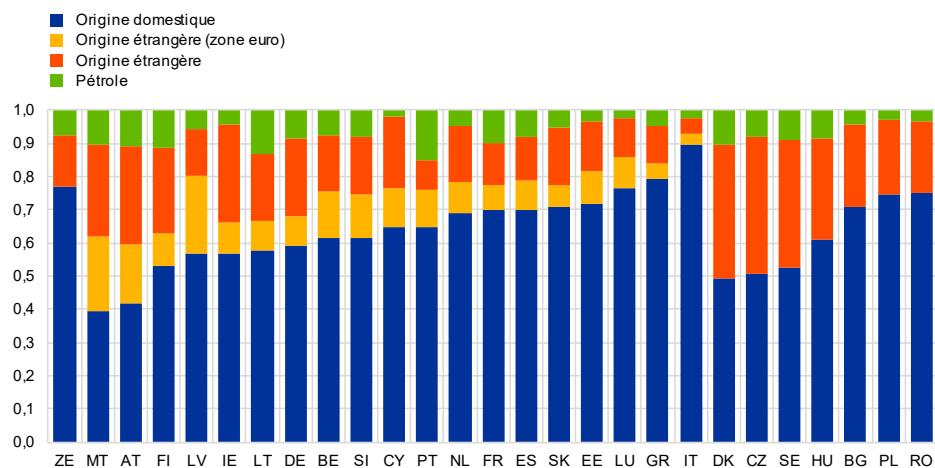
⁵³ Cf. le groupe de travail de la BCE sur les chaînes de valeur mondiales, « *The impact of global value chains on the euro area economy* », *Occasional Paper Series*, n° 221, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

⁵⁴ Cf. De Walque (G.) et al., *op. cit.*

Graphique 5

Importance relative pour l'inflation domestique des répercussions par le biais de la chaîne d'approvisionnement par origine

(part en pourcentage de l'effet total par le biais de la chaîne d'approvisionnement)



Source : Calculs de la BCE à l'aide de la base de données WIOD (World Input-Output Database) (2013).

Notes : La décomposition se fonde sur la méthode présentée à la section 4.1.3 du groupe de travail de la BCE sur les chaînes de valeur mondiales, *op.cit.* Les données se rapportent à 2008.

3.3 La monnaie de facturation

L'euro et le dollar sont les deux principales monnaies de facturation dans l'UE

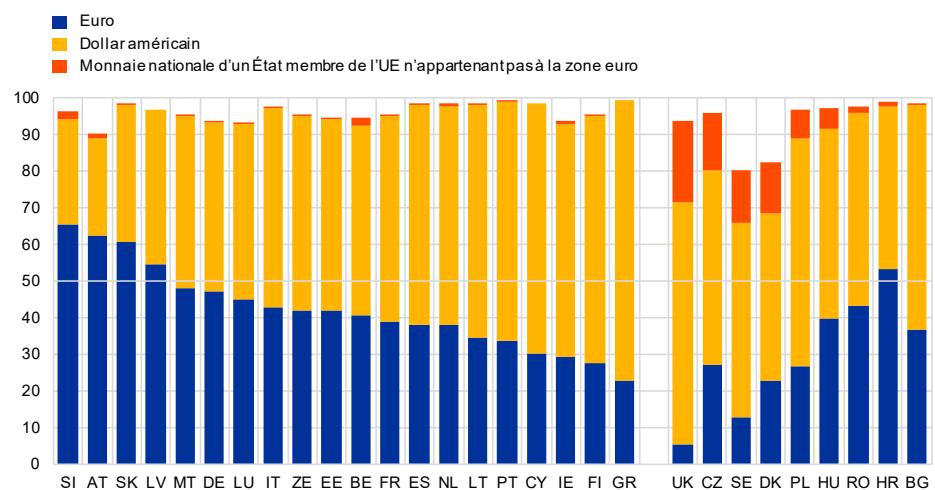
(cf. graphique 6). En dépit de variations entre les pays, une part importante des importations en provenance de l'extérieur de l'UE sont facturées en euro dans la plupart des pays. Cela suggère une transmission limitée des variations de taux de change aux prix dans la zone euro, étant donné la faible part des importations de la zone directement exposées à des fluctuations du taux de change. De plus, en raison de la taille relativement importante de la zone euro par rapport à celle des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone et du cadre du Marché unique de l'Union européenne, il est probable que les échanges commerciaux au sein de l'UE soient principalement facturés en euro⁵⁵.

⁵⁵ Selon les données d'Eurostat, les importations des pays de l'UE hors zone euro sont essentiellement facturées en monnaies dominantes (dollar et euro). Les importations de produits pétroliers dans la plupart des pays de la zone euro sont principalement libellées en dollar. Dans certains pays, la part élevée de la facturation en dollar est probablement aussi liée à l'activité des entreprises multinationales (par exemple en Irlande, aux Pays-Bas et à Malte).

Graphique 6

Monnaie de facturation des importations de biens en provenance de pays extérieurs à l'UE

(en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les données se rapportent à 2018, à l'exception de l'Estonie et de la zone euro pour lesquelles elles se rapportent à 2016.

La décision relative à la facturation constitue un canal actif par lequel les producteurs ajustent leurs prix en fonction de leur propre pouvoir de marché et des conditions locales de la concurrence ⁵⁶. Si une entreprise exportatrice facture dans sa propre monnaie, ou « prix exprimés dans la monnaie du producteur », ses prix seront plus sensibles à ses propres coûts et moins aux conditions de l'importateur. Cela accentuera la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation de l'importateur. À l'inverse, une facturation dans la monnaie de destination, ou « prix exprimés en monnaie locale », cela réduira la transmission. Enfin, les exportations facturées dans une monnaie tierce, ou « prix exprimés dans la monnaie dominante », rendent également les prix moins sensibles au taux de change bilatéral et plus sensibles aux évolutions de la monnaie dominante. Toutefois, la décision relative au choix de la monnaie de facturation principale affecte la transmission des variations de taux de change à court et moyen terme. Sur le long terme (souvent non pris en compte par les modèles empiriques), les producteurs peuvent modifier les prix qu'ils facturent lorsqu'ils négocient un nouveau contrat, indépendamment de la monnaie de facturation.

Ces considérations d'ordre conceptuel sont soutenues par deux nouvelles études empiriques spécifiques à deux pays, réalisées à l'aide de données individuelles. L'une de ces études constate une transmission beaucoup plus forte aux prix à l'importation danois lorsqu'ils sont libellés dans d'autres monnaies que lorsqu'ils sont libellés en couronne danoise ou en euro ⁵⁷. Une autre étude, qui

⁵⁶ Cf., par exemple, Bacchetta (P.) et van Wincoop (E.), « *A theory of the currency denomination of international trade* », *Journal of International Economics*, vol. 67, n° 2, 2005, p. 295-319 ; et Goldberg (L.) et Tille (C.), « *Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing: Synthesis and novel patterns* », *Journal of International Economics*, vol. 102, 2016, p. 173-187.

⁵⁷ Cf. Kristoffersen (M. S.), « *Invoicing currency and exchange rate pass-through to import prices in Danish firms* » , encadré 4, Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

s'appuie sur une analyse à l'échelle de l'entreprise des exportations italiennes, constate une transmission beaucoup plus faible des variations de taux de change aux prix des exportations italiennes lorsque celles-ci sont libellées en monnaie locale que lorsqu'elles sont facturées en monnaie dominante, tandis que la transmission est la plus forte lorsque les exportations sont facturées en monnaie du producteur⁵⁸.

La prise en compte de la part des importations facturées en euro réduit mécaniquement l'impact du taux de change via le canal de l'ouverture.

L'ouverture commerciale de l'ensemble de l'économie, mesurée par les importations en provenance de pays extérieurs à la zone euro en pourcentage du PIB et le contenu en importations de la consommation privée, serait réduite de presque moitié si on excluait les transactions libellées en euro⁵⁹. Par conséquent, ces mesures risquent de surestimer la sensibilité potentielle des prix aux mouvements du taux de change si la monnaie de facturation n'est pas prise en compte. Une alternative consisterait à ajuster les mesures du taux de change, par exemple en étudiant la possibilité d'utiliser la monnaie de facturation en complément des pondérations des échanges lors du calcul des taux de change effectifs nominaux ou des indices de prix à l'exportation des concurrents⁶⁰.

3.4 Le pouvoir de marché

La transmission des variations du taux change s'affaiblit quand la part de marché des exportateurs augmente, car les entreprises disposant d'un pouvoir de marché plus important ont tendance à ajuster leurs marges en réponse aux évolutions des taux de change afin de maintenir leurs parts de marché inchangées. En d'autres termes, quand il y a peu de concurrence, on peut s'attendre à ce que l'ERPT soit faible. Toutefois, il peut exister une relation en forme de U entre ERPT et pouvoir de marché. Dans un contexte de concurrence monopolistique, les parts de marché des exportateurs de très petite et de très grande taille sont peu affectées s'ils modifient leurs prix, et ils répercuteraient donc l'essentiel de la variation du taux de change sur les prix de vente. Les données empiriques relatives à cette non-linéarité ne permettent pas de tirer de conclusion, dans la mesure où certaines études concluent que l'ERPT diminue de façon monotone avec la part de marché⁶¹, tandis que d'autres confirment la relation en forme de U⁶². Une autre non-linéarité possible peut être liée à des contraintes de financement : pour les entreprises subissant des contraintes financières, la transmission des variations du taux de change peut être plus élevée, dans la mesure

⁵⁸ Cf. Borin (A.) et Mattevi (E.), « *Invoicing currency, ERPT to export prices and business activity: evidence from an analysis of Italian firms* », encadré 3, Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

⁵⁹ Comme évoqué précédemment, presque la moitié des échanges commerciaux hors UE de la zone euro sont libellés en euro.

⁶⁰ Les récentes contributions à la littérature vont dans la même direction. Cf., par exemple, Chen (N.), Chung (W.) et Novy (D.), « *Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through* », CESifo Working Paper Series, n° 7695, CESifo Group Munich, 2019.

⁶¹ Cf. Amiti (M.), Itsikhoki (O.) et Konings (J.), « *Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect* », *American Economic Review*, vol. 104, n° 7, 2014, p. 1942-1978.

⁶² Cf. Devereux (M. B.), Dong (W.) et Tomlin (B.), « *Importers and exporters in exchange rate pass-through and currency invoicing* », *Journal of International Economics*, vol. 105, 2017, p. 187-204.

où il leur est plus difficile de se couvrir contre les fluctuations du taux de change⁶³. Les grandes entreprises, en revanche, peuvent être en mesure de se couvrir contre les risques de change par le biais d'instruments financiers, ce qui diminuerait encore la sensibilité de leurs prix aux variations des taux de change⁶⁴.

Les marges de distribution locales ont également de l'importance. Lorsqu'ils sont confrontés à une concurrence forte, les distributeurs locaux absorbent les variations du taux de change dans leurs marges, réduisant ainsi la transmission aux prix à la consommation par rapport aux prix à la frontière. Une analyse utilisant les données quotidiennes relatives aux transactions pour les prix à la consommation des voyages organisés en Allemagne montre que la transmission des variations du taux de change est plus faible pour les services où les marges sont plus élevées (entreprises plus productives ou entreprises vendant des biens de meilleure qualité) et également pour ceux ayant des coûts de distribution plus importants⁶⁵.

4 Variation de l'ERPT : les chocs ont de l'importance

Outre les déterminants structurels qui viennent d'être analysés, l'impact des taux de change sur l'inflation dépend également de la combinaison de chocs affectant l'économie à chacun des moments considérés⁶⁶. Sept modèles DSGE différents pour la zone euro ont été utilisés pour obtenir des simulations pour quatre types de chocs : un choc de taux de change exogène, un choc de demande intérieure, un choc d'offre intérieure et un choc de politique monétaire. Comme décrit dans la section 2.1, le ratio prix/taux de change constitue une mesure appropriée de l'impact du taux de change sur l'inflation lorsqu'il est analysé à travers le prisme des modèles DSGE. Les résultats pour cette mesure sont par conséquent examinés ci-après.

Les résultats médians pour les différents modèles montrent que c'est après un choc de politique monétaire que la réaction relative des prix des importations au taux de change (le ratio prix/taux de change) est la plus forte. Ce ratio est également élevé après un choc de taux de change, mais légèrement plus faible après des chocs de demande et d'offre (cf. la partie a du graphique 7). Les ratios prix/taux de change pour les prix à la consommation sont plus bas que pour les prix à l'importation après tous les chocs, même si l'écart diminue sur les horizons à plus long terme. L'importance relative des chocs est comparable (cf. la partie b du graphique 7). Dans l'ensemble, les résultats sont relativement comparables entre ces différents modèles pour les chocs de taux de change et de politique monétaire. L'incertitude

⁶³ Cf. Strasser (G.), « *Exchange rate pass-through and credit constraints* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n° 1, 2013, p. 25-38.

⁶⁴ Cf. Dekle (R.) et Ryoo (H.), « *Exchange rate fluctuations, financing constraints, hedging, and exports: Evidence from firm level data* », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 17, n° 5, 2007, p. 437-451.

⁶⁵ Cf. Nagengast (A.), Bursian (D.) et Menz (J.-O.), « *Dynamic pricing and exchange rate pass-through: Evidence from transaction-level data* », *Discussion Papers*, n° 16/2020, Deutsche Bundesbank, Francfort-sur-le-Main, 2020.

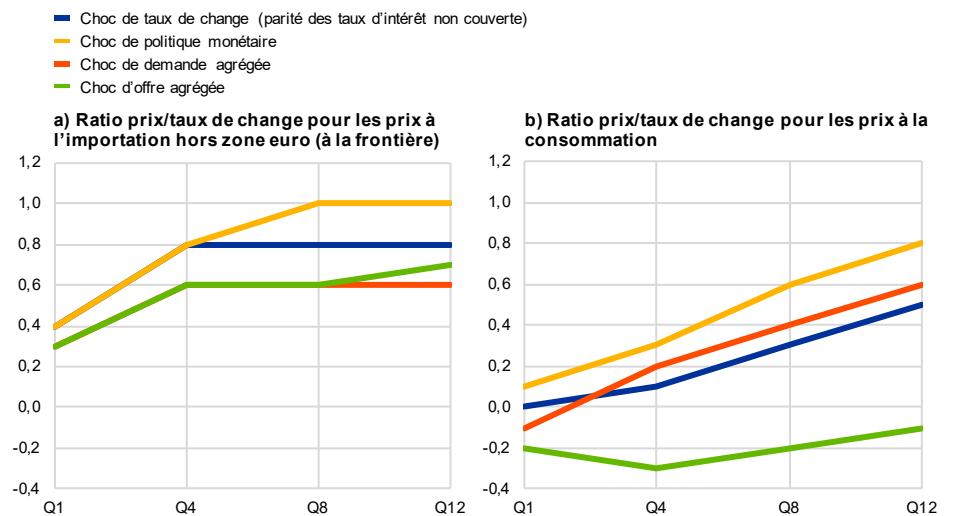
⁶⁶ Cf., par exemple, Corsetti (G.) et Dedola (L.), « *A macroeconomic model of international price discrimination* », *Journal of International Economics*, vol. 67, n° 1, 2005, p. 129-155 ; et Forbes (K.), Hjortsoe (I.) et Nenova (T.), « *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through* », *Journal of International Economics*, vol. 114, 2018, p. 255-275.

est plus importante pour les réactions aux chocs de demande et d'offre agrégées, comme le montrent les fourchettes interquartiles relativement larges des résultats, en particulier sur les horizons à plus long terme⁶⁷.

Graphique 7

Ratios prix/taux de change en fonction des chocs pour la zone euro

(en points de pourcentage)



Source : Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

Notes : Le choc de taux de change est défini comme une dépréciation du change effectif nominal de l'euro. Le graphique présente l'estimation médiane pour chaque choc et chaque horizon ressortant des modèles DSGE pour la zone euro développés à la Banca d'Italia, à la Suomen Pankki – Banque de Finlande (inclusa uniquement pour les prix à la consommation et exclue de la médiane pour le choc d'offre agrégée), à la De Nederlandsche Bank, à la Deutsche Bundesbank, à la BCE, à la Banque Nationale de Belgique et à la Banca Națională a României. Pour plus d'informations sur les modèles, cf. le tableau 3 dans Ortega (E.) et Osbat (C.) (*op. cit.*)

Les estimations des réactions du ratio prix/taux de change obtenues en utilisant les modèles VAR structurels (SVAR) mettent en évidence des réactions au moment de l'impact similaires à celles obtenues à partir des modèles DSGE, mais font apparaître un profil d'évolution légèrement différent par la suite. Cela reflète la nature des modèles DSGE, dans la mesure où, par rapport aux modèles SVAR, ils modélisent de façon plus explicite les caractéristiques structurelles de l'économie telles que la rigidité des prix, le contenu en importations, les effets du secteur de la distribution et la réorientation des biens domestiques vers les biens étrangers en réponse aux variations des prix. De plus, les modèles DSGE recouvrent des rétro-interactions diversifiées au sein d'une économie qui sont prises en compte de manière moins explicite dans les modèles SVAR (telles que les réponses de politique monétaire).

L'analyse de sensibilité confirme que les caractéristiques structurelles de l'économie ont une importance pour le ratio prix/taux de change après un choc de taux de change. Des simulations réalisées en utilisant un modèle DSGE pour la zone euro développé dans De Walque *et al.* montrent qu'une rigidité nominale plus élevée des prix à l'importation fait nettement baisser le ratio prix/taux de change

⁶⁷ Pour une comparaison plus détaillée et une analyse des ratios prix/taux de change obtenus à partir des modèles DSGE et SVAR, cf. la section 4 dans Ortega (E.) et Osbat (C.) (*op.cit.*)

pour les prix à l'importation à la frontière⁶⁸. Cet effet disparaît après un an environ, horizon au-delà duquel les prix sont autorisés à s'ajuster dans la spécification de base. Un moindre recours aux biens intermédiaires importés dans la production domestique, notamment pour produire des exportations, accroît, quant à lui, le ratio prix/taux de change pour les prix à la consommation, car une part plus importante de la consommation domestique est soumise à des effets de réorientation des dépenses et la politique monétaire réagit plus activement. Il a été constaté que les marges du secteur de la distribution n'ont pas d'impact significatif sur les résultats⁶⁹.

Qualitativement, les estimations du ratio prix/taux de change sont relativement robustes entre les différents modèles DSGE pour les chocs de politique monétaire et de taux de change, mais il est beaucoup plus incertain d'évaluer quelle combinaison exacte de chocs détermine les variations du taux de change à un moment donné. La littérature récente prône l'utilisation des modèles SVAR pour obtenir de telles décompositions du taux de change⁷⁰. Les résultats issus de quatre modèles SVAR alternatifs pour la zone euro montrent que les résultats sont relativement comparables s'agissant de la réaction des prix à un type de choc donné, mais assez différents selon les modèles en ce qui concerne les contributions historiques de chaque choc aux variations du taux de change au fil du temps⁷¹. Cette incertitude importante entourant la décomposition exacte du choc à un moment donné incite à ne pas s'appuyer sur un modèle spécifique quand on évalue quels sont les chocs qui déterminent les variations du taux de change.

Même si cet article porte principalement sur l'étude de l'impact du taux de change sur les prix, l'analyse fondée sur les modèles qui est utilisée fournit naturellement aussi des informations sur l'incidence des taux de change sur la croissance. Parallèlement au ratio prix/taux de change, les estimations du ratio croissance/taux de change obtenues à partir des modèles DSGE montrent que la croissance du PIB en volume dans la zone euro est dopée à la suite des dépréciations du taux de change dues à des chocs de politique monétaire. Toutefois, l'incertitude entourant les estimations est légèrement plus importante pour la croissance que pour les prix. L'encadré 1 présente brièvement les principales conclusions relatives à l'impact des taux de change sur la croissance et à leur sensibilité à certaines caractéristiques structurelles.

⁶⁸ Pour plus de détails sur le modèle utilisé, cf. De Walque (G.) et al., « *An estimated two-country EA-US model with limited exchange rate pass-through* », NBB Working Papers, n° 317, Banque nationale de Belgique, 2017.

⁶⁹ Pour une analyse plus détaillée, cf. la section 4.3.1 dans Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

⁷⁰ Cf., par exemple, Forbes (K.) et al., « *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through* », *Journal of International Economics*, vol. 114, 2018, p. 255-275.

⁷¹ Les quatre modèles SVAR utilisés sont tirés de : a) Comunale(M.) et Kunovac (D.), « *Exchange rate pass-through in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2003, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017 ; b) une version actualisée de Conti (A.) et al., « *Low inflation and monetary policy in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2005, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017 ; c) un modèle pour la zone euro utilisant une identification présentée dans Forbes (K.) et al., *op. cit.* ; et d) Leiva-Leon (D.) et al., « *Exchange rate shocks and inflation comovement in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2383, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020. La comparaison des modèles montre que lorsqu'un choc de politique monétaire spécifique *ex ante* peut être identifié, tel que l'annonce du programme d'achats d'actifs par la BCE en 2014, alors les modèles s'accordent globalement sur les chocs principaux qui déterminent le taux de change. Cf. par exemple, la section 5 dans Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.* ; et Comunale (M.), « *Shock dependence of exchange rate pass-through: a comparative analysis of BVARs and DSGEs* », *Working Paper Series*, n° 75/2020, Banque de Lituanie, 2020.

Encadré 1

Impact des taux de change sur la croissance du PIB en volume

Jaime Martínez-Martín

Cet encadré examine le lien entre taux de change et croissance du PIB en volume au fil du temps, ce qui est étroitement lié à l'analyse de l'impact du taux de change sur l'inflation. Les canaux de transmission indirects à travers l'économie réelle sont importants car les fluctuations du taux de change affectent non seulement les prix mais également l'activité économique, ce qui pourrait à son tour entraîner des variations des prix.

L'exercice est réalisé par le biais de simulations dans plusieurs modèles : des modèles DSGE en économie ouverte et des modèles VAR structurels pour la zone euro⁷². Les modèles comportent des spécifications et des valeurs de paramètres différentes ; par conséquent la comparaison entre les modèles permet d'avoir des résultats plus robustes concernant les effets de taux de change qui seront obtenus⁷³.

Le taux de change est une variable endogène, dont la contribution à la croissance peut varier au fil du temps et dépend du type de choc qui la fait évoluer. En suivant l'approche présentée dans la littérature, il est possible de calculer une mesure, variable dans le temps et dépendante des chocs, de la réaction relative de la croissance et du taux de change lui-même, subordonnée aux chocs sur la politique monétaire intérieure, le taux de change, la demande intérieure agrégée et l'offre intérieure agrégée⁷⁴. De façon analogue au ratio prix/taux de change, il est possible de définir un « ratio croissance/taux de change ». Le graphique A présente les simulations relatives à ce ratio après un choc de taux de change (c'est-à-dire un choc sur la parité des taux d'intérêt non couverte (PTINC)), calculées à partir d'un modèle DSGE pour la zone euro développé par De Walque et ses co-auteurs⁷⁵.

⁷² Tous les modèles DSGE sont fondés sur un cadre néo-keynésien, c'est-à-dire sur les rigidités nominales (des prix et/ou des salaires). La politique monétaire, modélisée par une règle d'interaction (de Taylor) systématique sur le taux d'intérêt directeur à court terme, a un rôle de stabilisation non négligeable.

⁷³ Pour une revue de la littérature relative à l'impact du taux de change sur la croissance, cf. Eichengreen (B.), « *The real exchange rate and economic growth* », *Commission on Growth and Development Working Paper*, n° 4, Banque mondiale, Washington, D.C., 2008. Pour une approche plus récente, cf. Habib (M. M.) et al., « *The real exchange rate and economic growth: Revisiting the case using external instruments* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 73, 2017, p. 386-398.

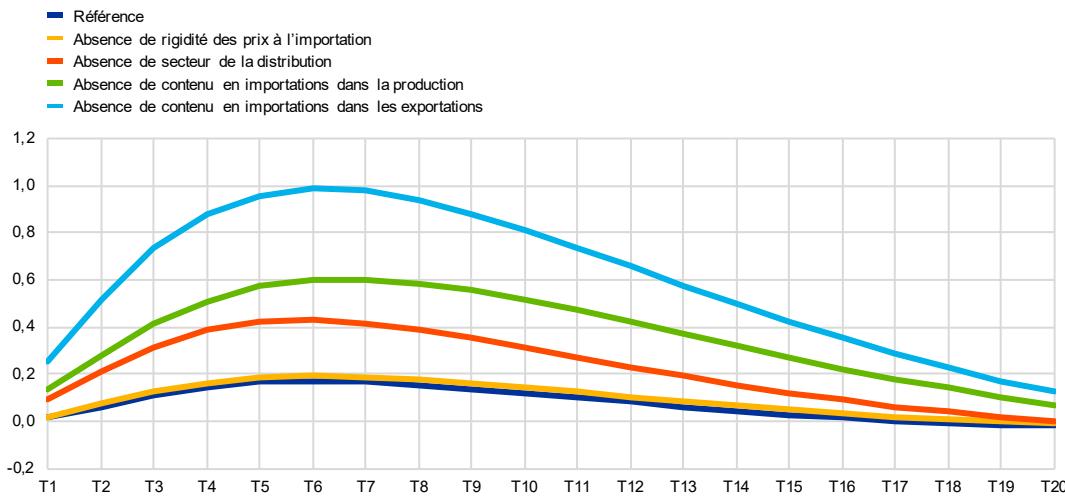
⁷⁴ Cette approche a été proposée pour la première fois dans Shambaugh (J.), « *A new look at pass-through* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 4, 2008, p. 560-594, et popularisée par Forbes et ses co-auteurs, par exemple dans Forbes (K.) et al., *op. cit.*

⁷⁵ Pour une description du modèle, cf. De Walque (G.) et al., *op. cit.*

Graphique A

Ratios croissance/taux de change et analyse de sensibilité pour le choc de taux de change (PTINC)

(en points de pourcentage)



Source : Calculs d'un groupe d'experts du SEBC à partir du modèle développé par De Walque (G.) et al., *op. cit.*

Notes : Une hausse du taux de change nominal correspond à une dépréciation de l'euro en termes nominaux La croissance du PIB est mesurée en termes réels. La simulation montre l'impact en point de pourcentage après un choc de PTINC de + 1 %, qui suit un processus autorégressif d'ordre un avec une persistance fixée à 0,9.

Les ratios croissance/taux de change correspondant au cas de référence laissent penser que le PIB n'augmente que légèrement (cf. graphique A). Le mécanisme de transmission fonctionne comme suit : compte tenu de la dépréciation du taux de change, les prix à l'importation augmentent à la frontière et les ménages de la zone euro remplacent les obligations libellées en dollars par des obligations libellées en euros en raison de rendements plus élevés⁷⁶. Dans le même temps, les prix à l'exportation (exprimés dans la monnaie du marché de destination) baissent et l'effet de réorientation des dépenses induit favorise les exportations de la zone euro et réduit ses importations. Globalement, les prix à la consommation augmentent à la suite de la hausse des prix à l'importation de la zone euro. La banque centrale relève le taux directeur pour contrebalancer la montée des tensions inflationnistes. Le taux directeur et la prime de risque plus élevés incitent les ménages et les entreprises à réduire la consommation et l'investissement dans la zone euro. Ainsi, le PIB n'augmente que légèrement en raison d'exportations nettes plus élevées.

L'analyse de sensibilité pour le choc de PTINC donne une indication du rôle respectif des différents facteurs structurés examinés : a) les prix de gros à l'importation (à la frontière) sont totalement flexibles ; b) il n'existe pas de secteur de la distribution ; c) on n'intègre pas de biens intermédiaires étrangers dans la production intérieure ; et d) les exportations n'ont pas de contenu en importations⁷⁷. Les résultats montrent, premièrement, qu'en l'absence de rigidités nominales des prix à l'importation, la réaction implicite de ces prix à la frontière est presque deux fois plus importante au moment de l'impact mais rejoint la valeur de référence après un an. Deuxièmement, en l'absence de marges du secteur de la distribution, l'effet de réorientation des dépenses induit

⁷⁶ Le prix à l'importation au niveau agrégé ne s'ajuste que graduellement aux variations du taux de change en raison du signal de Calvo dépendant du temps qui est reçu par les différentes entreprises (les entreprises ajustent les marges à court terme). L'ajustement des prix à l'importation est moins important au niveau des consommateurs qu'à la frontière, car les prix des services de distribution évoluent plus progressivement.

⁷⁷ Pour une explication plus détaillée du fonctionnement du mécanisme de transmission lorsque l'on passe d'une hypothèse à l'autre, cf. De Walque (G.) et al., *op. cit.*

par la dévaluation est plus fort, de telle sorte que les exportations nettes et le PIB s'améliorent par rapport à la valeur de référence. Troisièmement, une fois les biens intermédiaires étrangers retirés de la liste des facteurs de production, le calibrage de la part des biens de consommation importés est multiplié par deux afin de maintenir le ratio importations/PIB inchangé entre les différentes simulations. Le poids plus important des biens importés dans le panier de consommation amplifie l'effet du taux de change sur la dynamique des prix à la consommation, la politique monétaire et, par conséquent, la croissance du PIB. Enfin, quand les biens intermédiaires étrangers et le contenu en importations des exportations reçoivent tous deux une valeur égale à zéro, et que la part calibrée des importations dans le panier de consommation est accrue pour correspondre au ratio importations/PIB, la réaction du PIB devient environ quatre fois plus importante que dans le scénario de référence pour la première année.

Les estimations de l'effet des variations du taux de change sur la croissance du PIB mettent en évidence un désaccord relativement important entre les différents modèles. Les estimations du ratio croissance/taux de change obtenues à partir de sept modèles DSGE pour la zone euro laissent penser que la croissance du PIB en volume dans la zone euro s'accélère rapidement à court terme après des dépréciations du taux de change dues à des chocs de politique monétaire et des chocs d'offre intérieure (cf. tableau A). Toutefois, les dépréciations dues à des chocs de taux de change exogènes expliquent un très faible pourcentage de la variation de la croissance du PIB.

Les résultats obtenus à partir de quatre modèles SVAR mettent, quant à eux, en évidence des effets importants dans les différents modèles pour les chocs de taux de change exogènes et les chocs de demande intérieure. Dans l'ensemble, l'impact des chocs de taux de change sur la croissance du PIB est moins évident que sur les prix. Après prise en compte des effets d'équilibre général et de la dynamique des séries temporelles, l'incertitude entourant les estimations est plus importante pour la croissance que pour les prix⁷⁸.

Tableau A

Estimations empiriques des ratios PIB en volume/taux de change en fonction des chocs dans la zone euro

Choc	Horizon	Médiane, modèle DSGE	Médiane, modèle SVAR	Choc	Horizon	Médiane, modèle DSGE	Médiane, modèle SVAR
Taux de change exogène	T1	0,03	0,33	Politique monétaire	T1	0,27	0,03
	T4	0,03	0,25		T4	0,65	0,05
	T8	0,02	0,25		T8	0,53	0,05
	T12	-0,09	0,24		T12	0,35	0,04
Demande intérieure	T1	-0,84	0,10	Offre intérieure	T1	0,99	-0,01
	T4	0,89	0,11		T4	0,85	0,00
	T8	0,62	0,08		T8	1,17	-0,03
	T12	0,36	0,04		T12	-0,50	-0,05

Source : Calculs du groupe d'experts du SEBC sur les taux de change.

Notes : Le tableau présente l'estimation médiane pour chaque choc et chaque horizon ressortant des modèles DSGE pour la zone euro développés à la Banca d'Italia, à la Suomen Pankki – Banque de Finlande (exclue de la médiane pour le choc d'offre domestique), à la De Nederlandsche Bank, à la Deutsche Bundesbank, à la BCE, à la Banque Nationale de Belgique et à la Banca Națională a României. Pour plus d'informations sur les modèles, cf. le tableau 3 dans Ortega (E.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.* Les réactions médianes pour les modèles SVAR sont calculées à partir des quatre modèles SVAR mentionnés dans la note de bas de page n° 36.

⁷⁸ Pour plus de détails sur l'inflation, cf. Comunale (M.), *op. cit.*

5 Conclusion

L'impact des variations du taux de change sur l'inflation dépend des chocs et de la réaction de la politique monétaire. La mise en évidence, de façon empirique, d'un faible impact non conditionnel ne signifie pas, par conséquent, que le taux de change n'exerce pas d'incidence sur l'inflation. Lorsque l'on examine la dépendance aux chocs de l'ERPT, il est important d'établir une distinction entre l'estimation de l'ERPT dans une équation de prix et la réaction relative des prix et des taux de change à un choc structurel. De fait, plus la politique monétaire contrecarrer les tensions inflationnistes externes de manière crédible et efficace, plus les estimations statistiques *ex post* de l'ERPT seront basses lorsqu'elles sont réalisées en utilisant des équations sous forme réduite, tandis que les estimations issues des modèles structurels sont moins affectées. Le canal du taux de change est également important pour les chocs d'inflation intérieurs. Une hausse des taux d'intérêt après un choc de demande intérieure inflationniste impliquerait une appréciation du taux de change et, par conséquent, une baisse des prix à l'importation, qui contrebancerait les tensions inflationnistes intérieures initiales⁷⁹.

Pour la zone euro, le taux de change constitue un canal de transmission essentiel pour la politique monétaire non seulement conventionnelle mais également non conventionnelle⁸⁰. Les simulations des modèles montrent que, dans le contexte du plancher effectif des taux d'intérêt et avec une *forward guidance* crédible indiquant des taux d'intérêt durablement inchangés, la réaction relative de l'inflation et des taux de change sera plus forte qu'en l'absence de *forward guidance*. Cette constatation se vérifie dans les sept modèles DSGE pour la zone euro qui sous-tendent les résultats rapportés dans le présent article (cf. les notes du graphique 7). Ces résultats laissent penser que l'orientation de la politique monétaire est très pertinente pour l'interaction globale des taux de change avec les prix tout au long de la chaîne des prix.

Les outils non conventionnels de politique monétaire autres que la *forward guidance* ont également un impact sur l'ERPT. L'analyse structurelle fondée sur les modèles montre que l'annonce des programmes d'achats d'actifs, tel celui annoncé en 2015 par la BCE, a conduit à une situation dans laquelle l'ampleur de la dépréciation et l'intensité des réactions des prix dépendaient des caractéristiques structurelles de chaque économie⁸¹. D'autres mesures non conventionnelles, telles

⁷⁹ Les agents économiques s'attendent à des modifications des taux d'intérêt qui feront évoluer le taux de change de telle sorte que les prix à l'importation reviendront à leurs valeurs d'équilibre stationnaires. Par conséquent, ces chocs auront un impact relativement faible sur la hausse des prix à l'importation si l'on s'attend à une réaction agressive de la politique monétaire. Pour une discussion plus approfondie, cf., par exemple, Carriere-Swallow (Y.) et al., « *Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through* », *IMF Working Paper*, n° 16/240, Washington, D.C., 2016. Dans le cadre de l'analyse de la courbe de Phillips, un argument similaire a également été avancé récemment dans McLeay (M.) et Tenreyro (S.), « *Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve* », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 34, 2019

⁸⁰ Pour un examen plus détaillé des effets des mesures de politique monétaire non conventionnelles dans la zone euro sur l'ERPT, et en particulier de l'effet de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt, cf. la section 6 dans Ortega (E) et Osbat (C.) (eds.) *op. cit.*

⁸¹ Cf., par exemple, Bokan (N.) et al., « *EAGLE-FLI: A macroeconomic model of banking and financial interdependence in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1923, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2016 ; et Coenen (G.) et al., « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, ECB, Francfort-sur-le-Main, 2018 (rev. 2019).

que l'introduction d'un plancher de taux de change (comme en République tchèque en 2013), ont également eu un impact sur l'ERPT – les effets sur l'inflation ont été plus forts et plus durables qu'en temps normal⁸².

Afin d'évaluer l'impact des variations des taux de change sur les prix à la consommation, il est important d'utiliser des modèles qui prennent en compte les caractéristiques structurelles de l'économie. Il s'agit notamment de retracer les effets des taux de change en fonction de la nature des chocs sous-jacents et de prendre en compte la réaction de la politique monétaire à ces chocs.

⁸² Pour une évaluation de l'introduction du taux de change plancher, cf. Brůha (J.) et Tonner (J.), « *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience* », *Working Paper Series*, n° 4, Banque nationale tchèque, 2017.

2

Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire

Miguel Boucinha et Lorenzo Burlon⁸³

1 Introduction

Les taux d'intérêt nominaux s'étant rapprochés de niveaux proches de zéro sous l'effet de facteurs structurels et conjoncturels, la nécessité d'assouplir les conditions de financement a entraîné l'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatifs. L'introduction des taux directeurs négatifs s'inscrit dans une stratégie globale adoptée par la BCE depuis mi-2014 afin de contrer les forces désinflationnistes sans précédent qui sont apparues après la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine. Depuis 2014, le taux de la facilité de dépôt, qui se situe en territoire négatif, a été réduit à cinq reprises. La dernière baisse du taux de la facilité de dépôt en septembre 2019 et, par suite, les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux négatifs ont reposé la question des modes de transmission des taux négatifs à l'économie, en particulier via les banques, et celle de savoir s'ils peuvent avoir des effets contre-productifs en affectant la capacité d'intermédiation des banques.

Les taux négatifs sont transmis par différents canaux. Les taux négatifs diminuent la probabilité perçue par les marchés d'états du monde futurs où les taux ne pourraient pas être négatifs. En abaissant le plancher perçu pour les taux de banque centrale, les taux négatifs permettent à l'orientation accommodante de la politique monétaire de se propager à l'ensemble de la courbe des rendements. De plus, la demande par des investisseurs pour des actifs à plus long terme augmente plus que lorsque les taux sont positifs, exerçant de nouvelles pressions à la baisse sur la prime de terme, c'est-à-dire la rémunération que les investisseurs demandent au titre de l'incertitude relative à l'évolution future des taux d'intérêt. Enfin, les banques commerciales sont incitées à accroître leurs prêts afin d'éviter le taux négatif appliqué à leurs réserves excédentaires auprès de la banque centrale (excédent de liquidité) dans une situation où le coût des passifs est partiellement contraint.

La transmission de la politique de taux négatifs via les banques pourrait en principe être entravée par des arbitrages potentiels massifs au profit des espèces et par des pressions à la baisse sur la rentabilité des banques.

La transmission de la politique monétaire pourrait être affaiblie si les investisseurs thésaurisent de la liquidité plutôt que de rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'actifs à plus long terme ou plus risqués. Jusqu'à présent, on n'observe pas de signes de telles « fuites » massives de liquidité, principalement en raison des coûts de renonciation aux services fournis par les réserves de banque centrale ou les dépôts dans les banques commerciales comme moyens de paiement et comme

⁸³ L'étude s'appuie sur des données fournies par Maria Dimou et Michele Federle. Les auteurs remercient Giacomo Carboni, Matteo Falagiarda, Florian Heider et Glenn Schepens pour leurs contributions, ainsi qu'Ugo Albertazzi et Csaba Móré pour leur commentaires et suggestions.

réserves de valeur. Cela s'explique en partie par la transmission limitée des taux négatifs aux dépôts de détail, en particulier ceux des ménages, ce qui peut toutefois réduire la rentabilité des banques et, en définitive, entraver leur capacité à octroyer des prêts à l'économie réelle. Les facteurs potentiels susceptibles d'entraver la transmission de la politique monétaire en cas de prolongement de la politique de taux négatifs ou d'abaissement à des niveaux encore plus négatifs doivent donc faire l'objet d'un suivi attentif.

Globalement, les taux d'intérêt négatifs ont soutenu l'activité économique et contribué *in fine* à la stabilité des prix. Sous l'effet de la politique de taux négatifs, les volumes de prêts ont augmenté et la solvabilité des emprunteurs s'est améliorée, atténuant ainsi l'incidence de marges d'intérêt réduites sur la rentabilité globale des banques. La politique de taux négatifs, et plus généralement le bas niveau des taux d'intérêt, peut contribuer à l'accumulation de dette et favoriser la surtarification des actifs financiers ou l'envolée des prix sur les marchés de l'immobilier résidentiel, mais lorsque de tels phénomènes sont identifiés, ils sont généralement mieux traités par des politiques macroprudentielles ciblées. Cependant, l'effet tangible de premier ordre de la politique de taux négatifs sur la stabilité financière a été de renforcer cette stabilité en améliorant la soutenabilité de l'encours de la dette.

Cet article est structuré comme suit. La section 2 explique comment les taux négatifs sont transmis par les banques et les marchés financiers. L'encadré 1 illustre la transmission de la politique de taux négatifs aux prix sur les marchés financiers. La section 3 s'intéresse ensuite à l'impact des taux négatifs sur la rentabilité des banques et sur leur prise de risque. L'encadré 2 décrit la transmission des taux négatifs sur les marchés monétaires. La section 4 présente des données empiriques sur la manière dont les taux négatifs affectent l'ensemble de l'économie. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

2 La transmission des taux d'intérêt négatifs

En juin 2014, la BCE a introduit la politique de taux négatifs dans le cadre d'un vaste programme d'assouplissement du crédit, qui a entraîné une baisse des taux des dépôts et des prêts bancaires. La politique de taux négatifs partage certaines des caractéristiques fondamentales d'assouplissement que l'on peut observer dans une réduction standard des taux d'intérêt, comme le montre la réaction des taux de financement et des prêts bancaires à la baisse initiale qui a placé le taux de la facilité de dépôt en territoire négatif ainsi qu'aux réductions ultérieures (cf. graphique 1). Cependant, lorsque les taux sont négatifs, des canaux supplémentaires sont activés. Certains renforcent les effets de la réduction, tandis que d'autres peuvent freiner la transmission via les banques.

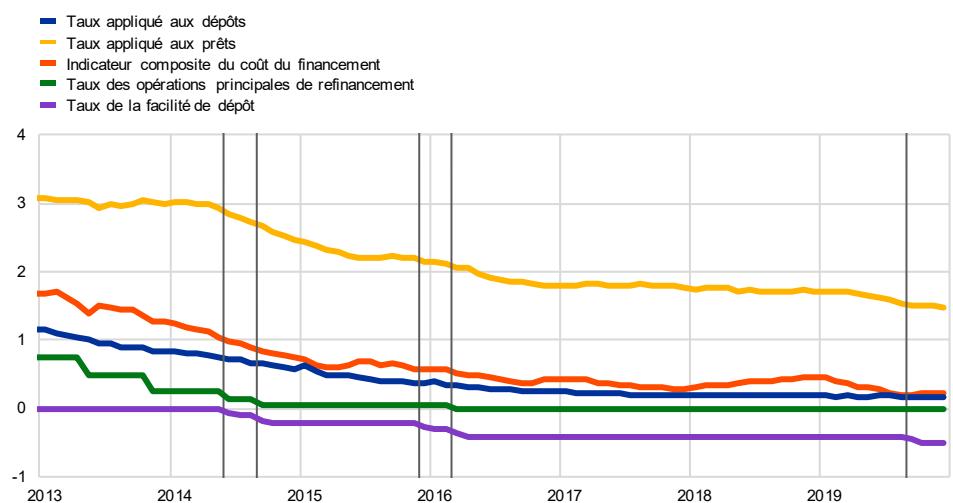
La politique de taux négatifs réduit les coûts de financement des banques, ce qui stimule l'offre de prêts. Les coûts composites du financement des banques de la zone euro ont été réduits depuis 2014, contribuant ainsi à maintenir les marges d'intermédiation pour les banques ayant une structure de financement moyenne. En outre, certains éléments indiquent qu'avec la persistance de taux négatifs, même

les banques qui recourent principalement au financement par les dépôts finissent par répercuter la réduction du taux d'intérêt sur une partie au moins de leur base de dépôts, à savoir les dépôts des entreprises et les dépôts de montant élevé des particuliers. Toutefois, un certain degré de rigidité à la baisse des taux appliqués aux dépôts de détail demeure, ce qui limite les possibilités d'amélioration des coûts de financement sans modifications de la structure de financement.

Graphique 1

Évolution des taux directeurs, des coûts de financement des banques et des taux débiteurs bancaires

(en pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les lignes verticales noires indiquent les cinq réductions du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif, de 0 % à – 0,1 % en juin 2014, de – 0,1 % à – 0,2 % en septembre 2014, de – 0,2 % à – 0,3 % en décembre 2015, de – 0,3 % à – 0,4 % en mars 2016, et de – 0,4 % à – 0,5 % en septembre 2019. Dernière observation : décembre 2019.

De plus, il existe d'autres canaux qui renforcent la transmission des taux négatifs par rapport à une réduction standard des taux, en particulier lorsque celle-ci est proche du « plancher » perçu⁸⁴.

Premièrement, les taux d'intérêt négatifs suppriment la contrainte de non-négativité des taux à court terme futurs actuels et attendus et, par conséquent, l'orientation accommodante de la politique monétaire peut se propager tout au long de la courbe des rendements. Avant juin 2014, la distribution des taux à court terme futurs attendus était effectivement tronquée à zéro, les intervenants de marché n'attribuant pas de probabilité significative à des taux futurs négatifs. L'introduction de taux directeurs négatifs a permis à un vaste ensemble de taux de s'étendre en territoire négatif. Étant donné que l'élargissement de la distribution des taux d'intérêt à des valeurs négatives affecte non seulement les taux actuels mais aussi les taux futurs attendus, les effets se propagent également sur les échéances plus longues (cf. encadré 1).

⁸⁴ Une analyse approfondie du rôle et de l'efficacité des mesures non conventionnelles, y compris la politique de taux négatifs, ainsi que des divers canaux par lesquels elles sont transmises aux conditions financières et finissent par affecter l'économie réelle est fournie par Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (C.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint-Guilhem (A.) et Yianguo (J.), « *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20* », Working Paper Series, n° 2346, BCE, décembre 2019.

Deuxièmement, la politique de taux négatifs accroît la demande des investisseurs pour des actifs à long terme, exerçant une pression à la baisse supplémentaire sur la prime de terme. La rémunération négative de l'excédent de liquidité et sa transmission aux taux d'intérêt à court terme incitent les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs assortis d'échéances plus longues, ce qui accroît la demande de ces titres par rapport à leur offre. Cette compression des rendements des actifs à plus long terme se produit également à la suite de baisses de taux directeurs en territoire positif, mais elle devient plus importante lorsque les taux sont inférieurs à zéro, certains investisseurs étant particulièrement réticents à accepter des rendements nominaux négatifs, par exemple parce qu'ils se sont engagés à fournir des rendements nominaux positifs à leurs bénéficiaires finaux. Cela exerce en fin de compte des pressions supplémentaires à la baisse sur la prime de terme.

Troisièmement, les banques commerciales sont encouragées à accroître leurs prêts afin d'éviter des intérêts négatifs sur leur excédent de liquidité.

Les banques sont confrontées à une charge directe sur leur excédent de liquidité, qui exerce une pression sur leur rentabilité, notamment parce que la rémunération de leurs passifs est, en partie, limitée par la borne zéro. Ils peuvent échapper à cette charge en rééquilibrant leurs portefeuilles au profit de l'expansion du crédit ou en achetant des titres⁸⁵. En fait, les rendements de l'ensemble des actifs liquides des portefeuilles des banques diminuent par rapport aux prêts, ce qui les incite fortement à procéder à un rééquilibrage en faveur de l'octroi de crédits⁸⁶.

Cependant, les taux négatifs entraînent également des frictions susceptibles d'entraver la transmission de la politique monétaire par les banques.

Le rendement nominal des billets de banque étant nul, si les dépôts sont assortis de taux d'intérêt nominaux négatifs, les déposants peuvent finir par recourir à la théaurisation pour éviter ces taux négatifs. Cela signifie que les taux des dépôts des particuliers, qui sont relativement réactifs à la baisse lorsque les taux directeurs s'ajustent sur des valeurs positives, deviennent beaucoup plus rigides.

Les rendements des actifs détenus par les banques n'étant pas soumis à la même rigidité à la baisse, il s'ensuit une compression des marges d'intérêt des banques, qui pèse sur la rentabilité des banques. De plus, les banques détiennent généralement des actifs assortis de durées relativement longues, qui se revalorisent plus lentement que leurs passifs, de sorte que des périodes prolongées de taux négatifs peuvent entamer la valeur nette des banques et compromettre ainsi le mécanisme de transmission de la politique monétaire fondé sur les banques.

De plus, la pression exercée pour maintenir les marges d'intermédiation et délaisser

⁸⁵ Le système bancaire dans son ensemble ne peut réduire l'excédent de liquidité par l'expansion du crédit ou les achats de titres, dans la mesure où ces transactions ne font que déplacer la liquidité d'une banque à l'autre à l'intérieur du système fermé où elle peut circuler. Néanmoins, chaque banque peut organiser de cette manière une réduction de sa propre position de liquidité excédentaire.

⁸⁶ Cf. Demiralp (S.), Eisenschmidt (J.) et Vlassopoulos (T.), « *Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area* », Working Paper Series, n° 2283, BCE, mai 2019 ; et Bottero (M.), Minoiu (C.), Peydró (J.-L.), Polo (A.), Presbitero (A.F.) et Sette (E.), « *Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data* », IMF Working Papers, n° 19/44, février 2019.

les actifs liquides moins risqués incite les banques à accroître leur tolérance au risque, ce qui pourrait finalement conduire à une prise de risque excessive⁸⁷.

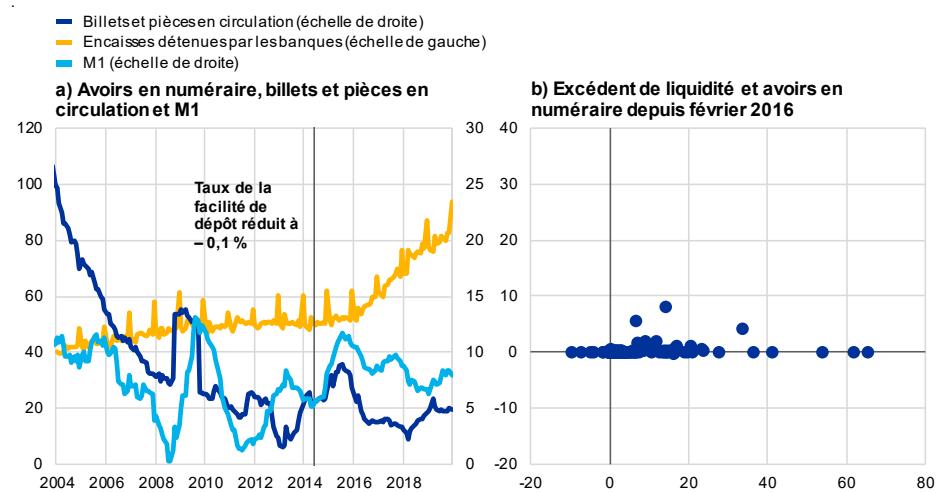
Plus généralement, les investisseurs (banques et non-banques) pourraient conserver des espèces plutôt que de rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs à plus long terme ou plus risqués, même s'il n'existe pas de signaux forts d'une telle « fuite ». Dans la mesure où les espèces et les dépôts sont des substituts parfaits, les agents devraient réagir aux taux d'intérêt négatifs appliqués aux dépôts en conservant des espèces, ce qui implique un plancher effectif de zéro pour les taux d'intérêt. Toutefois, en pratique, ce ne sont pas des substituts parfaits. En fait, les dépôts présentent plusieurs avantages, notamment celui d'être un moyen plus efficace de constituer une réserve de valeur et d'effectuer des paiements. Ces fonctionnalités ont une valeur monétaire propre. Jusqu'à présent, on n'observe aucun signe d'arbitrages massifs en faveur des espèces de la part des déposants tels que les ménages, les entreprises ou les établissements financiers non bancaires (cf. graphique 2, partie a). Les banques elles-mêmes peuvent, en principe, utiliser également leurs excédents de réserves auprès de la banque centrale pour acquérir et détenir des billets de banque afin d'éviter l'application du taux négatif à ces réserves. Une augmentation des avoirs des banques en billets a bien été observée, mais pas au point de donner des signaux forts d'une fuite de liquidité hors du secteur bancaire et au profit des espèces, car il existe très peu de corrélation entre l'excédent de liquidité et les encaisses en numéraire effectives (cf. graphique 2, partie b).

⁸⁷ D'une manière plus générale, il peut aussi exister des incitations pour les non-banques à prendre des risques excessifs. Par exemple, plusieurs fonds d'investissement et fonds de pension se sont engagés à rembourser au moins le montant nominal des cotisations initiales. La politique de taux négatifs réduit le rendement qu'on peut obtenir pour un certain niveau de risque, ce qui constraint ces intermédiaires à accepter une rentabilité moindre ou à investir dans des actifs plus risqués pour obtenir des rendements plus élevés.

Graphique 2

Billets et pièces en circulation, avoirs en numéraire et excédent de liquidité des banques de la zone euro

(partie a : échelle de gauche : encours, données brutes en milliards d'euros ; échelle de droite : taux de croissance annuel en pourcentage ; partie b : abscisses : variations des excédents de réserves, en milliards d'euros ; ordonnées : variations des encaisses en numéraire, en milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale de la partie a indique l'introduction du taux négatif sur les dépôts en juin 2014. Les chiffres relatifs à la circulation fiduciaire sont des taux de croissance en glissement annuel. M1 est représenté par son taux de croissance annuel. Dans la partie b, les variations entre février 2016 et décembre 2019 sont calculées à partir de moyennes annuelles. Dernière observation : décembre 2019.

Les dépôts des particuliers ne sont généralement pas assortis de taux négatifs, en raison d'obstacles législatifs et de risques de litiges ou d'inquiétudes relatives aux retraits de dépôts. Les législateurs et les tribunaux ont maintenu jusqu'à présent un cadre juridique qui comporte de nombreuses contraintes juridiques et des risques de contentieux concernant l'application de taux négatifs sur les dépôts. La situation varie d'un pays à l'autre et en fonction du secteur du déposant ainsi que selon l'application éventuelle de ces taux aux contrats nouveaux ou aux contrats existants. Toutefois, dans la majorité des pays de la zone euro, la transmission de taux négatifs aux dépôts des entreprises n'est pas soumise à des contraintes juridiques et est effectivement un phénomène relativement répandu qui s'est développé progressivement (cf. graphique 3)⁸⁸. En outre, les frais et commissions peuvent entraîner une rentabilité effective nominale négative des dépôts, même s'ils ne sont pas assortis d'un taux d'intérêt négatif. Cela étant, rien n'indique, alors que la rémunération des dépôts des particuliers a franchi la barre du zéro, que les banques aient enregistré des sorties importantes de dépôts. Cela donne à penser que, tant qu'il n'atteint pas un niveau supérieur au coût de la théaurisation, un taux nominal négatif ne provoquerait un changement de comportement que chez les petits épargnants, sous l'effet d'une sorte d'illusion monétaire ou autre biais comportemental⁸⁹.

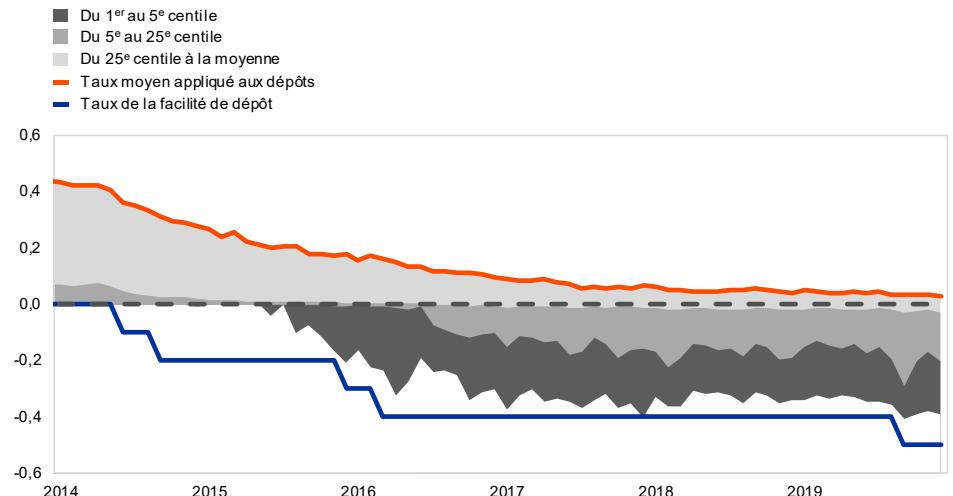
⁸⁸ Altavilla (C.), Burlon (L.), Giannetti (M.) et Holton (S.), « *Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms* », Working Paper Series, n° 2289, BCE, juin 2019.

⁸⁹ Par exemple, bien que pour les agents rationnels, le taux de référence devrait être le taux réel, il existe une certaine incertitude quant à son niveau, car il dépend des anticipations d'inflation. Toutefois, un taux nominal négatif est non seulement plus transparent, mais il représente aussi une perte certaine.

Graphique 3

Évolution des taux des dépôts pour les sociétés non financières

(en pourcentages annuels)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La ligne rouge est un indicateur composite du taux moyen appliqué aux nouveaux dépôts. L'indicateur composite est calculé en prenant la moyenne pondérée des taux appliqués aux nouveaux dépôts à vue et à terme ; les pondérations utilisées sont les encours de ces deux catégories. Les taux appliqués aux nouveaux dépôts à terme sont une moyenne pondérée des taux appliqués aux nouveaux dépôts pour chaque échéance (inférieure à 1 an, comprise entre 1 et 2 ans, supérieure à 2 ans) ; les pondérations sont les moyennes mobiles sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les zones ombrées se rapportent aux différents quantiles de la distribution des taux appliqués aux dépôts. La ligne bleue continue est le taux de la facilité de dépôt et la ligne noire pointillée indique zéro. Dernière observation : décembre 2019.

Les autres instruments de la boîte à outils actuelle, notamment les achats d'actifs, la forward guidance, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées et le système de rémunération des réserves à deux paliers, complètent et renforcent la transmission de la politique de taux négatifs.

Les achats d'actifs accroissent le volume de l'excédent de liquidité dans le système bancaire, ce qui renforce la pression sur les banques pour transférer leur excédent de liquidité aux autres banques en achetant des actifs. La *forward guidance* réduit l'incertitude relative à la trajectoire future des taux d'intérêt. Les TLTRO garantissent aux banques la possibilité d'obtenir des financements à des taux d'intérêt très bas (aussi bas que le taux de la facilité de dépôt) et contribuent à orienter la réduction des coûts de financement sur les nouveaux prêts aux entreprises et aux ménages (autres que les prêts au logement). Le système de rémunération des réserves à deux paliers permet de maintenir les effets accommodants de la politique de taux négatifs tout en atténuant les pressions à la baisse sur la rentabilité des banques résultant de la rémunération négative des excédents de liquidité.

Encadré 1

La transmission des taux directeurs négatifs à la courbe des rendements et aux autres prix d'actifs

Giacomo Carboni, Wolfgang Lemke et Daniel Kapp

Parallèlement au recul global de 50 points de base du taux de la facilité de dépôt entre juin 2014 et fin 2019, les taux des obligations souveraines et des swaps ont sensiblement diminué sur l'ensemble des échéances, alors que les rendements des obligations du secteur des entreprises ont baissé et que les cours des actions ont augmenté. En particulier, la partie à court terme de la

courbe des rendements a suivi presque à l'identique la baisse de 50 points de base du taux de la facilité de dépôt, le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) ayant diminué de près de 60 points de base entre le 4 juin 2014 et fin 2019⁹⁰. Les taux des OIS à dix ans, qui constituent une référence essentielle pour les taux sans risque à long terme dans la zone euro, ont reculé de quelque 130 points de base sur la même période, soit une baisse plus forte que celle de la partie à court terme de la courbe. Les rendements des obligations d'entreprise bien notées des sociétés non financières (SNF) ont diminué de 120 points de base environ, tandis que les prix des actions de la zone euro ont augmenté de près de 25 %.

Les rendements obligataires de l'ensemble des échéances ont été influencés par plusieurs facteurs autres que les variations des taux directeurs actuels et attendus de la BCE. Par exemple, les taux à long terme intègrent également les primes de risque qui, pour leur part, dépendent d'un certain nombre de facteurs, tels que les autres mesures de politique monétaire (y compris les achats d'actifs) et les facteurs de risque mondiaux⁹¹. Afin d'estimer l'impact sur la courbe des rendements qui résulte purement de la politique de taux négatifs, un scénario contrefactuel (sans taux négatifs) a été élaboré dans lequel les taux à court terme futurs actuels et attendus ne peuvent pas devenir inférieurs à zéro. Plus précisément, pour tous les horizons, le support de la densité neutre au risque implicite dans les options des taux à court terme futurs est borné à zéro par le bas et la masse de probabilité que les marchés ont attribuée à des taux inférieurs à zéro est réattribuée à la borne zéro. Ces distributions de taux contrefactuelles peuvent être biaisées à la hausse, ce qui induit un biais de resserrement dans la courbe de taux anticipés correspondante. La différence entre les taux à terme dans un scénario fondé sur une hypothèse de taux non négatifs et les taux observés représente l'impact des taux directeurs négatifs. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) a été utilisé pour traduire l'impact calculé sur la courbe des taux à terme en un impact total sur la courbe des rendements⁹².

D'après les estimations, la politique de taux négatifs a réduit les rendements des obligations souveraines à deux ans et à dix ans de quelque 40 points de base et 35 points de base, respectivement, à fin 2019 (cf. graphique A). Contrairement aux estimations de l'impact des réductions usuelles des taux directeurs en territoire positif, l'impact sur les échéances plus longues est relativement plus important que l'impact sur la partie à court terme de la courbe. Ce profil d'évolution est également constaté en observant les variations de la courbe des rendements en réaction à des réductions de taux non anticipées (chocs) relevées en moyenne sur plusieurs événements. Si l'effet d'une réduction standard s'estompe assez rapidement sur l'ensemble des échéances, il est plus marqué pour les baisses de taux à des niveaux négatifs⁹³.

⁹⁰ La réaction du taux des *swaps* à court terme est légèrement plus forte que celle du taux directeur, car l'écart entre l'Eonia et le taux de la facilité de dépôt était légèrement plus important mi-2014 qu'à présent.

⁹¹ Pour un examen de l'influence des facteurs liés ou non à la politique monétaire sur la courbe des rendements de la zone euro, cf., par exemple, Lane (P.R.), « *The yield curve and monetary policy* », conférence publique pour le Centre for Finance et le Department of Economics de l'University College de Londres, Londres, 25 novembre 2019. Pour une évaluation de l'impact du programme d'achats d'actifs (APP) sur les primes de terme dans la zone euro, cf., par exemple, l'article intitulé « *Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets* », *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2019.

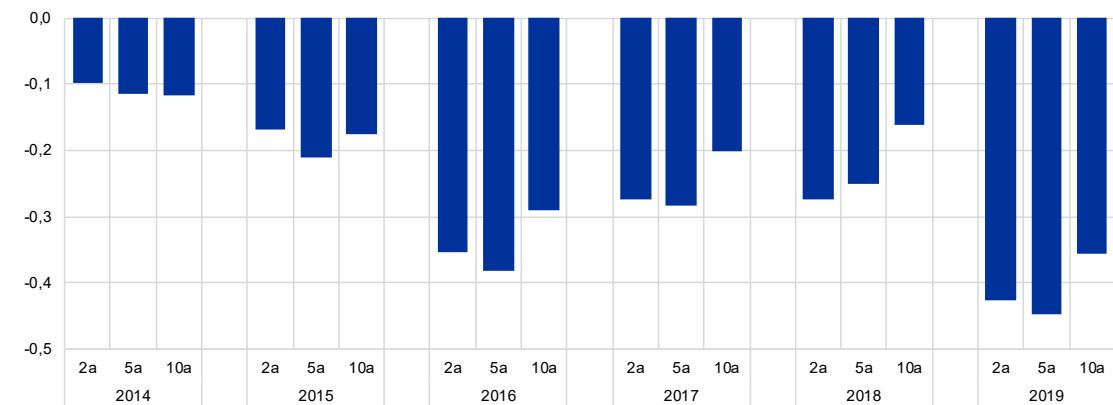
⁹² Pour plus de détails sur cette approche, cf. Rostagno (M.) *et al.*, *op. cit.*

⁹³ Cf., par exemple, le graphique 6 dans Lane (P.R.), « *The monetary policy toolbox: evidence from the euro area* », discours prononcé le 21 février 2020 lors du 2020 US Monetary Policy Forum .

Graphique A

Incidence estimée de la politique de taux d'intérêt négatifs sur la courbe des rendements souverains

(en points de pourcentage)



Source : Chiffres actualisés pour Rostagno (M.) et al. op. cit.

Note : Le graphique illustre l'impact de la politique de taux négatifs sur les rendements souverains (moyenne pondérée des rendements des obligations souveraines allemandes, françaises, italiennes et espagnoles), qui s'exerce principalement via le taux à court terme et la courbe anticipée des taux OIS.

L'une des explications des « empreintes » différentes des innovations (au sens statistique) des mesures de politique monétaire est que les investisseurs en quête de rendement peuvent être incités à se reporter sur des échéances plus longues si les actifs à court terme sont poussés vers des rendements plus négatifs. Les baisses de taux au-dessous de zéro et les communications de la BCE qui ont suivi ont généralement été comprises par les investisseurs comme ouvrant des perspectives additionnelles de baisses futures de taux. La distribution des taux directeurs futurs perçue par les intervenants de marché s'étend donc en territoire négatif, ce qui réduit les anticipations de taux et compresse ainsi les taux à long terme⁹⁴.

La baisse des taux sans risque induite par la politique de taux négatifs a eu un effet direct sur les prix des actifs risqués, entraînant – toutes choses égales par ailleurs – des hausses des cours boursiers et des baisses des rendements des obligations d'entreprises et des obligations souveraines. L'utilisation d'un modèle d'actualisation des dividendes pour décomposer les facteurs de variation des cours boursiers entre début juin 2014 et fin 2019 suggère que près de la moitié de la hausse totale des cours boursiers est due à des baisses de la composante sans risque du taux d'actualisation (cf. graphique B)⁹⁵. L'incidence de la politique de taux négatifs, identifiée par l'analyse de la courbe des rendements décrite précédemment, est estimée à un peu plus d'un cinquième du total, c'est-à-dire qu'elle contribue pour 3 points de pourcentage environ à la hausse globale des prix des actions. Ce chiffre est probablement un plancher de la contribution globale de la politique de taux négatifs aux variations des prix des actions, l'effet stimulant de cette mesure sur l'économie (cf. section 4) ayant probablement accru les anticipations de bénéfices et réduit la prime de risque sur actions via des effets de confiance. Dans le même temps, au cours de la période allant de juin 2014 à fin 2019, la prime de risque sur les actions s'est globalement accrue, ce qui pèse sur les cours des actions. Ainsi, même si la politique de taux négatifs a eu un effet positif sur les primes sur actions, les valorisations des actions par rapport à celles des taux sans risque ne

⁹⁴ Cf. Lane (P.R.), « *The yield curve and monetary policy* », op. cit. et les références qui y sont données.

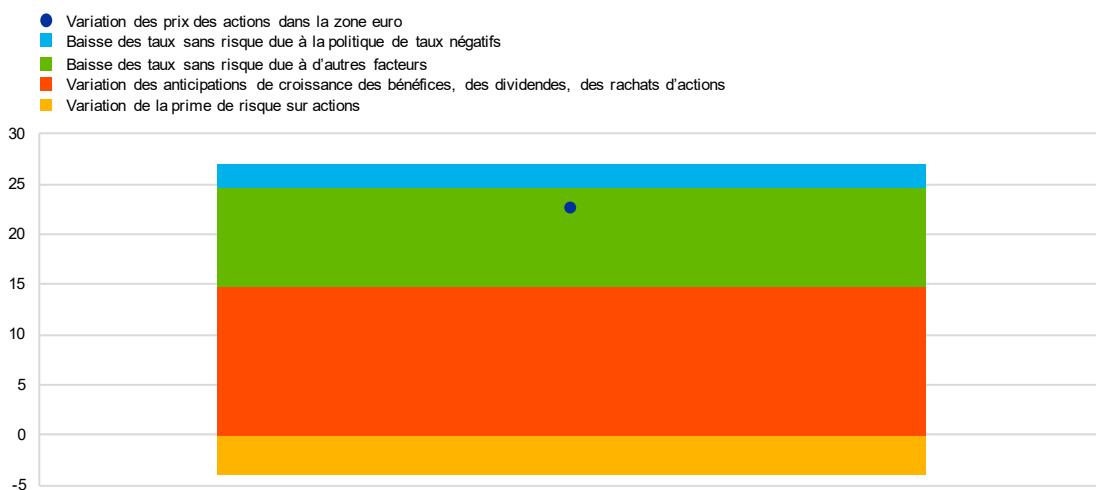
⁹⁵ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « *Mesurer et interpréter le coût des fonds propres dans la zone euro* », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2018.

semblent pas plus tendues, si on les compare avec les niveaux antérieurs à la politique de taux négatifs.

Graphique B

Décomposition de la variation des cours des actions dans la zone euro entre juin 2014 et fin 2019

(pourcentages ; variations cumulées depuis juin 2014)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters, IBES, Consensus économique et calculs de la BCE.

Notes : La décomposition est basée sur un modèle d'actualisation des dividendes. Le modèle inclut les rachats d'actions, actualise les flux de trésorerie futurs avec des taux d'intérêt assortis d'une échéance appropriée, et inclut cinq horizons de croissance attendue des dividendes. Chaque tranche représente la contribution du facteur concerné à la variation globale des cours boursiers. En raison d'erreurs d'approximation, les variations représentées dans le graphique ne correspondent pas exactement à la variation totale des prix des actions de la zone euro sur la période. Pour plus de détails, cf. *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, juin 2018. Dernière observation : décembre 2019.

De même, la politique de taux négatifs a entraîné, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de la composante sans risque des rendements des obligations d'entreprise et des obligations souveraines. En outre, une amélioration des perspectives macroéconomiques et des perceptions du risque peut avoir comprimé les rendements via une baisse des écarts de rendement et des primes de risque.

Dans l'ensemble, parallèlement à d'autres mesures de politique monétaire, les taux négatifs ont contribué à alléger le coût du financement de marché dans la zone euro depuis mi-2014. Surtout, ils ont contribué à réduire les taux sans risque sur l'ensemble des échéances, facilitant ainsi une répercussion sur un large éventail de financements des entreprises et des ménages, allant des taux des prêts bancaires aux entreprises (généralement de courte durée) aux taux des prêts hypothécaires et aux rendements des obligations d'entreprises (traditionnellement émis à échéances et durées plus longues).

3 Impact sur la rentabilité des banques et leur prise de risque

La rentabilité bancaire dans la zone euro s'est progressivement redressée après la forte baisse enregistrée dans le sillage de la crise, mais elle demeure à un bas niveau au regard des évolutions passées (cf. graphique 4). Après avoir présenté une tendance haussière au cours de la période qui a précédé la crise financière, la rentabilité bancaire a enregistré une baisse, qui s'explique en grande partie par une forte augmentation des provisions pour pertes sur prêts. Depuis 2012,

la rentabilité bancaire s'est progressivement redressée, les provisions pour pertes sur prêts ayant diminué et les produits nets d'intérêts étant demeurés globalement stables. Néanmoins, le rendement des fonds propres s'est établi à 6 % environ au troisième trimestre 2019, ce qui est inférieur à la plupart des estimations du coût des fonds propres – par exemple, la majorité des banques participant au questionnaire sur l'évaluation des risques de l'Autorité bancaire européenne font état d'un coût estimé des fonds propres compris entre 8 % et 10 %⁹⁶. Au-delà de l'environnement conjoncturel, les difficultés structurelles touchant le secteur bancaire de la zone euro ont joué un rôle important dans la baisse du niveau global de la rentabilité bancaire⁹⁷. La faiblesse des bénéfices limite la marge de recapitalisation interne des banques par le biais des bénéfices non distribués, ce qui est nécessaire pour constituer et préserver la capacité d'intermédiation et fournir des crédits aux entreprises et aux ménages. Dans le même temps, les valorisations boursières des actions bancaires sont basses, également par rapport à celles des entreprises non financières ou d'autres entreprises financières. Cette situation peut elle-même décourager les banques de recourir au marché pour lever des capitaux, car en période de faible valorisation cela entraînerait une forte dilution des parts des actionnaires actuels.

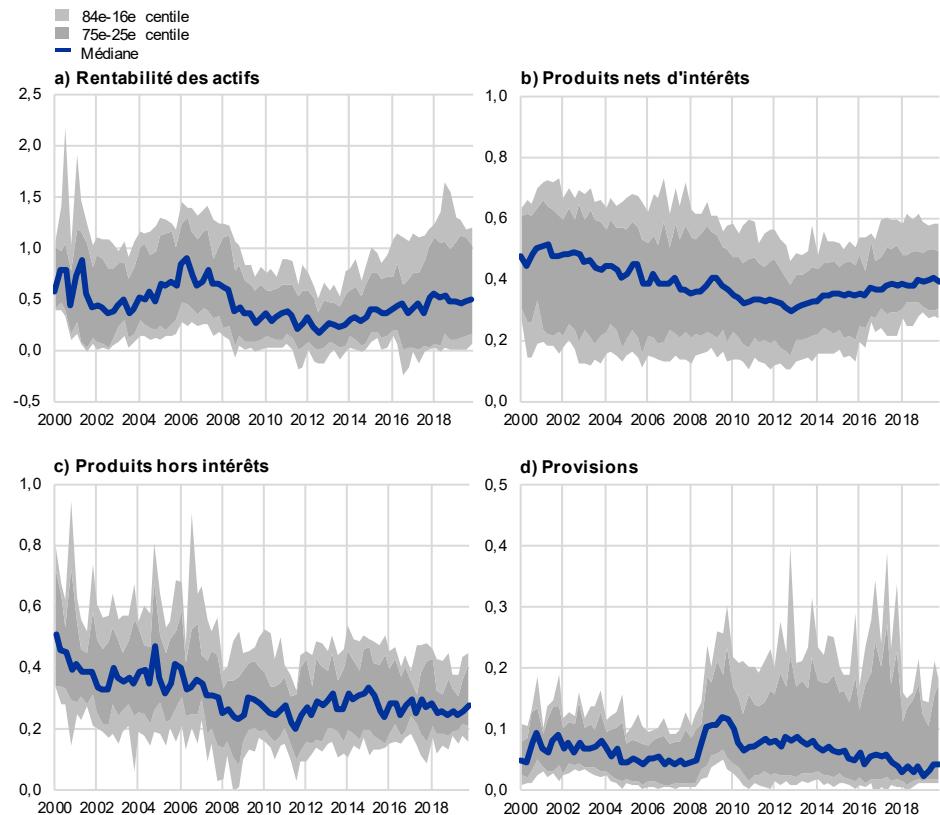
⁹⁶ Cf. « *Risk Assessment Questionnaire – Summary of the Results* », Autorité bancaire européenne, automne 2019.

⁹⁷ Parmi ces difficultés figurent un faible rapport coût-efficacité, des capacités excédentaires, une forte concurrence et une diversification insuffisante des revenus. Cf., par exemple, Andersson (M.), Kok (C.), Mirza (H.), Möré (C.) et Mosthaf (J.), « *How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

Graphique 4

Évolution de la rentabilité et de ses principales composantes

(pourcentage du total des actifs)



Sources : Bankscope, SNL, Bloomberg et Capital IQ.

Notes : Le graphique illustre les évolutions au fil du temps des principales composantes de la rentabilité bancaire définie comme le pourcentage du total des actifs (axe des ordonnées) et leur dispersion transversale pour un échantillon de 288 banques. La ligne bleue continue représente la médiane de l'échantillon transversal des banques pour chaque trimestre. De même, les zones grises indiquent la fourchette interquartile (gris foncé) et l'écart-type (gris clair) de la distribution transversale des banques. Dernière observation : décembre 2019.

Les taux d'intérêt négatifs ont des effets aussi bien défavorables que bénéfiques sur la rentabilité bancaire et l'effet net est en fin de compte une question empirique. S'ajoutant aux contraintes sur la réduction des taux des dépôts des particuliers à un niveau inférieur à zéro, la politique de taux négatifs entraîne une baisse plus importante des taux sur les échéances les plus longues de la structure par terme des taux qu'une réduction conventionnelle des taux directeurs (cf. encadré 1). Comme les banques s'engagent généralement dans une transformation des échéances, en se procurant des fonds à des échéances et des durées plus courtes que celles auxquelles elles prêtent, cela contribue à une compression supplémentaire des marges nettes d'intérêts par rapport à une baisse des taux intervenant dans un environnement de taux d'intérêt positifs. Toutefois, il existe également des canaux via lesquels la politique de taux négatifs soutient les résultats bancaires, en particulier au travers de son impact sur la valorisation des actifs, et surtout, sur la macroéconomie⁹⁸. L'effet positif de cette politique sur la situation macroéconomique entraîne une augmentation des volumes

⁹⁸ Altavilla (C.), Boucinha (M.) et Peydro (J.L.), « *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* », *Economic Policy*, volume 33, n° 96, 2018, p. 531-586.

d'intermédiation, ce qui soutient les produits nets d'intérêts. Par ailleurs, l'amélioration des perspectives économiques et le niveau plus faible des taux d'intérêt augmentent la solvabilité des emprunteurs, en réduisant les coûts découlant des provisions pour pertes sur prêts. Dans le même temps, la baisse des rendements résultant de la politique de taux négatifs se traduit par une augmentation de la valeur des titres détenus par les banques, ce qui engendre des plus-values (provisoires) pour les banques.

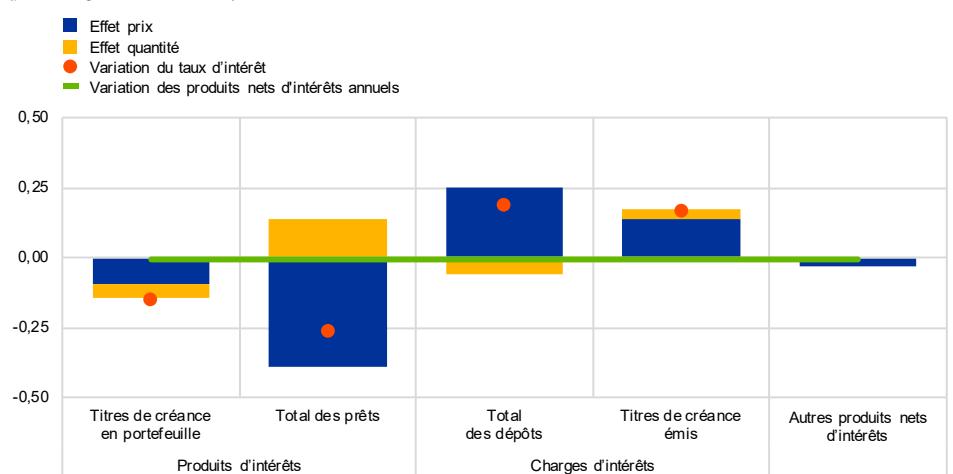
La principale composante de la rentabilité bancaire, les produits nets d'intérêts, a relativement bien résisté jusqu'à présent, l'augmentation des volumes d'intermédiation ayant contrebalancé le resserrement des marges.

Le graphique 5 montre que la diminution des produits sur les prêts et les titres a été contrebalancée par une diminution des charges d'intérêts sur les dépôts et les titres de créance émis, en se fondant sur les évolutions effectives des taux d'intérêt et des volumes. Dans le graphique, ces variations sont représentées par des ronds rouges. Les évolutions sont ensuite décomposées en effets prix et quantité (barres jaunes et bleues). Il ressort que l'effet défavorable de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus tirés des crédits a été en partie contrebalancée par l'augmentation des volumes d'intermédiation. L'effet quantité négatif sur les titres de créance reflète les rééquilibrages de portefeuilles bancaires au profit des crédits. De façon analogue, au passif, la liquidité injectée par l'APP a entraîné un accroissement des dépôts du secteur détenteur de monnaie, augmentant ainsi l'importance de cette source de financement pour les banques. Parallèlement, la diminution des taux d'intérêt sur les dépôts et les titres de créance émis a soutenu les produits nets d'intérêts.

Graphique 5

Évolution des produits nets d'intérêts entre 2014 et le troisième trimestre 2019

(pourcentage du total des actifs)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon est équilibré (avec une couverture de 194 banques de la zone euro) et corrigé des principales fusions et acquisitions. Les charges d'intérêts sont opposées, ainsi les diminutions des coûts sont présentées comme des contributions positives aux bénéfices.

Pour une évaluation complète de l'impact de la politique de taux négatifs sur la rentabilité bancaire, il est primordial d'en étudier toutes les composantes au-delà des produits nets d'intérêts et de tenir compte de l'impact de cette

politique sur l'économie au sens large. Comme évoqué précédemment, on s'attend, toutes choses égales par ailleurs, à ce que des taux d'intérêt plus faibles et, en particulier, des taux négatifs entraînent une contraction des marges nettes d'intérêts des banques, et de fait plusieurs études empiriques mettent en évidence cette relation⁹⁹. Toutefois, l'effet global sur la rentabilité bancaire dépend non seulement de l'évolution des marges nettes d'intérêts mais également des perspectives macroéconomiques, ce qui affecte la demande de crédit et la solvabilité des emprunteurs et donc les volumes d'intermédiation et les provisions pour pertes sur prêts. Par conséquent, une évaluation complète de l'impact des taux d'intérêt faibles ou négatifs sur la rentabilité bancaire nécessite d'étudier non seulement l'évolution des taux d'intérêt mais aussi l'effet de la politique monétaire sur l'activité économique.

Les taux d'intérêt négatifs ont eu jusqu'à présent une incidence globalement neutre sur la rentabilité bancaire, leur effet défavorable sur les produits nets d'intérêts ayant été contrebalancé par un effet positif sur la solvabilité des emprunteurs. Le graphique 6 présente les résultats d'une évaluation complète de l'impact de la politique de taux négatifs sur la rentabilité bancaire. Cet exercice a été réalisé en comparant les évolutions effectives des principales composantes de la rentabilité bancaire au cours de la période de mise en œuvre de la politique de taux négatifs avec celles d'un scénario contrefactuel sans cette politique. Ce scénario est obtenu à l'aide de la simulation d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) reposant sur l'hypothèse que la borne zéro des taux d'intérêt est en vigueur à tout moment, ce qui empêche la structure par terme des taux de prendre des valeurs négatives sur l'ensemble des échéances¹⁰⁰. Dans ce scénario, une augmentation des taux d'intérêt se serait traduite par une croissance des crédits plus faible et une diminution de la solvabilité des emprunteurs et donc par une augmentation des provisions pour pertes sur prêts. Les évolutions effectives des composantes de la rentabilité bancaire (ronds rouges) peuvent ainsi être décomposées en une partie qui représente l'effet estimé de la politique de taux négatifs (barres jaunes) et une partie correspondant à ce qui aurait été observé dans le scénario contrefactuel (barres bleues). En lien avec les frictions mises en évidence plus haut, l'effet estimé de la politique de taux négatifs sur les produits nets d'intérêts est négatif¹⁰¹. Le coût direct de la rémunération de l'excédent de liquidité des banques au taux négatif de la facilité de dépôt est présenté comme une composante séparée et globalement, il est

⁹⁹ Cf., par exemple, Alessandri (P.) et Nelson (B.D.), « *Simple Banking: Profitability and the Yield Curve* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47(1), 2015, p. 143-175 ; et Borio (C.) Gambacorta (L.) et Hofmann (B.), « *The influence of monetary policy on bank profitability* », *International Finance*, vol. 20(1), 2017, p. 48-63.

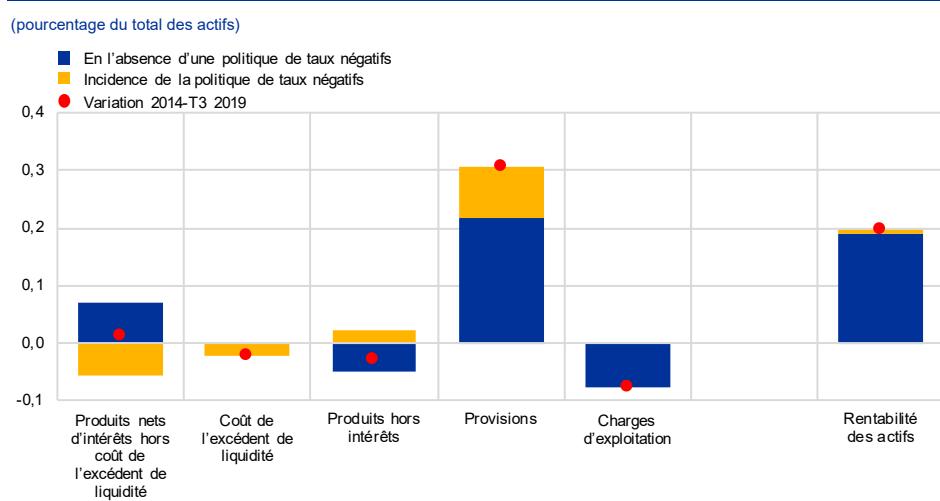
¹⁰⁰ Le modèle comprend des informations sur la rentabilité des actifs (*return on assets*), les produits nets d'intérêts, les produits hors intérêts, les provisions pour pertes sur prêts, les taux des prêts aux SNF, les volumes de prêts aux SNF, le PIB en volume, l'inflation mesurée par l'IPCH et les taux d'intérêt d'une durée résiduelle correspondant à un jour, cinq ans et dix ans au cours de la période allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2019. Pour les précisions techniques du modèle, cf. Altavilla (C.) et al., « *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* », *op. cit.* Comme dans Rostagno (M.) et al., *op. cit.*, l'analyse s'appuie sur les prévisions conditionnelles d'un scénario contrefactuel sans politique de taux négatifs qui repose sur l'hypothèse d'une borne zéro des taux d'intérêt en vigueur à tout moment, ce qui empêche la structure par terme des taux de prendre des valeurs négatives sur l'ensemble des échéances.

¹⁰¹ La barre bleue est positive pour les produits nets d'intérêts, ce qui signifie que la compensation entre les facteurs a été plus importante que prévu jusqu'à présent. Cela pourrait être dû à une modification de la structure de financement des banques au profit de sources de financement moins onéreuses ou à un rééquilibrage des portefeuilles au profit d'actifs plus risqués, et donc à plus haut rendement.

limité. Le graphique illustre également l'impact favorable des taux d'intérêt négatifs sur les produits hors intérêts. Cet effet est relativement limité et de courte durée, car il reflète principalement l'incidence des baisses des taux d'intérêt sur la valeur des titres détenus par les banques. Surtout, on estime que la politique de taux négatifs explique une part importante de la baisse observée des provisions pour pertes sur prêts. Globalement, si l'on prend en compte la totalité des effets, la politique de taux négatifs semble jusqu'à présent avoir eu un impact négligeable sur la rentabilité bancaire.

Graphique 6

Évolution de la rentabilité bancaire entre 2014 et le troisième trimestre 2019 et incidence de la politique de taux négatifs



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon est équilibré (avec une couverture de 194 banques de la zone euro) et corrigé des principales fusions et acquisitions. L'incidence de la politique de taux négatifs est obtenue à l'aide d'un modèle BVAR dynamique.

Si certaines banques sont plus exposées à l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt, jusqu'à présent rien n'indique l'existence d'un effet globalement défavorable de la politique de taux négatifs sur les bénéfices des banques pour les différents modèles d'activité bancaire. Cette conclusion se fonde sur une étude de l'impact de la politique de taux négatifs sur la rentabilité bancaire pour différents modèles d'activité bancaire en utilisant un modèle macroéconomique dynamique similaire à celui que nous avons décrit précédemment. Les résultats indiquent que, si la politique de taux négatifs a un effet plus défavorable sur les marges nettes d'intérêts des banques de détail, qui dépendent des dépôts des particuliers, ces mêmes banques bénéficient également de l'amélioration de la qualité de crédit et des volumes d'intermédiation qui sont liés à l'effet positif du soutien monétaire sur les perspectives macroéconomiques.

L'équilibre entre les coûts et les bénéfices pourrait évoluer à l'avenir si les taux d'intérêt demeurent bas sur une longue période. L'effet dommageable sur les marges nettes d'intérêts devrait être plus important si les taux demeurent bas

plus longtemps¹⁰². En effet, les banques bénéficient encore des produits sur les prêts à taux fixe consentis à une période où les taux d'intérêt étaient plus élevés, et ces revenus vont progressivement diminuer au fur et à mesure que ces prêts arrivent à échéance¹⁰³. Par ailleurs, la marge de progression en termes d'économies sur les provisions et les coûts de financement est limitée, en particulier pour les banques dont les portefeuilles de prêts sont concentrés sur des emprunteurs peu risqués. Le coût pour les banques lié à la détention d'excédents de réserve a également augmenté après la réduction du taux de la facilité de dépôt en septembre 2019 et l'accroissement de l'excédent de liquidité induit par la réactivation de l'APP, mais ces effets sont atténus par l'introduction du système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserve (cf. également l'encadré 2).

Si la compression des marges d'intermédiation peut entraîner une augmentation du niveau de risque des portefeuilles des banques, jusqu'à présent peu d'éléments indiquent que cette augmentation a été excessive.

Les banques peuvent être plus disposées à adopter un profil plus risqué pour leurs investissements à la suite de la politique de taux négatifs dans une quête de rendements plus élevés¹⁰⁴. Pour déterminer si le niveau de risque peut être considéré comme excessif, il convient de savoir si ce risque est correctement intégré dans les conditions générales des nouveaux prêts et, plus important encore, s'il est pris en compte dans les critères d'octroi. Les données tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) dans la zone euro montrent que l'élargissement des marges sur les crédits plus risqués a été nettement plus limité que celui observé sur les crédits standards, et, l'année dernière, les marges sur les crédits plus risqués se sont en réalité resserrées¹⁰⁵. De plus, les données extraites des modèles suggèrent que le profil plus risqué des portefeuilles s'est traduit de manière appropriée sur les taux des prêts, même si certains secteurs, comme les crédits à la consommation, ont commencé à présenter des signes d'exubérance¹⁰⁶. Les pressions réglementaires et la surveillance prudentielle ont joué, et continuent de jouer, un rôle crucial en favorisant une coexistence équilibrée entre les taux négatifs et des pratiques prudentes en matière de tarification des prêts¹⁰⁷.

¹⁰² Cf., par exemple, Altavilla (C.) et al., « *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment* », *op. cit.* ; et Claessens (S.), Coleman (N.) et Donnelly (M.), « *'Low-For-Long' interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence* », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, Partie A, 2018, p. 1-16.

¹⁰³ Le graphique 1 illustre la tendance baissière des marges crédits/dépôts (*loan-to-deposit*) pour les nouveaux prêts. De façon analogue, en accordant des prêts ou en investissant sur des titres à taux fixe et dont les échéances sont longues dans l'environnement actuel, les banques s'enferment dans des stratégies de revenus faibles sur une longue période, ce qui pourrait affecter défavorablement leur rentabilité dans le futur.

¹⁰⁴ Cf. Heider (F.), Saidi (F.) et Schepens (G.), « *Life below zero: Bank lending under negative policy rates* », *The Review of Financial Studies*, vol. 32(10), 2019.

¹⁰⁵ Cf. Burlon (L.), Dimou (M.), Drahovsky (A.) et Köhler-Ulbrich (P.), « *Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

¹⁰⁶ Cf. Albertazzi (U.), Altavilla (C.) et Boucinha (M.), « *Assessing the excessiveness of banks' risk-taking* » dans Albertazzi (U.), Barbiero (F.), Marques-Ibanez (D.), Popov (A.), Rodriguez D'Acri (C.) et Vlassopoulos (T.), « *Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed* », *Working Paper Series*, n° 2377, BCE, février 2020.

¹⁰⁷ Cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Peydró (J.-L.) et Smets (F.), « *Banking supervision, monetary policy and risk-taking: big data evidence from 15 credit registers* », *Working Paper Series*, n° 2349, BCE, janvier 2020.

Si l'environnement de bas niveau des taux intérêt au sens large peut présenter des risques pour la stabilité financière, le meilleur moyen de remédier à des fragilités spécifiques consiste à recourir à des mesures macroprudentielles ciblées. Une dette excessive, la surévaluation de certains actifs financiers ou l'envolée des prix observée sur certains marchés immobiliers locaux peuvent être favorisées par un environnement plus généralisé de bas niveau des taux d'intérêt et peuvent représenter une menace pour la stabilité financière. Par exemple, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier 2020 a mis en évidence que, même dans un contexte de préoccupations croissantes concernant les perspectives macroéconomiques qui a vu les entreprises réduire leurs emprunts, la demande nette de prêts immobiliers continue d'augmenter à un taux supérieur à sa moyenne historique¹⁰⁸. Bien que le taux global de croissance des prêts immobiliers dans la zone euro ne soit pas très élevé par rapport à des épisodes passés, dans certains pays il peut susciter des inquiétudes pour la stabilité financière, car il peut engendrer des bulles sur les prix des logements au niveau local, ce qui obligeraient les autorités nationales à prendre des mesures macroprudentielles ciblées¹⁰⁹. Ainsi, le Comité européen du risque systémique (CERS) a récemment émis une série d'avertissements et de recommandations concernant les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier résidentiel¹¹⁰. Par ailleurs, les autorités macroprudentielles dans différentes juridictions ont activé une série de mesures dans le domaine de l'immobilier, concernant l'échéance et les quotités de financement des prêts et le ratio service de la dette/revenu des emprunteurs.

Encadré 2

La transmission des taux d'intérêt négatifs aux marchés monétaires de la zone euro

Nick Lighthart et Julian Schumacher

Les taux d'intérêt à court terme sur les marchés monétaires de la zone euro jouent un rôle crucial dans le processus de transmission de la politique monétaire, car ils servent de principaux points de référence aux banques pour la tarification des prêts aux ménages et aux entreprises.

Par conséquent, une transmission efficace de la politique monétaire nécessite que les modifications des taux directeurs de la BCE soient suivies de près par des évolutions des taux du marché monétaire. En définitive, les taux de marché qui importent le plus pour la tarification des prêts bancaires varient avec les taux des opérations non garanties au jour le jour, tels que le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) ou le taux à court terme de l'euro (€STR)¹¹¹.

L'offre de liquidités de banque centrale à disposition du système bancaire détermine lequel des taux directeurs de la BCE sert d'ancrage aux taux à court terme (cf. graphique A). Ce mécanisme

¹⁰⁸ Cf. « [L'enquête sur la distribution du crédit bancaire \(BLS\) – quatrième trimestre 2019](#) », BCE, janvier 2020.

¹⁰⁹ Cf. Burlon (L.), Gerali (A.), Notarpietro (A.) et Pisani (M.), « *Non-standard monetary policy, asset prices and macroprudential policy in a monetary union* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 88, 2018, p. 25-53.

¹¹⁰ Cf. « [ESRB issues five warnings and six recommendations on medium-term residential real estate sector vulnerabilities](#) », communiqué de presse, CERS, 23 septembre 2019.

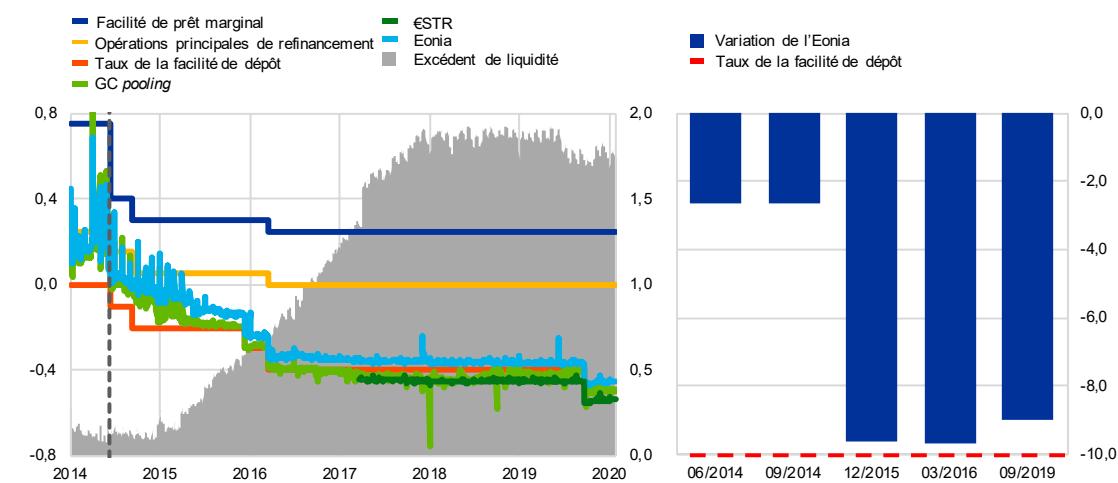
¹¹¹ Le taux interbancaire offert en euros (Euribor) et les taux des swaps de taux d'intérêt sont les taux de référence les plus couramment utilisés dans la zone euro pour la tarification des prêts bancaires aux SNF et aux ménages. Ces taux de référence dépendent des anticipations relatives aux taux des opérations non garanties au jour le jour, comme l'Eonia ou l'€STR, et donc, *in fine*, varient avec ces taux.

se vérifie également dans un environnement de taux d'intérêt négatifs. Si la banque centrale fournit des liquidités suffisantes pour répondre au plus juste à la demande du système bancaire, telle qu'elle résulte des réserves obligatoires et des facteurs autonomes, les intervenants de marché ont tendance à évaluer le coût du financement au jour je jour à un niveau proche de celui des opérations principales de refinancement¹¹². Dans un environnement caractérisé par un excédent de liquidité, en revanche, les taux au jour le jour sont ancrés sur le taux de la facilité de dépôt. Lorsque la BCE a démarré sa politique de taux d'intérêt négatifs en abaissant le taux de la facilité de dépôt en dessous de zéro en juin 2014, l'excédent de liquidité était déjà élevé par rapport aux niveaux d'avant la crise, à quelque 200 milliards d'euros. Par conséquent, les taux à court terme ont oscillé entre le taux de la facilité de dépôt et le taux des opérations principales de refinancement. L'injection de montants substantiels de liquidités excédentaires issues du programme d'achats d'actifs (APP) a orienté les taux d'intérêt plus nettement vers le taux de la facilité de dépôt, tout particulièrement depuis le démarrage du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) en mars 2015.

Graphique A

Taux à court terme du marché monétaire et excédent de liquidité

(partie gauche : échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : milliers de milliards d'euros ; partie droite : points de base)



Sources : BCE et Bloomberg.

Notes : La partie droite présente l'évolution de l'Eonia le premier jour qui a suivi chaque réduction de taux rapportée à la moyenne de l'Eonia au cours des cinq jours ouvrables qui ont précédé chaque réduction de taux. Le pré-ESTR est utilisé avant octobre 2019. Dans la partie gauche, la ligne verticale en pointillés indique l'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt. Dans la partie droite, la ligne horizontale en pointillés indique l'ampleur de chacune des réductions du taux de la facilité de dépôt (10 points de base). Dernières observations : 27 janvier 2020.

La politique de taux d'intérêt négatifs de la BCE s'est transmise correctement aux taux à court terme (cf. graphique A). L'Eonia, historiquement le taux des opérations de prêt interbancaire au jour le jour dans la zone euro, oscille actuellement autour de -0,45 %, soit approximativement 50 points de base au-dessous de son niveau de juin 2014¹¹³. Il a ainsi suivi parfaitement la réduction globale du taux de la facilité de dépôt depuis le démarrage de la politique de taux d'intérêt négatifs.

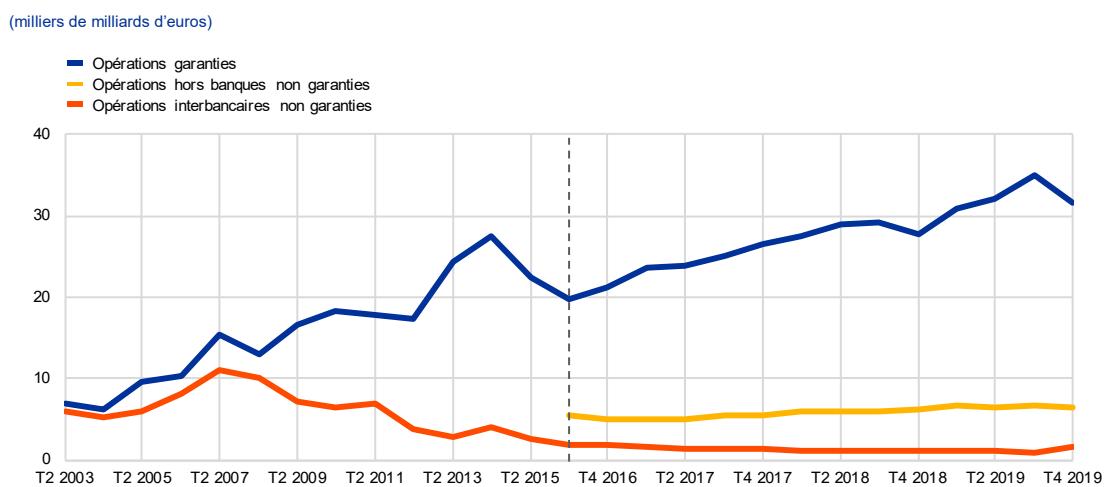
¹¹² Cf., entre autres, Poole (W.) (1968), « *Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy* », Journal of Finance, 23, 769-791 ; Whitesell (W.) (2006), « *Interest rate corridors and reserves* », Journal of Monetary Economics, 53(6), 1177-1195 ; et Bindseil (U.) (2014), « *Monetary Policy Operations and the Financial System* », Oxford University Press.

¹¹³ L'Eonia était traditionnellement calculé comme une moyenne pondérée des taux des opérations non garanties de prêt interbancaire au jour le jour. Toutefois, cette méthode de calcul n'est pas conforme au règlement de l'UE concernant les indices de référence (Règlement (UE) 2016/1011) et ne peut pas être utilisée pour les nouveaux contrats au-delà du 1^{er} janvier 2020. Par conséquent, depuis le 2 octobre 2019, l'Eonia a été défini comme l'ESTR majoré d'un spread fixe de 8,5 points de base.

Le décalage observé dans la répercussion des premières réductions du taux de la facilité de dépôt à un niveau inférieur à zéro en juin et septembre 2014 reflète probablement des coûts d'ajustement opérationnels des intervenants de marché dans le nouveau contexte de taux d'intérêt négatifs, ainsi que des frictions dans la répartition de l'excédent de liquidité au sein de la zone euro¹¹⁴. En revanche, les réductions suivantes du taux de la facilité de dépôt, qui sont intervenues dans un environnement de fort excédent de liquidité, ont été suivies rapidement par celles des taux courts du marché monétaire.

Graphique B

Chiffre d'affaires sur une sélection de compartiments du marché monétaire



Sources : Enquête sur le marché monétaire de l'euro (jusqu'au 2e trimestre 2015) et dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (MMSR) (depuis le 3^e trimestre 2016) de la BCE.

Notes : La ligne verticale en pointillés indique le démarrage de la collecte des données MMSR (T3 2016). Dernières observations : T4 2019.

L'excédent de liquidité engendré par les mesures non conventionnelles de la BCE a réduit la demande des banques en liquidités à court terme sur les marchés monétaires, ce qui a ensuite provoqué la baisse de certains taux de référence du marché monétaire au-dessous du taux de la facilité de dépôt. Cela traduit le fait que les banques de la zone euro bénéficient d'une option de sortie leur permettant de placer leur excédent de liquidité sur la facilité de dépôt plutôt que de le prêter sur le marché (cf. graphique B)¹¹⁵. Par conséquent, les taux des opérations non garanties de prêt interbancaire (comme, historiquement, l'Eonia) sont fondés sur des volumes de transactions faibles, mais sont restés supérieurs au taux de la facilité de dépôt. Dans le même temps, l'APP a également fourni des montants importants de liquidité à des institutions non bancaires et à des banques établies en dehors de la zone euro, qui n'ont pas accès à la facilité de dépôt de la BCE. Ces intervenants de marché doivent recourir aux marchés monétaires de la zone euro pour stocker leurs liquidités. Des taux de référence importants reflétant ce spectre plus large d'intervenants de marché, comme l'ESTR, sont donc dominés essentiellement par l'activité de dépôt des banques de la zone euro. Ces taux de référence sont passés au-dessous du taux de la facilité de dépôt, les banques disposant de réserves abondantes facturant un *spread* pour accepter des dépôts supplémentaires. Pour des raisons similaires, certains taux de pension (repo) oscillent également à un niveau inférieur au taux de la facilité de dépôt. Si les taux des repo GC (*general collateral*)

¹¹⁴ Cf. Demiralp (S.) et al., op. cit.

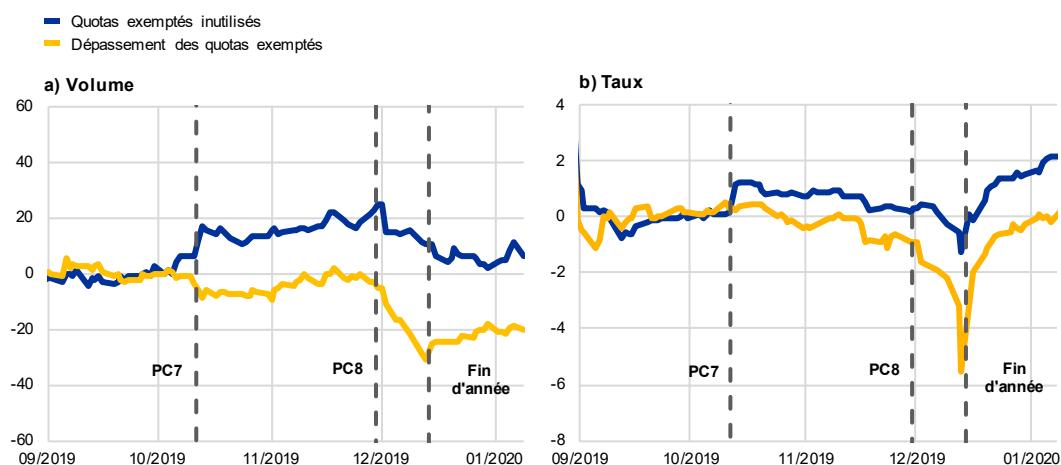
¹¹⁵ La chute de la demande s'explique par les règlements d'après-crise, qui ont fait augmenter le coût réglementaire des opérations de marché non garanties, une tendance probablement accentuée par une fragmentation résiduelle des marchés le long des frontières nationales.

réflètent le fait que les coûts du financement en espèces sont restés assez étroitement liés au niveau du taux de la facilité de dépôt, les taux repo sur le collatéral spécifique ont parfois chuté très en dessous, reflétant la recherche d'obligations spécifiques par les intervenants de marché¹¹⁶.

Graphique C

Réaction des volumes et des taux des emprunts garantis des banques à l'introduction du système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires

(partie gauche : pourcentages ; partie droite : points de base)



Source : BCE.

Notes : PC7 et PC8 correspondent à la septième et à la huitième périodes de constitution de réserves de 2019. Le graphique présente les volumes des emprunts garantis en cours et le taux d'emprunt moyen pondéré par les volumes des agents déclarants dans le dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (MMSR) qui effectuent des transactions de manière régulière sur le marché des opérations garanties, en distinguant entre les agents déclarants ayant au cours de la sixième période de constitution (PC6) des excédents de liquidité inférieurs à leur quota exempté (soit six fois leurs réserves obligatoires) (ligne bleue) et les agents déclarants ayant des excédents de liquidité supérieurs à leur quota exempté (ligne jaune). Pour chacun des deux groupes, les volumes d'encours sont présentés comme un écart en pourcentage moyen par rapport à la moyenne de la PC6. Les taux sont exprimés en écarts en points de base par rapport au taux moyen de la PC6. Les lignes verticales en pointillés indiquent le début de la PC7 (qui correspond à l'introduction du système à deux paliers), le début de la PC8 et la fin d'année 2019. Dernières observations : 25 janvier 2020.

En septembre 2019, la BCE a décidé de mettre en place un système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité afin de soutenir la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire. La première expérience acquise dans ce système suggère que l'excédent de liquidité restant soumis au taux de la facilité de dépôt suffit à garantir la poursuite d'une transmission efficace des taux directeur négatifs aux marchés monétaires de la zone euro¹¹⁷.

Dans le cadre du système à deux paliers, une partie des excédents de liquidité des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème est actuellement rémunérée à 0 % et non au taux de la facilité de dépôt. Cela incite les banques à détenir un excédent de liquidité inférieur à leur quota exempté pour pouvoir emprunter des réserves supplémentaires à un taux inférieur à 0 % et les déposer auprès de la banque centrale en réalisant un bénéfice. Les banques qui disposaient de quotas inutilisés avant l'introduction du système à deux paliers ont donc nettement accru leur activité d'emprunt sur le compartiment des opérations garanties du marché monétaire (cf. graphique C,

¹¹⁶ Les opérations de repo peuvent répondre à un besoin de trésorerie (initiées pour emprunter des espèces contre un collatéral) ou de titres (initiées pour « emprunter » temporairement des titres spécifiques qui sont utilisés comme collatéral en échange du prêt d'espèces). Les intervenants de marché étant à la recherche de titres spécifiques à affecter en garantie, certains paniers spécifiques à un émetteur, voire larges comme le GC (*general collateral*) se sont échangés au-dessous du taux de la facilité de dépôt. En réaction à ces évolutions, l'Eurosystème a amélioré sa facilité de prêt de titres en acceptant des garanties espèces à partir de décembre 2016, atténuant ainsi une partie de la pression sur les marchés repo de la zone euro.

¹¹⁷ En septembre 2019, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en place un système de rémunération des réserves à deux paliers pour soutenir la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire. Ce système est en vigueur depuis le 30 octobre 2019.

partie gauche). Dans le même temps, l'activité d'emprunt des banques sur le compartiment des opérations non garanties est restée limitée et essentiellement cantonnée à des marchés monétaires domestiques spécifiques. En conséquence, si les taux repo ont enregistré une pression à la hausse limitée et temporaire en raison de l'augmentation des transactions (cf. graphique C, partie droite), les taux de référence pour les opérations non garanties sont restés en grande partie inchangés. Le système à deux paliers a ainsi partiellement ravivé la demande de réserves, mais les taux des marchés monétaires sont restés globalement stables et ancrés à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt¹¹⁸.

4 Impact sur l'économie au sens large

L'impact global de la politique de taux d'intérêt négatifs sur la croissance des prêts résulte à la fois de l'allègement des coûts de financement lié à la baisse des taux directeurs et de l'activation de canaux non conventionnels lorsque ces taux s'inscrivent en territoire négatif. Tout comme les baisses de taux conventionnelles, la politique de taux d'intérêt négatifs exerce un effet d'assouplissement qui opère par le biais du canal de transmission de la politique monétaire fondé sur le crédit bancaire et résulte principalement d'une réduction du coût du financement bancaire. L'ampleur de cet effet de premier ordre peut toutefois différer de celui qu'induit une baisse de taux directeur en territoire positif dans la mesure où, comme expliqué précédemment, les taux négatifs donnent lieu à des frictions spécifiques, tout en activant des canaux supplémentaires, ce qui peut entraîner une multiplication des incitations fournies par l'orientation accommodante de la politique monétaire, notamment en ce qui concerne la création de crédit.

La diminution des coûts de financement non liés aux dépôts des particuliers a activé un canal du crédit bancaire qui a donné lieu à une accélération de la croissance agrégée des prêts aux entreprises d'environ 0,4 point de pourcentage. Les options de financement des banques incluent non seulement les dépôts des ménages et des entreprises, mais aussi les titres de créance, les financements de l'Eurosystème, les dépôts d'autres institutions financières et administrations publiques, les fonds d'investissement monétaires et les engagements extérieurs. Même dans l'hypothèse prudente où l'ensemble des dépôts du secteur privé non financier, quel qu'en soit le montant, se situe à la borne zéro des taux, encore deux-tiers environ des sources de financement peuvent être rémunérées à des taux inférieurs à zéro. D'après les régularités historiques, dans le cadre d'un canal du crédit bancaire conventionnel de propagation à l'économie au sens large¹¹⁹, cet allègement des coûts de financement aurait stimulé la croissance des prêts d'environ 0,4 point de pourcentage en moyenne. Il est important de noter

¹¹⁸ Cf. également l'encadré intitulé « *La réaction du marché au système à deux paliers* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

¹¹⁹ Albertazzi (U.), Nobili (A.) et Signoretti (F.) dans « *The bank lending channel of conventional and unconventional monetary policy* », à paraître, et Basten (C.) et Mariathasan (M.) dans « *How Banks Respond to Negative Interest Rates: Evidence from the Swiss Exemption Threshold* », CESifo Working Paper Series, n° 6901, 2018, affirment que le canal du crédit bancaire reste actif, même dans le cadre d'une politique de taux d'intérêt négatifs, tandis que Borio (C.) et Gambacorta (L.) dans « *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?* », BIS Working Papers, n° 268, 2017, soulignent que ce canal est moins efficace dans un environnement de taux d'intérêt bas.

qu'il s'agit d'une estimation prudente, non seulement parce que les taux appliqués aux dépôts ont en fait fléchi de 0,6 point de pourcentage, mais également parce qu'elle ne tient pas compte de l'atténuation des risques et de la diminution de la prime de terme¹²⁰.

L'examen des études empiriques disponibles suggère que les canaux non conventionnels soutiennent l'offre de prêt agrégée, entraînant une hausse supplémentaire de la croissance annuelle des prêts aux entreprises d'environ 0,3 point de pourcentage (cf. graphique 7). Les taux d'intérêt négatifs exercent des pressions sur les marges d'intermédiation des banques qui dépendent des dépôts des particuliers, ce qui conduit les banques en meilleure santé à augmenter leur offre de prêts ou à essayer de maintenir leur rentabilité par une quête de rendement¹²¹. Inversement, les banques plus faibles qui ont une capacité limitée à accroître leur offre de crédit ou leurs risques sont susceptibles de garder leurs taux débiteurs inchangés ou même d'être contraintes de les augmenter. La littérature économique appelle cela le « taux de retournement »¹²². D'autres études se concentrent sur le poids des actifs liquides dans les bilans des banques ou l'impact auto-déclaré de la politique monétaire sur les banques¹²³. Pour chaque étude et chaque caractéristique clé, nous calculons la croissance des prêts bancaires accordés aux entreprises qui aurait été observée si la BCE n'avait pas adopté une politique de taux d'intérêt négatifs en 2014. Nous classons ensuite ces données contrefactuelles en fonction de la croissance des prêts obtenue et reportons la médiane (la courbe pointillée noire dans le graphique 7) et l'intervalle global (zone en gris), qui recouvre des valeurs allant d'un niveau légèrement supérieur à la croissance effective des prêts (courbe bleue) à un niveau très inférieur. En l'absence de politique de taux d'intérêt négatifs, la croissance des prêts pour les banques subissant des retombées négatives de cette politique (en raison de la perte de revenu liée au taux plancher sur les dépôts des particuliers) aurait été supérieure de 0,3 point de base à la croissance des prêts observée. Dans le même temps, la croissance des prêts aurait été nettement plus faible pour les banques dont l'activité de prêt a été positivement affectée par la politique menée (la médiane dans les différentes études étant de – 0,5 point de pourcentage par an, avec des estimations allant jusqu'à – 1,6 point de pourcentage au bas de la fourchette). Si l'on prend en compte l'ensemble des analyses empiriques disponibles, la croissance

¹²⁰ Dans le même temps, le recours au financement de détail varie considérablement selon les pays et les modèles d'activité des banques.

¹²¹ Cf. Heider (F.) et al., *op. cit.* ; Demiralp (S.) et al., *op. cit.* ; et Grandi (P.) et Guille (M.), « *The Upside Down: French Banks, Deposits and Negative Policy Rates* », *mimeo*, 2020.

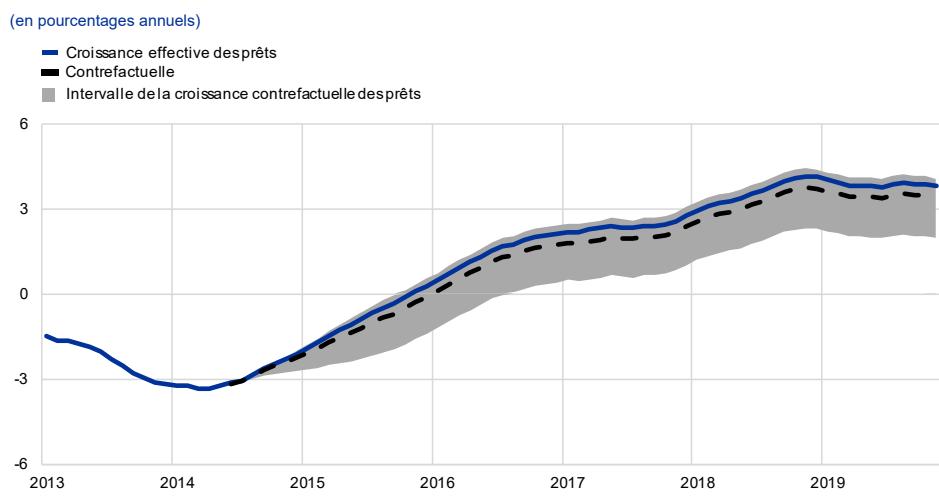
¹²² Cf. Brunnermeier (M.) et Koby (Y.), « *The Reversal Interest Rate* », *NBER Working Papers*, n° 25406, décembre 2018. Eggertsson (G.B.), Juelsrud (R.E.), Summers (L.H.) et Wold (E.G.), « *Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel* », *NBER Working Papers*, n° 25416, janvier 2019, concluent à une hausse des taux débiteurs pour la Suède en raison d'une baisse du taux directeur à un niveau négatif, bien que les données soient contrastées, comme le soulignent Erikson (H.) et Vestin (D.), dans « *Pass-through at mildly negative policy rate: The Swedish case* », *Vox column*, CEPR Policy Portal, 22 janvier 2019.

¹²³ Pour la pertinence des actifs liquides, cf. Bottero (M.) et al., *op. cit.* Pour l'impact auto-déclaré de la politique de taux d'intérêt négatifs, cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.) et Ongena (S.), « *Credit supply and demand in unconventional times* », *Working Paper Series*, n° 2202, BCE, novembre 2018 ; et Arce (Ó.), García-Posada (M.), Mayordomo (S.) et Ongena (S.), « *Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits* », *Working Papers*, n° 1832, Banco de España, 2018.

contrefactuelle des prêts en l'absence de politique de taux d'intérêt négatifs aurait été plus faible d'environ 0,3 point de pourcentage par an.

Graphique 7

Impact estimé de la politique de taux d'intérêt négatifs sur les prêts bancaires aux entreprises



Sources : Altavilla (C.) *et al.*, « *Credit supply and demand in unconventional times* », *op. cit.* ; Arce (Ó.) *et al.*, *op. cit.* ; Bubeck (J.), Maddaloni (A.) et Peydró (J.-L.), « *Negative Monetary Policy Rates and Systemic Banks' Risk-Taking: Evidence from the Euro Area Securities Register* », *Working Papers*, n° 1128, Barcelona Graduate School of Economics, novembre 2019 ; Bottero (M.) *et al.*, *op. cit.* ; Demirguc-Kunt (S.) *et al.*, *op. cit.* ; Grandi (P.) et Guille, (M.), *op. cit.* ; Heider (F.) *et al.*, *op. cit.* ; et Tan (G.), « *Beyond the zero lower bound: negative policy rates and bank lending* », *DNB Working Paper*, n° 649, septembre 2019.

Notes : La courbe bleue représente la croissance annuelle effective des prêts aux SNF (moyenne mobile sur six mois). La zone grise représente la dispersion de la croissance des prêts entre les banques selon leur exposition aux effets spécifiques à la politique de taux d'intérêt négatifs, qui correspond à un écart type de la caractéristique clé de la banque par rapport au tercile inférieur de la distribution tel qu'identifié par les diverses contributions de la littérature (ratio de dépôt, ratio de liquidité, réponse à la question relative à la politique de taux d'intérêt négatifs dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire). La réponse relative pour un écart type supérieur (inférieur) à la moyenne est calculée comme la réponse maximale (minimale) tirée de la littérature, adaptée pour prendre en compte la formulation différente des exercices empiriques et normalisée en fonction des spécificités de chaque échantillon (période et pays). La courbe en pointillés représente la médiane de toutes les études.

Dans l'ensemble, les données empiriques font état d'un impact favorable de la politique de taux d'intérêt négatifs sur la croissance des prêts (d'environ 0,7 point de pourcentage par an), une évaluation corroborée par les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (cf. graphique 8).

Un pourcentage net systématiquement positif de banques de la zone euro ont déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt s'était traduit par une augmentation des volumes de prêts (partie a). En moyenne, en pourcentage net, 10 % des banques ont déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt s'était traduit par une augmentation des volumes de prêts consentis aux entreprises, tandis que cette part était de 15 % pour les prêts au logement accordés aux ménages¹²⁴. En phase avec l'expansion de l'offre de crédit, la baisse des taux débiteurs a été encore plus généralisée, environ 40 % des banques ayant déclaré une baisse des taux débiteurs en termes nets pour les prêts consentis aux entreprises et les prêts au logement accordés aux ménages.

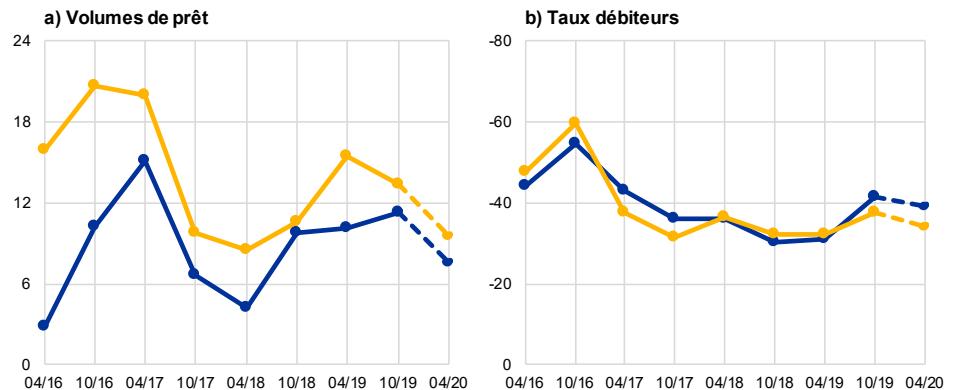
¹²⁴ Cf. Altavilla (C.), Andreeva (D.C.), Boucinha (M.) et Holton (S.), « *Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 222, BCE, mai 2019.

Graphique 8

Impact d'un taux négatif de la facilité de dépôt sur les conditions d'octroi de prêts ainsi qu'indiqué par les banques dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

(pourcentages nets faisant état d'un impact positif)

- Entreprises
- Ménages (logement)



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

Notes : Les réponses se rapportent aux questions relatives à l'impact exercé par le taux négatif de la facilité de dépôt sur les volumes de prêts (partie a) et les taux débiteurs (partie b) au cours de la période de six mois s'achevant à la date figurant sur l'axe des abscisses. Les observations se rapportant à avril 2020 correspondent à l'impact attendu sur la période de six mois s'achevant en avril 2020. Le pourcentage net est le pourcentage de banques déclarant un impact positif moins le pourcentage de banques déclarant un impact négatif. Les données par pays sont pondérées par le volume de prêts afin d'obtenir des données agrégées pour la zone euro. Dernière observation : octobre 2019

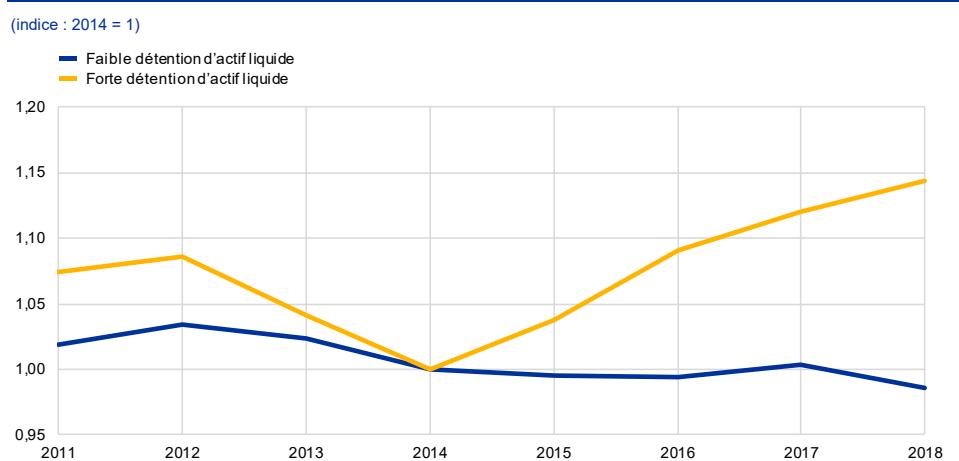
Les taux d'intérêt négatifs, associés aux autres mesures de politique monétaire, ont contribué à l'expansion en zone euro et soutenu les anticipations d'inflation. D'après les estimations des services de l'Eurosystème, fin 2019, le niveau du PIB en volume a été supérieur de 2,5 à 3,0 points de pourcentage à ce qu'il aurait été en l'absence des mesures non conventionnelles prises par la BCE depuis mi-2014. La contribution de la politique monétaire au taux d'inflation de la zone euro a été, selon les estimations, comprise en moyenne entre un tiers et la moitié d'un point de pourcentage par an jusqu'en 2019. Identifier la contribution individuelle de chaque instrument de politique monétaire est difficile, en raison de leur interaction (une caractéristique qui a souvent incité la BCE à les combiner dans le cadre d'un train de mesures). Toutefois, une manière prudente d'isoler la contribution de la politique de taux d'intérêt négatifs est de passer au crible de modèles macroéconomiques son impact estimé sur le rendement, comme examiné dans l'encadré 1. Ces estimations suggèrent qu'environ un sixième de l'impact cumulé total sur la croissance du PIB est imputable à la politique de taux d'intérêt négatifs en tant qu'instrument autonome. Cela représente une contribution tangible, compte tenu des ajustements de taux globalement limités en territoire négatif¹²⁵. La politique de taux d'intérêt négatifs explique une part similaire de l'effet global de la politique monétaire sur l'inflation. Comme établi plus haut, ces estimations fournissent une évaluation prudente de la contribution de la politique de taux d'intérêt négatifs, qui est renforcée par sa complémentarité avec les autres outils de politique monétaire.

¹²⁵ La méthodologie utilisée ici est expliquée en détail dans Rostagno (M.) et al., op. cit.

Il existe des raisons de penser que l'impact sur l'économie au sens large va au-delà de la transmission via le crédit bancaire. Des canaux supplémentaires émergent ou se renforcent à mesure que les taux directeurs deviennent de plus en plus négatifs. L'effet de la politique de taux d'intérêt négatifs sur la rémunération des actifs liquides dans lesquels le secteur des entreprises investit habituellement en constitue un exemple. Cette politique comprime la rémunération des actifs liquides et se transmet aux dépôts des entreprises à mesure que les taux directeurs deviennent de plus en plus négatifs et que les anticipations de leur relèvement futur s'éloignent dans le temps. En utilisant les informations recueillies auprès de plus de 300 banques et 3 millions d'entreprises opérant dans 19 pays de la zone euro, le graphique 9 présente différents profils de l'investissement non financier des entreprises exposées à des taux négatifs sur les dépôts, établissant une distinction en fonction de leur détention d'actifs liquides¹²⁶. Les entreprises dont la détention d'actifs liquides est élevée et qui sont soumises à des taux négatifs sur les dépôts sont incitées à réduire ces actifs liquides en augmentant leur investissement non financier (courbe jaune). En revanche, les entreprises dont la détention d'actifs liquides est faible et qui ne sont en conséquence pas particulièrement affectées par les taux négatifs sur les dépôts n'ont pas affiché une telle accélération (courbe bleue). L'analyse économétrique formelle de ce canal des entreprises suggère qu'il est capable d'accroître d'1 point de pourcentage l'investissement agrégé des entreprises. En ligne avec ce résultat empirique, selon une enquête du secteur privé portant sur 500 entreprises allemandes menée en juillet-août 2019, confrontées à des taux négatifs sur les dépôts, 32 % des entreprises accroissent leurs investissements dans leur propre activité¹²⁷.

Graphique 9

Croissance de l'investissement des entreprises exposées à la politique de taux négatifs sur les dépôts



Source : Altavilla (C.), Burlon (L.), Giannetti (M.) et Holton (S.), « *The impact of negative interest rates on banks and firms* », Vox column, CEPR Policy Portal, 8 novembre 2019.

Notes : La croissance de l'investissement est orthogonale par rapport aux effets fixes par entreprise et normalisée à 1 pour 2014. Dernière observation : 2018.

¹²⁶ Cf. Altavilla (C.) et al., « *The impact of negative interest rates on banks and firms* », op. cit.

¹²⁷ Cf. « *Zwischen Sicherheit und Chance: Wie der Mittelstand anlegt* », étude de marché de la Commerzbank en collaboration avec Forsa, 16 octobre 2019.

5 Conclusion

L'impulsion donnée à l'économie au sens large par la politique de taux d'intérêt négatifs a permis de déclencher un assouplissement des conditions de financement et a ainsi, *in fine*, contribué à la stabilité des prix. La réduction des taux d'intérêt a été canalisée par le biais de mécanismes de transmission conventionnels et non conventionnels, ce qui a généré une baisse des coûts du financement bancaire et stimulé la création de crédit. Les effets ont été hétérogènes d'une banque à l'autre. Toutefois, la dispersion des réactions selon les banques ne remet pas en question l'effet de premier ordre globalement favorable de la politique de taux d'intérêt négatifs sur les conditions de financement. Malgré les facteurs défavorables susceptibles de peser sur la transmission qui ont été examinés plus haut, il n'existe pour l'instant aucun signe que l'impulsion donnée par cette politique soit épuisée, dans la mesure où de nouveaux canaux émergent tandis que d'autres disparaissent. Au final, la réaction macroéconomique a été notable et a contribué à rapprocher l'inflation de l'objectif de la BCE.

Des périodes prolongées de taux d'intérêt négatifs peuvent cependant entraver la transmission de la politique monétaire. Des périodes prolongées de taux négatifs sont qualitativement différentes de brèves périodes « expérimentales ». Si les taux directeurs négatifs s'étaient révélés de courte durée, ils auraient pu devenir une anecdote sans importance dans l'histoire du métier de banquier central. Toutefois, comme les taux négatifs persistent, les banques réagissent de façon à éviter les effets défavorables de cette situation sur leur rentabilité, bien que leur marge de manœuvre pour y parvenir se réduise au fil du temps. Dans l'environnement de politique monétaire actuellement observé dans la zone euro, les effets d'une longue période de taux négatifs nécessitent un suivi continu et attentif dans la mesure où nous nous aventurons plus loin en territoire inconnu.

Globalement, les perspectives macroéconomiques et la stabilité des prix tirent encore largement bénéfice de la politique de taux d'intérêt négatifs. Afin de soutenir la transmission de la politique monétaire par les banques, la BCE a adopté un système de rémunération des réserves à deux paliers. En parallèle, les risques spécifiques qui pèsent sur la stabilité financière sont gérés par des mesures provenant d'autres domaines d'action, qui sont spécifiquement chargés de lutter contre les phénomènes et les comportements associés à ces risques. La surveillance microprudentielle suit le comportement de prise de risque des banques et, jusqu'ici, a fourni aux intermédiaires un éventail adapté d'incitations à calibrer leur attitude à l'égard du risque en fonction des circonstances macroéconomiques. De plus, les autorités macroprudentielles nationales et supranationales peuvent efficacement surveiller les bulles immobilières localisées et les autres menaces pesant sur la stabilité financière, et y faire face. De telles mesures permettent à l'économie de la zone euro de continuer à tirer bénéfice de l'effet stimulant significatif et nécessaire de la politique de taux d'intérêt négatifs, qui s'est révélée une partie intégrante et efficace de la réponse de politique monétaire apportée par la BCE aux défis passés et actuels auxquels elle est confrontée.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises ¹⁾			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,0
2019 T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
T3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,3	1,5	1,2
T4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,0	0,7
2020 T1	46,2	47,9	47,8	44,4	42,0	44,2	46,9	46,0	46,1	.	.	.
2019 Novembre	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,7	51,5	49,5	0,0	-1,8	1,1
Décembre	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,1	51,8	49,5	-0,8	-3,0	0,7
2020 Janvier	52,4	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,4	-3,6	0,1
Février	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,9	44,4	-1,9	-2,8	-1,3
Mars	41,3	40,9	37,1	36,2	46,7	29,7	46,7	39,4	44,4	.	.	.
Avril	.	27,4	.	.	.	13,5	.	.	.	.	.	.

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)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
		Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	—	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02	
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05	
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08	
2019 Septembre	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09	
Octobre	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11	
Novembre	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10	
Décembre	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06	
2020 Janvier	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05	
Février	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07	
Mars	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09	

Source : BCE.

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

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2019 Septembre	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02	
Octobre	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14	
Novembre	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23	
Décembre	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41	
2020 Janvier	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10	
Février	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13	
Mars	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09	

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2
2019 Sept.	379,7	3514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2982,2	21585,5
Oct.	382,8	3551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2977,7	22197,5
Nov.	398,4	3693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3107,2	23278,1
Déc.	400,9	3715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3178,9	23660,4
2020 Janvier	406,9	3758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3278,4	23642,9
Février	407,1	3734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3282,5	23180,4
Mars	308,5	2824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2652,4	18974,0

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10		Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans				
		1	2	3	4										11	12	13	14	15	16	
2019	Mars	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,17	2,36	1,59	1,82	1,83	1,81	2,06	1,78				
	Avril	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75				
	Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72				
	Juin	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67				
	Juillet	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61				
	Août	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56				
	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,43	1,77	1,48				
	Octobre	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44				
	Novembre	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,64	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47				
	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,56	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41				
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43				
	Février ^(p)	0,02	0,36	0,32	0,71	5,63	16,60	5,51	5,57	6,14	2,21	1,43	1,54	1,38	1,36	1,70	1,41				

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :				≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
		≤ 2 ans	> 2 ans	4		Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13	
	1	2	3	4														
2019	Mars	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65			
	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62			
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57			
	Juin	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55			
	Juillet	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56			
	Août	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52			
	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54			
	Octobre	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56			
	Novembre	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55			
	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55			
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55			
	Février ^(p)	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			

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours						Émissions brutes ¹⁾								
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques				
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques		
Court terme															
2017	1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2019	Septembre	1392	597	185	.	105	439	66	412	156	88	.	48	81	41
	Octobre	1356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45
	Novembre	1341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
	Décembre	1277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35
2020	Janvier	1362	595	173	.	99	422	73	498	206	78	.	56	100	57
	Février	1383	596	195	.	104	414	74	425	172	100	.	48	68	37
Long terme															
2017	15 353	3 560	3 060	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15 746	3 688	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16 314	3 819	3 398	.	1 320	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7	
2019	Septembre	16 268	3 805	3 310	.	1 319	7 200	634	284	82	91	.	34	74	4
	Octobre	16 220	3 802	3 326	.	1 316	7 153	623	274	61	98	.	24	85	6
	Novembre	16 366	3 833	3 404	.	1 329	7 172	628	275	63	109	.	26	71	6
	Décembre	16 314	3 819	3 398	.	1 320	7 151	626	164	58	66	.	14	24	2
2020	Janvier	16 430	3 856	3 437	.	1 324	7 188	625	341	118	87	.	16	110	10
	Février	16 491	3 866	3 413	.	1 339	7 243	630	260	72	55	.	22	101	10

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance						Actions cotées					
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale						
Encours												
2017	16 593,4	4 079,9	3 214,9	.	1 293,1	7 304,7	700,8	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6	
2018	16 962,4	4 192,8	3 331,7	.	1 318,7	7 445,8	673,4	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2	
2019	17 591,3	4 369,4	3 573,4	.	1 404,8	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6	
2019	Septembre	17 659,9	4 401,9	3 494,4	.	1 424,2	7 639,5	699,8	8 190,9	496,1	1 356,9	6 337,9
	Octobre	17 576,5	4 380,9	3 503,7	.	1 421,7	7 577,4	692,8	8 265,6	508,2	1 369,0	6 388,3
	Novembre	17 707,6	4 402,4	3 582,3	.	1 431,2	7 597,7	693,9	8 511,9	524,1	1 401,7	6 586,2
	Décembre	17 591,3	4 369,4	3 573,4	.	1 404,8	7 557,2	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6
2020	Janvier	17 792,0	4 450,7	3 610,4	.	1 423,7	7 609,8	697,3	8 487,1	525,3	1 391,5	6 570,4
	Février	17 874,1	4 462,2	3 607,9	.	1 443,1	7 657,3	703,6	7 763,6	488,4	1 238,7	6 036,5
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	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0	
2019	Septembre	3,1	4,3	3,5	.	5,0	1,8	3,1	-0,1	0,4	-0,1	
	Octobre	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	
	Novembre	3,0	3,9	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	
	Décembre	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	
2020	Janvier	3,2	4,1	5,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	
	Février	3,1	3,5	5,4	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5
2019	T2	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8
	T3	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9
	T4	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2
2020	T1	96,7	89,5	91,8	-	-	-	90,0
2019	Octobre	97,4	90,9	91,7	-	-	116,6	90,9
	Novembre	96,7	90,2	91,1	-	-	116,0	90,3
	Décembre	96,7	90,1	91,4	-	-	116,0	90,2
2020	Janvier	96,2	89,3	91,0	-	-	115,5	89,4
	Février	95,6	88,7	90,9	-	-	114,9	88,8
	Mars	98,1	90,6	93,6	-	-	119,3	91,8
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2020	Mars	2,7	2,2	3,0	-	-	3,8	3,3
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2020	Mars	1,3	-0,5	2,3	-	-	2,7	0,3

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019	T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126
	T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096
	T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096
2020	T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067
2019	Octobre	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098
	Novembre	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098
	Décembre	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093
2020	Janvier	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076
	Février	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065
	Mars	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2020	Mars	1,8	1,6	6,1	0,0	2,5	-0,9	3,8	6,4	0,9	2,9	-0,5
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2020	Mars	2,4	2,0	3,5	0,1	9,4	-5,4	3,3	4,2	1,5	3,6	-6,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

	Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)													
2019	T1	26 555,6	26 818,9	-263,3	11 090,1	9 070,3	9 137,7	11 200,9	-92,3	5 679,0	6 547,8	741,1	14 639,8
	T2	26 701,6	27 003,5	-301,9	10 941,0	9 050,9	9 242,1	11 374,0	-75,5	5 823,2	6 578,6	770,8	14 760,0
	T3	27 793,7	27 946,5	-152,8	11 333,5	9 364,6	9 630,7	11 849,2	-91,0	6 093,5	6 732,7	827,0	15 112,7
	T4	27 555,9	27 618,4	-62,6	11 207,0	9 322,3	9 905,8	11 943,5	-48,5	5 678,0	6 352,7	813,6	14 517,2
encours en pourcentage du PIB													
2019	T4	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
Flux													
2019	T1	367,7	275,5	92,2	110,4	6,8	61,7	149,1	5,4	187,4	119,6	2,8	-
	T2	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
	T3	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
	T4	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2019	Septembre	58,6	6,9	51,7	43,9	33,8	69,2	75,5	-2,1	-46,4	-102,4	-5,9	-
	Octobre	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
	Novembre	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
	Décembre	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020	Janvier	399,8	396,0	3,9	21,4	4,4	86,7	121,6	8,1	282,7	269,9	1,0	-
	Février	165,5	120,9	44,6	34,1	11,3	30,3	28,9	15,0	87,3	80,7	-1,1	-
flux cumulés sur 12 mois													
2020	Février	1 023,0	714,9	308,1	92,1	100,2	482,1	508,1	59,7	383,7	106,6	5,4	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2020	Février	8,6	6,0	2,6	0,8	0,8	4,0	4,3	0,5	3,2	0,9	0,0	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

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

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	10040,0	176,3	1991,5	503,1	1909,9	468,8	465,9	1132,7	1143,5	1897,7	350,5	1160,9
2018	10356,9	177,9	2039,7	537,9	1968,6	488,6	472,0	1167,0	1194,9	1955,1	355,2	1204,6
2019	10665,6	179,8	2048,8	580,4	2031,8	513,8	480,6	1205,5	1240,7	2020,3	364,0	1241,1
2019 T1	2644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
T2	2659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
T3	2673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
T4	2693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2019 T1	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
T2	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
T3	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
T4	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 T1	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
T2	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
T3	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
T4	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	—
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
T4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	—
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	—
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	—
T3	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T4	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personnes employées														
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9	
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8	
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0	
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4	
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7	
2019 T1	1,4	1,6	0,3	-0,4	1,3	3,3	1,3	4,2	-0,4	2,5	1,8	1,4	0,2	
T2	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7	
T3	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9	
T4	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0	
Heures travaillées														
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2	
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1	
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4	
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4	
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6	
2019 T1	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5	
T2	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3	
T3	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5	
T4	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0	
Heures travaillées par personne employée														
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5	
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1	
2019 T1	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3	
T2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4	
T3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4	
T4	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾											Taux de vacance d'em- ploi ³⁾ % du total des postes		
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge			Par sexe							
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Hommes	Femmes							
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2016			100,0		81,8		18,3		52,2		47,8					
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9		
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1		
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3		
2019 T2	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3		
T3	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2		
T4	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2		
2020 T1	.	.	12,038	7,3	.	9,804	6,5	2,234	15,5	6,173	7,0	5,865	7,7	.		
2019 Octobre	–	–	12,169	7,4	–	9,935	6,6	2,234	15,5	6,246	7,1	5,924	7,8	–		
Novembre	–	–	12,135	7,4	–	9,899	6,6	2,236	15,6	6,239	7,1	5,896	7,7	–		
Décembre	–	–	12,098	7,3	–	9,871	6,6	2,227	15,4	6,267	7,1	5,831	7,6	–		
2020 Janvier	–	–	11,999	7,3	–	9,795	6,5	2,203	15,3	6,168	7,0	5,831	7,6	–		
Février	–	–	11,959	7,3	–	9,736	6,5	2,223	15,4	6,178	7,0	5,781	7,6	–		
Mars	–	–	12,156	7,4	–	9,881	6,6	2,275	15,8	6,174	7,0	5,982	7,8	–		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme de simples moyennes des données mensuelles.

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle					Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières		
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants			
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie			7	9	10	11			
	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13		
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0		
variations annuelles en pourcentage														
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6	
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9	
2019	-1,4	-1,4	-2,6	-2,0	1,4	-1,9	2,2	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,9	1,8	
2019 T2	-1,4	-1,6	-2,5	-2,9	1,8	-0,3	2,3	-3,6	2,1	1,2	3,0	0,3	-0,7	
T3	-1,8	-1,7	-3,4	-1,4	0,3	-1,9	1,4	-4,7	2,7	0,8	4,2	1,1	0,6	
T4	-2,1	-2,3	-3,9	-3,0	1,9	-2,5	0,5	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,4	12,5	
2020 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-27,3
2019 Octobre	-1,7	-1,7	-3,6	-2,7	3,0	-2,6	0,8	-4,7	1,8	0,4	2,9	0,6	9,8	
Novembre	-1,4	-1,5	-2,9	-1,5	0,9	-1,6	1,4	-7,9	2,5	1,6	3,6	-1,3	9,9	
Décembre	-3,4	-3,7	-5,6	-5,1	1,8	-3,3	-2,1	-4,6	1,9	-0,4	3,9	-0,5	17,9	
2020 Janvier	-1,7	-1,1	-1,5	-1,7	0,8	-6,9	6,9	-1,4	2,2	1,0	2,9	0,2	-5,8	
Février	-1,9	-1,9	-0,8	-3,6	0,4	-2,2	-0,9	-1,3	3,0	3,2	2,9	0,3	-6,3	
Mars	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-60,2
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2019 Octobre	-0,3	-0,4	0,5	-2,2	0,9	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,5	-0,4	0,5	4,1	
Novembre	-0,6	-0,6	-0,4	0,3	-1,4	0,8	0,8	-0,4	0,9	0,5	1,4	-1,2	2,3	
Décembre	-1,8	-1,7	-2,0	-3,2	-0,3	-1,8	-1,6	-0,5	-0,9	-1,0	-1,1	-0,1	7,8	
2020 Janvier	2,3	2,4	3,6	2,6	0,7	-0,5	4,0	2,4	0,7	0,8	0,6	2,0	-15,5	
Février	-0,1	0,0	0,4	-1,5	0,3	0,7	-1,5	-1,2	0,9	2,4	0,2	-0,1	1,0	
Mars	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-56,4

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T2	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
T3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
T4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 T1	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 Novembre	100,7	-8,9	-	-7,2	3,9	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
Décembre	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Janvier	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Février	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
Mars	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
Avril	67,0	-30,4	69,7	-22,7	-12,8	-28,3	-35,0	85,6	33,6	18,4	11,7	13,5

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

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

Sources : BCE et Eurostat.

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

2) Actifs financiers (net 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 participation aux bénéfices utilise le revenu net d'entreprise, qui est globalement équivalent au bénéfice non distribué en comptabilité d'entreprise.

4) Défini comme étant les prêts consolidés et les engagements en 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	T1	1067,3	980,7	86,5	600,2	522,0	238,1	213,3	200,4	176,3	28,5	69,1	11,4	15,6
	T2	1066,0	1001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
	T3	1088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
	T4	1090,8	1009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2019	Septembre	363,4	327,4	36,0	202,0	174,4	83,8	68,8	68,4	61,8	9,1	22,3	2,7	2,8
	Octobre	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
	Novembre	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
	Décembre	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020	Janvier	370,2	338,4	31,8	203,7	174,1	86,8	78,5	70,3	60,5	9,4	25,3	2,9	2,3
	Février	366,0	325,9	40,2	206,6	173,4	84,1	79,1	65,6	55,7	9,7	17,7	4,6	2,4
		flux cumulés sur 12 mois												
2020	Février	4 339,0	3 999,8	339,2	2 419,2	2 084,7	999,5	932,7	807,4	723,3	112,9	259,1	46,3	62,2
2020	Février	36,4	33,6	2,8	20,3	17,5	8,4	7,8	6,8	6,1	0,9	2,2	0,4	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T1	3,7	5,4	586,1	283,3	121,1	173,0	493,6	533,3	306,4	86,8	133,3	383,4	64,0
	T2	2,1	2,5	581,8	275,7	120,2	175,6	486,6	531,1	302,2	85,7	134,7	381,6	65,6
	T3	3,2	0,6	584,7	279,5	117,9	177,4	488,9	530,3	297,7	87,8	137,1	387,2	60,2
	T4	2,1	-1,9	592,4	277,2	125,5	179,2	496,2	527,3	293,0	86,8	138,3	385,2	60,8
2019	Septembre	5,3	2,3	195,8	93,0	39,4	59,6	163,2	177,3	98,3	29,3	47,1	129,6	19,8
	Octobre	4,5	-2,3	200,3	93,2	43,4	60,8	168,2	176,4	97,4	30,0	46,5	129,7	19,2
	Novembre	-2,6	-4,0	194,8	91,5	40,6	59,1	163,8	176,1	98,1	28,6	46,4	128,9	20,2
	Décembre	4,9	1,2	197,2	92,6	41,5	59,3	164,2	174,8	97,5	28,1	45,4	126,6	21,4
2020	Janvier	0,1	-0,5	196,8	93,8	39,4	60,1	164,6	178,6	100,9	29,0	46,2	129,0	22,1
	Février	1,6	-0,9	200,3	.	.	.	166,1	174,5	.	.	.	126,1	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2019	T1	-0,3	1,7	108,0	111,5	107,5	105,3	108,1	110,1	110,1	109,6	112,3	111,7	105,0
	T2	-1,4	-0,2	106,4	108,2	105,9	105,3	106,2	109,2	107,5	109,3	113,4	111,5	97,3
	T3	1,0	1,7	106,7	109,6	103,4	106,0	106,2	109,7	108,3	111,2	113,0	111,8	96,7
	T4	0,0	-1,7	107,5	108,7	108,7	106,0	107,1	107,6	106,0	106,0	112,8	109,9	96,6
2019	Août	-4,2	-2,5	106,8	109,9	103,1	106,1	106,4	109,6	108,4	111,2	111,5	111,2	99,1
	Septembre	3,3	3,9	107,1	109,5	103,5	106,5	106,2	109,4	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7
	Octobre	2,3	-0,9	109,5	109,9	113,0	108,7	109,3	108,5	106,1	111,9	113,6	111,5	93,2
	Novembre	-4,3	-3,4	106,4	108,0	106,0	105,0	106,4	108,1	106,9	104,6	113,7	110,4	97,4
	Décembre	2,3	-0,7	106,7	108,3	107,1	104,5	105,6	106,3	105,0	101,4	111,1	107,8	99,2
2020	Janvier	-2,7	-3,3	105,8	108,3	102,3	105,2	105,0	107,8	107,2	106,4	111,6	109,3	101,1

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

1.1 Indices des prix à la consommation

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2	3	4		6	7	8	9			
% du total en 2019		100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0
2017		101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	–	–	–	–	–	–	1,6
2018		103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	–	–	–	–	–	–	1,7
2019		104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	–	–	–	–	–	–	1,1
2019	T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3
	T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9
	T4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0
2020	T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,3	0,2	-1,3	0,2	1,2
2019	Novembre	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,9
	Décembre	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3
2020	Janvier	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	-0,1	1,5
	Février	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	0,9	0,1	-1,6	0,1	1,3
	Mars	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8
	Avril ³⁾	105,5	0,4	0,9	–	1,2	-0,1	0,4	4,0	-0,2	-4,8	0,3	–

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

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 corrige des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnement décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique*, n° 3, 2016 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf).

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-turier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1			
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,1	5,4			
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	4,7			
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	6,5			
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	5,4			
T4	104,4	-1,3	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,3	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,9			
2019 Septembre	104,2	-1,1	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	—	—	—			
Octobre	104,2	-1,9	-0,7	0,4	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,7	-7,7	—	—	—			
Novembre	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,7	-6,0	—	—	—			
Décembre	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	—	—	—			
2020 Janvier	104,7	-0,7	1,2	0,6	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,7	-4,1	—	—	—			
Février	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,5	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾	Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾					
			Total	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	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,6	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 T2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
T3	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
T4	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 T1	—	—	—	—	—	—	—	—	45,9	3,3	9,1	-1,7	2,7	9,0	-3,8
2019 Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,8	3,8	9,9	-1,6	6,5	17,2	-4,2
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	59,3	6,4	11,2	2,2	6,8	14,4	-1,1
2020 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	57,3	7,2	11,3	3,5	6,9	12,9	0,7
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	50,5	2,4	8,7	-3,0	2,2	9,2	-4,9
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	29,7	0,4	7,2	-5,5	-0,9	5,0	-7,1

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 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
		Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2015		4,3	–	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2017		9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018		11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019		4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019	T2	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
	T3	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
	T4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020	T1	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019	Novembre	0,8	6,4	7,3	6,1	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
	Décembre	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020	Janvier	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
	Février	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
	Mars	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
	Avril	-7,9	-8,4	-8,1	-13,7	4,8	44,9	44,7	45,9	39,4

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3		24,7		69,0
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	2,6	1,7
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,7	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,3	2,2
2019	T1	99,8	2,6	2,7	2,0	2,6	2,5
	T2	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1
	T3	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5
	T4	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires¹⁾

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11	12		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours													
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5	
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8	
2019	1 219,6	7 724,3	8 943,9	1 069,4	2 365,0	3 434,3	12 378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12 997,3	
2019	T2	1 189,0	7 415,4	8 604,4	1 111,1	2 338,5	3 449,6	12 054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12 690,0
	T3	1 204,1	7 605,6	8 809,6	1 110,0	2 354,8	3 464,7	12 274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12 914,4
	T4	1 219,6	7 724,3	8 943,9	1 069,4	2 365,0	3 434,3	12 378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12 997,3
2020	T1 ^(p)	1 261,7	8 073,5	9 335,2	1 077,5	2 361,8	3 439,3	12 774,5	109,9	528,4	60,2	698,5	13 473,0
2019	Octobre	1 209,5	7 672,3	8 881,7	1 093,9	2 359,2	3 453,1	12 334,8	79,6	529,2	27,8	636,6	12 971,4
	Novembre	1 216,9	7 715,9	8 932,7	1 081,3	2 359,5	3 440,8	12 373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13 003,5
	Décembre	1 219,6	7 724,3	8 943,9	1 069,4	2 365,0	3 434,3	12 378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12 997,3
2020	Janvier	1 228,3	7 743,9	8 972,2	1 062,4	2 363,6	3 426,0	12 398,2	75,8	547,8	25,0	648,5	13 046,7
	Février	1 236,2	7 826,3	9 062,5	1 064,3	2 361,1	3 425,4	12 488,0	84,9	550,8	26,8	662,5	13 150,5
	Mars ^(p)	1 261,7	8 073,5	9 335,2	1 077,5	2 361,8	3 439,3	12 774,5	109,9	528,4	60,2	698,5	13 473,0
Flux													
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9	
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7	
2019	56,3	603,2	659,5	-60,2	63,6	3,4	662,9	4,1	-1,8	-56,6	-54,3	608,5	
2019	T2	9,7	143,1	152,8	-4,4	20,3	15,8	168,7	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
	T3	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
	T4	15,6	122,9	138,5	-38,2	8,9	-29,3	109,2	4,5	-16,0	-8,5	-20,0	89,2
2020	T1 ^(p)	42,1	344,6	386,7	6,1	-2,1	4,0	390,7	31,0	-3,2	49,3	77,1	467,8
2019	Octobre	5,4	69,6	75,0	-14,2	3,1	-11,1	63,9	5,5	-17,2	9,9	-1,8	62,1
	Novembre	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,9	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4
	Décembre	2,8	13,0	15,8	-10,0	5,7	-4,3	11,5	5,5	-0,2	-17,0	-11,8	-0,3
2020	Janvier	8,7	15,5	24,2	-8,8	-1,4	-10,2	13,9	-3,0	16,1	16,4	29,5	43,5
	Février	7,9	81,3	89,2	1,5	-2,5	-1,1	88,1	9,1	3,0	1,3	13,3	101,5
	Mars ^(p)	25,5	247,8	273,4	13,5	1,8	15,2	288,6	25,0	-22,3	31,5	34,2	322,8
Taux de croissance													
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7	
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2	
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9	
2019	T2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6
	T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
	T4	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9
2020	T1 ^(p)	7,0	10,9	10,3	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,4	1,0	61,2	9,6	7,5
2019	Octobre	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	3,5	-47,5	-0,6	5,7
	Novembre	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6
	Décembre	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9
2020	Janvier	5,2	8,3	7,9	-5,8	2,5	-0,2	5,5	0,7	5,0	-51,5	-0,8	5,2
	Février	5,4	8,6	8,1	-5,7	2,1	-0,4	5,6	17,7	5,9	-45,8	2,5	5,5
	Mars ^(p)	7,0	10,9	10,3	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,4	1,0	61,2	9,6	7,5

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2017	2240,3	1797,4	285,0	149,1	8,8	6317,6	3702,8	562,1	2051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2331,4	1898,7	277,3	147,8	7,6	6644,9	4035,9	517,6	2090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7041,8	4395,5	492,5	2152,9	0,9	1036,9	214,4	467,8
2019 T2	2406,1	1983,7	265,3	150,0	7,1	6846,9	4207,9	509,7	2127,6	1,7	1009,5	216,6	460,4
T3	2450,9	2031,3	262,2	151,4	5,9	6964,9	4318,1	504,5	2141,3	1,0	1042,3	221,3	465,5
T4	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7041,8	4395,5	492,5	2152,9	0,9	1036,9	214,4	467,8
2020 T1 ^(p)	2607,5	2189,1	262,7	148,0	7,7	7160,4	4529,5	472,1	2158,2	0,6	1152,0	225,2	477,6
2019 Octobre	2472,8	2053,0	260,0	151,9	7,9	6994,8	4349,4	500,5	2143,3	1,7	1048,2	222,7	466,4
Novembre	2482,0	2073,5	251,5	151,4	5,6	7026,7	4382,6	497,2	2145,2	1,7	1022,2	226,8	472,4
Décembre	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7041,8	4395,5	492,5	2152,9	0,9	1036,9	214,4	467,8
2020 Janvier	2475,0	2063,7	256,5	150,7	4,1	7062,0	4421,4	487,1	2152,5	0,9	1023,9	217,7	467,1
Février	2506,7	2097,6	253,0	150,6	5,4	7087,2	4452,3	482,4	2151,7	0,8	1051,8	215,2	475,7
Mars ^(p)	2607,5	2189,1	262,7	148,0	7,7	7160,4	4529,5	472,1	2158,2	0,6	1152,0	225,2	477,6
Flux													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,0	163,5	-18,8	1,8	-0,5	395,2	358,3	-25,7	63,2	-0,5	29,2	10,2	30,1
2019 T2	29,5	30,6	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,1	16,7	0,3	31,8	4,0	-0,1
T3	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
T4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	77,5	76,9	-11,5	12,3	-0,2	-3,1	-6,9	1,8
2020 T1 ^(p)	128,6	124,5	5,0	-2,1	1,2	118,4	133,2	-20,9	6,3	-0,3	112,4	10,5	9,8
2019 Octobre	24,2	24,0	-1,5	-0,4	2,1	30,1	30,4	-3,7	2,7	0,7	7,9	1,4	0,4
Novembre	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,4	3,8	6,0
Décembre	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	16,3	13,5	-4,2	7,9	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 Janvier	-3,5	-0,6	-1,1	0,6	-2,4	19,2	25,4	-5,8	-0,4	0,0	-15,6	2,9	-0,7
Février	31,1	33,5	-3,6	-0,1	1,3	24,9	30,7	-4,8	-0,9	0,0	27,2	-2,5	8,6
Mars ^(p)	101,0	91,6	9,7	-2,6	2,3	74,3	77,2	-10,3	7,6	-0,2	100,8	10,0	2,0
Taux de croissance													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 T2	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,3	7,6
T3	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
T4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 T1 ^(p)	9,6	11,9	-2,4	-0,7	24,8	6,0	9,7	-8,4	2,3	-55,9	16,9	5,3	3,4
2019 Octobre	7,2	9,1	-3,8	2,4	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,5	5,9
Novembre	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,3	8,5	6,0
Décembre	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Janvier	6,1	8,2	-5,4	1,3	-41,1	5,7	8,7	-6,1	2,7	-43,4	3,3	4,9	5,1
Février	6,5	9,0	-7,9	1,4	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,4	-46,5	7,1	3,0	4,6
Mars ^(p)	9,6	11,9	-2,4	-0,7	24,8	6,0	9,7	-8,4	2,3	-55,9	16,9	5,3	3,4

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 euro¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance			
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension ³⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2017	4617,2	1032,3	3571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2		
2018	4676,7	1006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6		
2019	4652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,1	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,6	852,9		
2019	T2	4 640,2	1 000,7	3 627,8	13 640,4	11 290,6	11 667,0	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,7	803,2	
	T3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 776,5	11 394,4	11 764,1	4 488,5	5 876,3	883,4	146,2	1 570,7	811,5	
	T4	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,1	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,6	852,9	
2020	T1 (p)	4 772,8	1 006,8	3 754,3	14 043,1	11 685,0	12 059,4	4 598,3	5 967,1	958,2	161,5	1 558,4	799,7	
2019	Octobre	4 665,0	1 001,8	3 651,5	13 818,4	11 423,4	11 788,2	4 502,5	5 895,0	887,1	138,9	1 561,3	833,7	
	Novembre	4 639,1	1 000,9	3 626,4	13 854,1	11 439,1	11 807,9	4 492,2	5 912,9	888,2	145,8	1 570,8	844,3	
	Décembre	4 652,6	984,5	3 656,3	13 865,6	11 452,1	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,6	852,9	
2020	Janvier	4 670,3	994,3	3 664,3	13 912,7	11 511,7	11 874,7	4 483,9	5 961,2	913,1	153,5	1 547,2	853,8	
	Février	4 672,0	993,0	3 667,2	13 944,6	11 533,4	11 899,4	4 488,5	5 983,4	911,4	150,1	1 565,8	845,4	
	Mars (p)	4 772,8	1 006,8	3 754,3	14 043,1	11 685,0	12 059,4	4 598,3	5 967,1	958,2	161,5	1 558,4	799,7	
Flux														
2017		287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4	
2018		90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,5	17,8	88,1	-20,6	
2019		-88,3	-23,5	-65,2	453,3	378,9	426,3	115,0	200,2	42,5	21,2	30,5	43,8	
2019	T2	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8	
	T3	-2,6	-0,9	-1,7	129,6	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6	
	T4	-5,2	-15,6	10,2	90,5	78,8	104,9	2,8	60,4	9,1	6,5	-7,8	19,5	
2020	T1 (p)	132,0	21,7	110,3	224,7	244,1	236,3	131,7	42,4	61,3	8,8	15,0	-34,4	
2019	Octobre	-17,5	2,4	-19,9	33,8	37,0	35,4	18,2	20,5	5,5	-7,2	-8,6	5,4	
	Novembre	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,9	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1	
	Décembre	21,8	-17,1	38,9	22,9	26,3	47,6	-11,4	21,4	9,5	6,9	-8,4	5,0	
2020	Janvier	-9,1	9,6	-18,7	44,7	57,7	35,2	10,5	30,6	15,7	0,8	-14,0	1,1	
	Février	6,7	-1,5	8,2	42,8	23,1	28,3	6,0	22,9	-2,4	-3,4	20,5	-0,8	
	Mars (p)	134,4	13,6	120,8	137,2	163,3	172,8	115,1	-11,2	48,0	11,4	8,5	-34,6	
Taux de croissance														
2017		6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2	
2018		2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6	
2019		-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2019	T2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3	
	T3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6	
	T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020	T1 (p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,7	5,0	4,8	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,9	
2019	Octobre	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,1	3,4	
	Novembre	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2	
	Décembre	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020	Janvier	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7	
	Février	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,3	14,8	2,0	4,1	
	Mars (p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,7	5,0	4,8	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,9	

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés ⁴⁾	1				2	3			
Encours										
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7
2019	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2019 T2	4 462,4	4 554,2	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 115,2	703,6	4 426,6	695,6
T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 165,7	711,2	4 473,5	691,6
T4	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 T1 (p)	4 598,3	4 699,9	1 000,8	914,6	2 682,9	5 967,1	6 254,1	715,6	4 565,1	686,4
2019 Octobre	4 502,5	4 592,9	983,3	878,1	2 641,2	5 895,0	6 182,7	713,4	4 492,7	688,9
Novembre	4 492,2	4 588,1	972,4	883,1	2 636,7	5 912,9	6 201,6	716,6	4 506,2	690,2
Décembre	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 Janvier	4 483,9	4 582,0	959,8	881,2	2 642,9	5 961,2	6 243,5	724,3	4 549,6	687,3
Février	4 488,5	4 585,8	957,2	879,7	2 651,6	5 983,4	6 264,7	728,4	4 567,3	687,8
Mars (p)	4 598,3	4 699,9	1 000,8	914,6	2 682,9	5 967,1	6 254,1	715,6	4 565,1	686,4
Flux										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	200,2	217,4	40,9	168,7	-9,4
2019 T2	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
T3	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
T4	2,8	21,7	-5,2	7,6	0,5	60,4	63,9	9,6	53,8	-2,9
2020 T1 (p)	131,7	131,1	27,2	42,2	62,2	42,4	38,0	-2,8	45,2	0,0
2019 Octobre	18,2	16,7	2,9	5,4	10,0	20,5	20,4	2,4	20,2	-2,2
Novembre	-4,0	3,0	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
Décembre	-11,4	2,0	2,1	-4,2	-9,3	21,4	23,3	3,3	20,1	-2,0
2020 Janvier	10,5	6,3	-11,5	3,2	18,9	30,6	19,7	4,5	24,9	1,2
Février	6,0	7,1	-7,7	3,8	9,9	22,9	22,3	4,4	17,5	1,0
Mars (p)	115,1	117,7	46,5	35,2	33,5	-11,2	-4,0	-11,8	2,7	-2,1
Taux de croissance										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
T3	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
T4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 T1 (p)	4,8	5,4	2,7	8,9	4,3	3,3	3,4	3,9	4,0	-1,0
2019 Octobre	3,1	3,8	0,5	4,9	3,5	3,3	3,4	5,8	3,7	-1,8
Novembre	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
Décembre	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Janvier	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,1	4,1	-1,2
Février	2,4	3,0	-2,1	4,9	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
Mars (p)	4,8	5,4	2,7	8,9	4,3	3,3	3,4	3,9	4,0	-1,0

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro						Position extérieure nette	Autre		
	Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves			Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,5	187,0	194,9
2019	350,3	7 061,1	1 944,2	51,3	2 156,1	2 909,6	1 461,3	429,2	178,9	187,2
2019	T2	373,7	6 985,0	1 956,9	57,5	2 135,4	2 835,2	1 318,5	449,5	191,5
	T3	388,0	7 101,1	1 948,1	57,2	2 162,2	2 933,6	1 484,8	445,7	184,2
	T4	350,3	7 061,1	1 944,2	51,3	2 156,1	2 909,6	1 461,3	429,2	178,9
2020	T1 ^(p)	413,6	7 041,4	1 935,1	47,2	2 121,0	2 938,0	1 572,4	539,6	183,6
2019	Octobre	380,5	7 076,7	1 949,4	53,1	2 151,3	2 922,8	1 509,5	435,7	221,4
	Novembre	369,1	7 078,5	1 951,8	52,6	2 162,6	2 911,5	1 491,4	466,4	211,8
	Décembre	350,3	7 061,1	1 944,2	51,3	2 156,1	2 909,6	1 461,3	429,2	178,9
2020	Janvier	372,2	7 114,6	1 946,7	50,0	2 165,8	2 952,1	1 542,6	407,9	171,1
	Février	417,2	7 129,3	1 940,3	49,4	2 162,5	2 977,1	1 613,2	467,0	177,9
	Mars ^(p)	413,6	7 041,4	1 935,1	47,2	2 121,0	2 938,0	1 572,4	539,6	183,6
Flux										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,0	-6,1	-3,0	27,5	88,6	311,7	10,7	-2,7	-2,5
2019	T2	3,8	46,0	22,0	1,6	-0,6	22,9	99,9	45,6	-6,9
	T3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9
	T4	-37,5	4,4	-2,2	-3,3	-14,3	24,2	0,6	-29,8	-5,3
2020	T1 ^(p)	63,5	-41,1	-9,2	-2,9	-46,1	17,0	66,2	67,4	4,6
2019	Octobre	-7,3	-8,5	3,0	-1,5	-19,0	9,0	47,3	-17,3	37,3
	Novembre	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7
	Décembre	-18,9	-4,6	-6,4	-1,3	3,0	0,1	-29,9	-38,6	-32,8
2020	Janvier	22,1	-7,2	-2,4	-1,3	2,5	-6,0	41,6	-18,8	-7,8
	Février	45,0	6,1	-6,7	-0,6	-4,9	18,3	53,3	49,7	6,8
	Mars ^(p)	-3,6	-39,9	0,0	-1,0	-43,7	4,7	-28,7	36,5	5,7
Taux de croissance										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019	T2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1
	T3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9
	T4	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5
2020	T1 ^(p)	12,0	0,3	-0,2	-10,3	-2,6	3,1	-	-	-0,3
2019	Octobre	-2,9	1,5	0,0	-2,8	1,1	3,0	-	-	36,4
	Novembre	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1
	Décembre	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5
2020	Janvier	-1,3	1,2	-0,2	-7,2	0,6	2,7	-	-	-11,5
	Février	4,3	0,9	-0,3	-8,4	-0,7	3,2	-	-	-7,6
	Mars ^(p)	12,0	0,3	-0,2	-10,3	-2,6	3,1	-	-	-0,3

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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

1) Il existe une légère différence (0,1 point de pourcentage du PIB) entre le ratio dette publique/PIB pour 2019 et celui pour le quatrième trimestre 2019. Elle s'explique par la différence entre le PIB annuel et la somme mobile sur quatre trimestres du PIB.

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette/PIB et facteurs sous-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾							
	Total	Principal		Intérêts			Total	Encours			Opérations			
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	Échéances ≤ 3 mois			7	8	9	10	11		
	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	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1	
2018 T4	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 T1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
T2	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
T3	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0	
2019 Octobre	12,5	11,0	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2	
Novembre	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2	
Décembre	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1	
2020 Janvier	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1	
Février	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1	
Mars	12,2	10,9	4,0	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,1	1,0	

Source: BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique 1	Allemagne 2	Estonie 3	Irlande 4	Grèce 5	Espagne 6	France ¹⁾ 7	Italie 8	Cypre 9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 T1	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1	
T2	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9	
T3	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2	
T4	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
Dette des administrations publiques										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 T1	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1	
T2	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0	
T3	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8	
T4	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5	
	Lettonie 10	Lituanie 11	Luxembourg 12	Malte 13	Pays-Bas 14	Autriche 15	Portugal 16	Slovénie 17	Slovaquie 18	Finlande 19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 T1	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
T2	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
T3	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
T4	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Dette des administrations publiques										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 T1	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
T2	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
T3	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
T4	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Source : Eurostat.

1) Il existe une légère différence (0,3 point de pourcentage du PIB) entre le ratio dette publique/PIB pour 2019 et celui pour le quatrième trimestre 2019. Elle s'explique par la différence entre le PIB annuel et la somme mobile sur quatre trimestres du PIB.

© Banque centrale européenne, 2020

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 29 avril 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-20-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général