



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2021



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	19
5 Monnaie et crédit	24
Encadrés	29
1 Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?	29
2 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	37
3 Implications macroéconomiques des anticipations d'inflation à long terme hétérogènes : exemples de simulations à l'aide du modèle ECB-BASE	40
4 La dynamique récente des prix de l'énergie : le rôle des effets de base et de la fiscalité	45
Articles	49
1 Comprendre la faiblesse de la demande d'importations du Royaume-Uni dans l'après-référendum et les risques que la balance des paiements du Royaume-Uni représente pour la zone euro	49
2 Le rôle des ménages dans le financement de la dette publique dans la zone euro	69
3 L'utilisation de la liquidité dans TARGET2	90
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Si la reprise de la demande mondiale et l'importante relance budgétaire soutiennent l'activité internationale et dans la zone euro, les perspectives économiques à court terme restent obscurcies par l'incertitude entourant la résurgence de la pandémie et le déploiement des campagnes de vaccination. Les niveaux toujours élevés d'infections au coronavirus (COVID-19) ainsi que l'élargissement et le durcissement associés des mesures d'endiguement continuent de peser sur l'activité économique à court terme. Cela étant, les progrès des campagnes de vaccination et l'assouplissement graduel prévu des mesures d'endiguement renforcent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique courant 2021. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, sous l'effet de facteurs idiosyncratiques et transitoires ainsi que d'une accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées dans un contexte de sous-utilisation importante des capacités productives et de persistance d'une demande atone.

Préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste indispensable pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, de manière à soutenir l'activité économique et à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les conditions de financement dans la zone euro sont demeurées dernièrement assez stables, après la hausse des taux d'intérêt de marché plus tôt dans l'année, mais des risques persistent pour les conditions de financement au sens large. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

L'activité économique mondiale est restée sur une trajectoire de reprise solide au tournant de l'année, en dépit d'une nouvelle intensification de la pandémie. Les délais de livraison des fournisseurs se sont allongés sous l'effet de la vigueur de la demande mondiale. La reprise des échanges commerciaux s'est également poursuivie, les échanges de marchandises demeurant le principal facteur à l'origine de cette évolution et les échanges de services montrant des signes d'amélioration. Les conditions financières mondiales demeurent très accommodantes, les marchés boursiers étant optimistes sur les perspectives de croissance mondiale et la poursuite du soutien apporté par la politique monétaire.

Au cours de la période sous revue (du 11 mars au 21 avril 2021), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA) est restée globalement inchangée, laissant penser que les marchés n'anticipent pas une modification imminente des taux directeurs à la hausse ou à la baisse. Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont légèrement augmenté mais sont restés relativement stables dans l'ensemble depuis mars. Les prix des

actions des sociétés non financières ont augmenté des deux côtés de l'Atlantique et ont atteint de nouveaux points hauts pour la période postérieure à la crise financière. Sur les marchés des changes, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement apprécié.

Le PIB en volume de la zone euro a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre 2020, pour s'établir 4,9 % au-dessous de son niveau d'avant la pandémie un an auparavant. Les données économiques devenues disponibles, les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence signalent une nouvelle contraction possible de l'activité économique au premier trimestre 2021, mais vont dans le sens d'une reprise de la croissance au deuxième trimestre. Selon les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise, le secteur manufacturier poursuit son redressement, soutenu par une demande mondiale robuste. Cela étant, l'activité dans le secteur des services reste limitée par les restrictions imposées sur les déplacements et les interactions sociales, malgré des signes indiquant qu'un plancher aurait été atteint. Les mesures de politique budgétaire continuent de soutenir les ménages et les entreprises, mais les consommateurs restent prudents en raison de la pandémie et de ses effets sur l'emploi et les revenus. L'investissement des entreprises fait preuve de résistance, malgré la dégradation des bilans des entreprises et l'incertitude élevée entourant les perspectives économiques. Les progrès des campagnes de vaccination, qui devraient permettre un assouplissement graduel des mesures d'endiguement, devraient ouvrir la voie à un net rebond de l'activité économique courant 2021. À moyen terme, la reprise économique dans la zone euro devrait être tirée par un redressement de la demande intérieure et mondiale, soutenue par les conditions de financement favorables et la relance budgétaire.

L'inflation en rythme annuel dans la zone euro s'est accélérée, passant de 0,9 % en février 2021 à 1,3 % en mars, sous l'effet d'une forte augmentation des prix de l'énergie reflétant un important effet de base haussier ainsi qu'une hausse en glissement mensuel. Cette augmentation a plus que compensé les baisses des prix des produits alimentaires et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Le renforcement de l'inflation totale devrait se poursuivre au cours des prochains mois, mais une certaine volatilité est attendue tout au long de l'année, en fonction des variations de la dynamique des facteurs idiosyncratiques et transitoires. Le poids de ces facteurs sur les taux d'inflation annuels devrait s'atténuer au début de l'année prochaine. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître légèrement cette année, en raison de contraintes pesant sur l'offre à court terme et de la reprise de la demande intérieure. Elles demeurent cependant modérées dans l'ensemble, reflétant notamment la faiblesse des tensions sur les salaires, dans le contexte de la sous-utilisation des capacités de production, ainsi que l'appréciation du taux de change de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, la résorption de la forte sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, contribuera à une accélération graduelle de l'inflation à moyen terme. Les mesures tirées des enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme demeurent à des niveaux faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter progressivement.

En février 2021, la croissance de la monnaie a été robuste, soutenue par l'expansion du crédit domestique, en particulier via les achats d'actifs de l'Eurosystème. Même si la croissance des prêts aux entreprises est restée globalement inchangée depuis juin 2020, les flux de prêts font apparaître un ralentissement de la dynamique des prêts au cours des derniers mois en raison d'un fléchissement de la demande de prêts, tandis que des signes d'un durcissement de l'offre de crédit sont également apparus. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, portant sur le premier trimestre 2021, signale un resserrement modéré des critères d'octroi des prêts aux entreprises, après des durcissements plus nets au cours des deux trimestres précédents. Les taux débiteurs bancaires ont continué de fluctuer autour de niveaux proches de leurs points bas historiques.

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

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

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée. Les informations disponibles ayant confirmé l'évaluation des conditions de financement et des perspectives d'inflation définie conjointement lors de la réunion de politique monétaire de mars, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats au titre du PEPP se poursuivront durant le trimestre en cours à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP

sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

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

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

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés. Les financements obtenus par le biais des TLTRO III jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

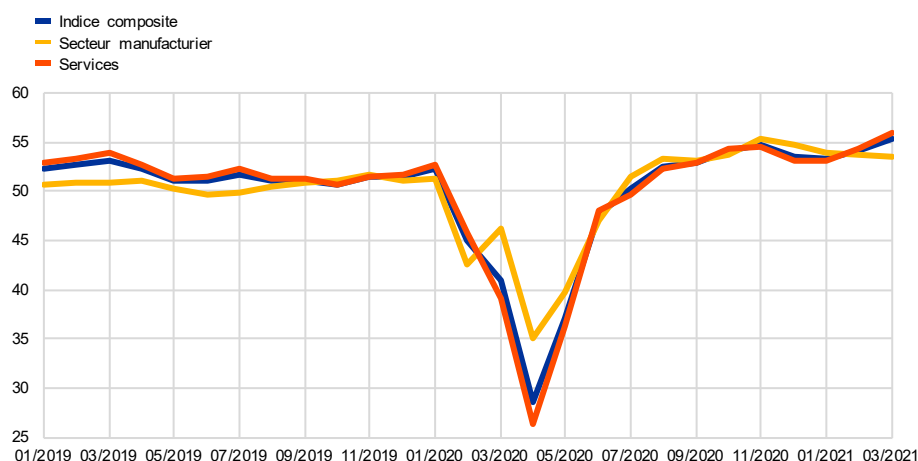
Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

L'expansion de l'activité économique mondiale s'est poursuivie à un rythme soutenu au début de 2021, après avoir atteint des niveaux comparables à ceux d'avant la pandémie fin 2020. Pour le dernier trimestre 2020, les données de comptes nationaux confirment un redressement complet de l'activité mondiale (hors zone euro), qui a renoué avec ses niveaux d'avant la pandémie, en dépit d'un regain d'intensité de la pandémie. En outre, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) est resté supérieur à ses niveaux moyens de long terme au premier trimestre 2021. Les derniers chiffres de l'indice des directeurs d'achat suggèrent également un nouvel élargissement de la reprise de l'activité mondiale, la dynamique de croissance du secteur des services ayant dépassé la forte expansion de l'industrie manufacturière (graphique 1).

Graphique 1

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

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2021.

La persistance de goulets d'étranglement du côté de l'offre fait peser des risques à court terme sur l'activité mondiale. Alors que l'économie mondiale se relève du choc de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en cours, les délais de livraison des fournisseurs se sont allongés et sont maintenant aussi longs que lors du pic de la pandémie au printemps dernier, en particulier pour les économies avancées, même si aujourd'hui ils signalent également une hausse de la demande mondiale. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires a fortement augmenté, reflétant principalement la flambée des prix des matières premières liée à la demande début 2021.

De nouvelles améliorations des perspectives de croissance mondiale et la poursuite du soutien apporté par les autorités ont conforté l'optimisme des marchés financiers mondiaux, les conditions financières demeurant très accommodantes. À la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs mi-mars 2021, les marchés boursiers mondiaux ont enregistré une légère hausse,

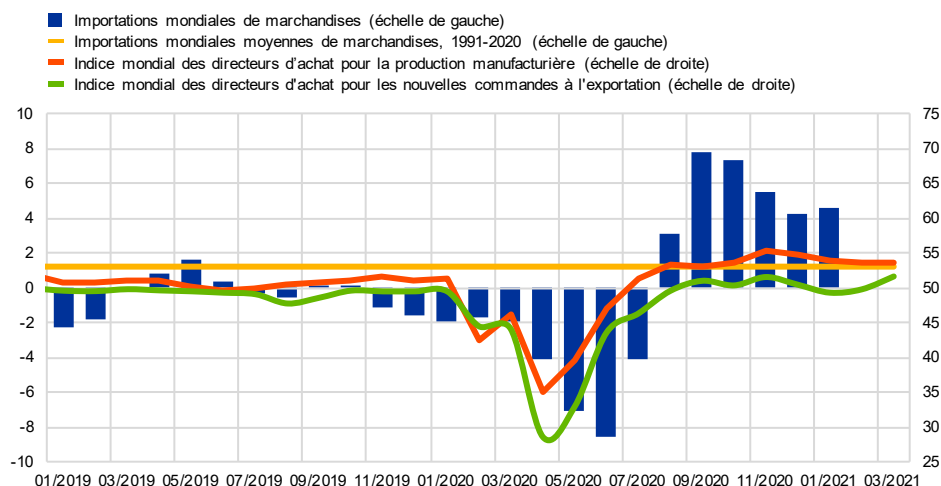
les écarts de rendement des entreprises ont diminué et l'indice de volatilité (VIX) établi par le *Chicago Board Options Exchange* a continué de se rapprocher de ses niveaux d'avant la pandémie sous l'effet de nouvelles améliorations des perspectives de croissance mondiale. Une grande partie de l'optimisme des marchés financiers mondiaux a été liée aux évolutions aux États-Unis, où l'on s'attend à une reprise sur la base de données disponibles solides et de programmes de dépenses budgétaires supplémentaires. Dans le même temps, la politique monétaire est restée très accommodante dans l'ensemble des économies avancées. En conséquence, la situation financière mondiale est restée très accommodante, et s'est même légèrement assouplie dans les économies avancées considérées globalement.

Les données disponibles indiquent une poursuite de la reprise du commerce mondial. La hausse des échanges de marchandises a surpris favorablement en janvier et a continué d'alimenter la reprise du commerce mondial (graphique 2). Les échanges de services ont montré des signes d'amélioration mais sont restés modérés fin 2020 en raison des confinements et des restrictions de déplacement. Le suivi du commerce intérieur de la BCE, fondé sur des indicateurs à court terme hebdomadaires et mensuels, va dans le sens d'une poursuite de la reprise du commerce mondial au premier trimestre 2021.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2021 pour les importations mondiales de marchandises et à mars 2021 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a augmenté en janvier. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est accentuée en janvier, à 1,5 %, et l'inflation hors produits alimentaires et énergie a atteint 1,7 %. Des effets de base positifs et transitoires sont attendus à court terme, en raison de la réaction initiale des prix au choc de la pandémie au printemps 2020, notamment les prix mondiaux des matières premières. En ce qui concerne l'avenir, les tensions mondiales sur les salaires et les prix

devraient rester relativement contenues, étant donné que la plupart des économies disposent encore d'importantes capacités inutilisées.

Après une hausse soutenue au cours des mois précédents, les prix des matières premières ont été stables dans l'ensemble depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de la mi-mars. Avec le renouvellement des mesures de confinement en Europe, qui pèsent sur les perspectives de la demande à court terme, et les nouveaux variants du coronavirus qui créent de nouvelles incertitudes, les prix du pétrole et les prix hors énergie sont restés globalement stables depuis mi-mars. Toutefois, les perspectives de la demande pour 2021 demeurant favorables, les pressions se sont accrues sur l'OPEP+ pour qu'elle adapte ses objectifs de production et fournisse davantage de barils sur les marchés. L'organisation a réagi début avril en annonçant des augmentations de l'offre pour les prochains mois, avec la suppression progressive de la réduction volontaire de production de 1 million de barils par jour de l'Arabie saoudite.

La reprise s'accélère aux États-Unis dans le contexte d'un rythme de vaccination rapide et d'une relance budgétaire de grande ampleur. La poursuite d'une forte reprise est attendue au premier trimestre 2021, après une croissance robuste de 4,3 % en rythme trimestriel annualisé au quatrième trimestre 2020. L'accélération des efforts de vaccination, le soutien des politiques budgétaire et monétaire et une réouverture progressive de l'économie ont soutenu l'activité. L'indice économique hebdomadaire de la Banque fédérale de réserve de New York, qui suit la croissance du PIB à l'aide d'indicateurs à haute fréquence, suggère que la dynamique de croissance s'est nettement accélérée depuis début mars. En particulier, sous l'effet des chèques d'aide directe exceptionnelle dispensée par l'État dans le cadre du programme de soutien budgétaire de décembre 2020, le revenu disponible et les dépenses de consommation ont fortement augmenté en janvier, avant de se modérer en février. Des chèques de relance supplémentaires octroyés depuis la mi-mars dans le cadre du « plan de sauvetage américain » devraient continuer de stimuler la consommation au cours des prochains mois.

Au Japon, l'activité économique reste résiliente dans un contexte de contraintes croissantes du côté de l'offre. Les données à haute fréquence disponibles indiquent que la deuxième déclaration d'état d'urgence a pesé sur la mobilité et sur l'activité à la fin de l'année, en particulier dans le secteur des services. Après avoir atteint un plancher début 2021, l'activité économique semble se renforcer progressivement, bénéficiant également d'un secteur manufacturier relativement résilient. Sur le plan extérieur, la reprise des exportations de biens en volume est restée globalement stable au début de l'année, soutenue par la bonne tenue des exportations de produits technologiques. Les importations de biens en volume ont augmenté à un rythme assez soutenu, reflétant probablement une reprise solide de la demande intérieure.

Au Royaume-Uni, l'économie montre des signes d'une reprise modeste malgré des mesures de confinement sévères. Le PIB mensuel a augmenté en février, ce qui donne à penser que les ménages et les entreprises s'adaptent mieux aux restrictions liées à la COVID-19 que lors des confinements précédents. Dans le contexte des progrès rapides de la vaccination, qui ont permis de réduire

progressivement les restrictions à la mobilité, les enquêtes auprès des entreprises, les indicateurs de suivi de la confiance des consommateurs et de la mobilité se sont tous améliorés, même avant la réouverture des commerces de détail non essentiels et des établissements hôteliers le 12 avril.

En Chine, le PIB en volume a augmenté de 18,3 % en rythme annuel au premier trimestre 2021. La hausse exceptionnelle du PIB en glissement annuel est due en grande partie à des effets de base, mais elle confirme la robuste reprise de l'économie après la pandémie de COVID-19. L'application d'une mesure rudimentaire visant à éliminer les effets de base aboutit à un taux de croissance annualisé implicite de plus de 5 % entre le premier trimestre 2019 et le premier trimestre 2021, proche de la tendance d'avant la pandémie. Au niveau des secteurs, le secteur secondaire a enregistré des performances supérieures au reste de l'économie dans un contexte de forte demande à l'exportation, tandis que les ventes au détail pour mars, publiées conjointement avec le PIB, montrent que le redressement de la consommation s'est renforcé.

2 Évolutions financières

L'Eonia et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 48 et – 57 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue (du 11 mars au 21 avril 2021) ¹. L'excédent de liquidité a augmenté de 339 milliards d'euros environ, pour s'établir autour de 4 030 milliards, reflétant principalement les achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que le tirage de 330,5 milliards observé lors de l'opération TLTRO III.7. Ce montant a été partiellement contrebalancé par les facteurs autonomes et par l'arrivée à échéance des opérations TLTRO II.

La courbe des taux à terme de l'Eonia est demeurée globalement inchangée au cours de la période sous revue. Le point bas de la courbe, qui se situe 2 points de base au-dessous du niveau actuel (21 avril) de l'Eonia (– 48 points de base), correspond à mai 2022. La courbe à terme ne suggère pas actuellement d'anticipation par les marchés d'une modification imminente des taux directeurs dans un sens ou dans l'autre, et les taux à terme de l'Eonia restent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à mi-2026. Cela traduit le fait que les marchés anticipent toujours une période prolongée de taux d'intérêt négatifs ².

Sur la partie longue de la courbe, les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont légèrement augmenté, mais demeurent à de bas niveaux dans l'ensemble (graphique 3). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et le rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans ont augmenté de 9 et 7 points de base pour s'établir à 0,08 % et – 0,26 %, respectivement, ne réagissant pratiquement pas à la réunion de mars du Conseil des gouverneurs ni aux mauvaises nouvelles concernant la pandémie, comme la recrudescence du nombre de cas de COVID-19, les nouveaux confinements décidés dans de nombreux pays de la zone euro et les difficultés temporaires dans les campagnes de vaccination nationales. Au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans sont demeurés inchangés, à 0,74 %, tandis qu'aux États-Unis, ils n'ont que légèrement augmenté (de 2 points de base), ressortant à 1,56 % après avoir atteint 1,74 % plus tôt en avril.

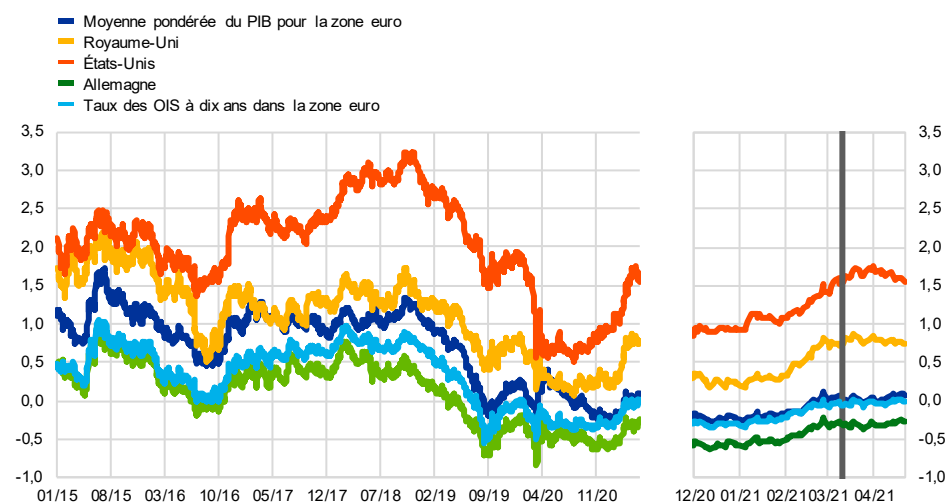
¹ La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

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

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 mars 2021). Le fenêtre de zoom indique l'évolution des rendements souverains depuis le 1^{er} décembre 2020. Les dernières observations se rapportent au 21 avril 2021.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux sans risque sont demeurés relativement stables.

Plus spécifiquement, les écarts de rendement à dix ans allemand, français et espagnol ont enregistré une variation de 1, 3 et 3 points de base respectivement, ressortant à $-0,26$, $-0,01$ et $0,40$ point de pourcentage, tandis que l'écart de rendement italien a augmenté de 9 points de base pour s'établir à $0,76$ point de pourcentage. En conséquence, l'écart de rendement souverain à dix ans de la zone euro pondéré par le PIB a augmenté de 3 points de base pour ressortir à $0,08$ point de pourcentage, restant ainsi inférieur à son niveau d'avant la pandémie de février 2020. D'une manière générale, les écarts de rendement dans la zone euro ont tous enregistré une légère baisse au cours des semaines qui ont immédiatement suivi la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, avant d'augmenter de nouveau vers la fin de la période sous revue.

De part et d'autre de l'Atlantique, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) ont atteint de nouveaux points hauts pour la période postérieure à la crise financière, tandis que les cours des actions bancaires de la zone euro ont vu leurs gains précédents s'annuler vers la fin de la période sous revue. En dépit des mauvaises nouvelles concernant la pandémie en provenance de plusieurs pays de la zone euro, les indices boursiers relatifs aux SNF de la zone euro ont augmenté de $3,8$ % pour s'établir actuellement à un niveau légèrement supérieur à ceux observés avant la pandémie et correspondant à de nouveaux points hauts pour la période postérieure à la crise financière. En revanche, les cours des actions bancaires de la zone euro ont diminué de $1,5$ %, après avoir atteint de nouveaux points hauts au cours de la période sous revue. Aux États-Unis, les actions, qui ont à plusieurs reprises atteint des niveaux record depuis mi-2020,

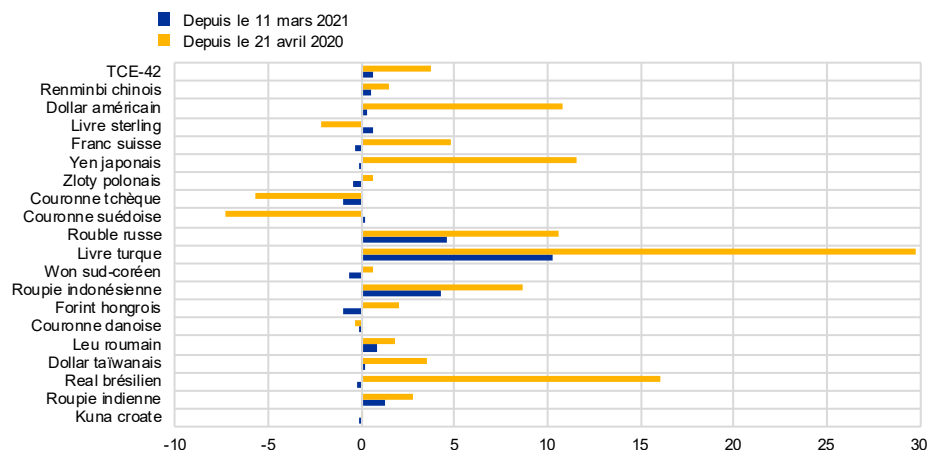
ont continué d'augmenter, les cours des actions des SNF et des banques enregistrant des hausses de 5,3 % et 0,6 %, respectivement.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont encore resserrés pour s'établir aux niveaux observés avant la pandémie dans l'ensemble des secteurs. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier (par rapport au taux sans risque) ont diminué de 10 points de base environ pour s'établir à 50 et 60 points de base.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 4). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,6 %. Cette évolution reflète une légère appréciation par rapport à plusieurs grandes devises, notamment la livre sterling (+ 0,7 %), le renminbi chinois (+ 0,5 %) et le dollar américain (+ 0,3 %). Au cours de la période sous revue, l'euro s'est dans un premier temps déprécié par rapport au dollar américain en raison de la vigueur généralisée du dollar, mais s'est redressé par la suite, le dollar s'affaiblissant parallèlement à la baisse des rendements des bons du Trésor américain. L'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis de la livre turque (de 10,3 %) et du rouble russe (de 4,6 %) dont la volatilité s'est récemment élargie. L'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du franc suisse (de 0,4 %) et des devises de plusieurs États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, y compris le forint hongrois, la couronne tchèque et le zloty polonais.

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 21 avril 2021.

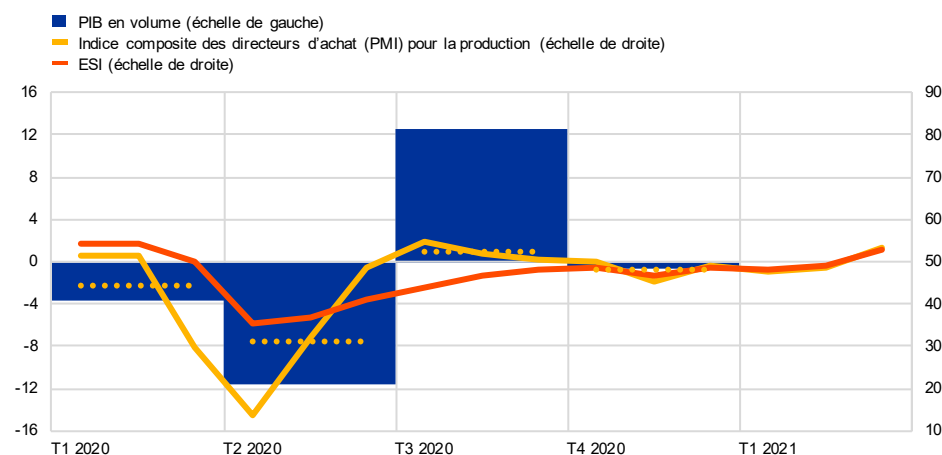
Après le fort rebond de la production observé dans la zone euro au troisième trimestre 2020, la croissance économique est redevenue négative au quatrième trimestre et les perspectives demeurent moroses pour le premier trimestre 2021. L'activité économique totale s'est contractée de 0,7 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2020, après le fort rebond de 12,5 % observé au troisième trimestre (graphique 5). La ventilation des dépenses montre que la baisse de la production a concerné principalement les composantes de la demande intérieure, en particulier la consommation, la demande intérieure (hors stocks) réduisant de 1,3 point de pourcentage la croissance trimestrielle du PIB en volume, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution neutre. Les variations des stocks ont apporté une contribution positive de 0,6 point de pourcentage, reflétant en grande partie une reprise plus rapide que prévu de la demande de produits manufacturés au troisième trimestre, ce qui a entraîné une reconstitution des stocks au quatrième trimestre. Les données quantitatives, les résultats d'enquêtes et les indicateurs à haute fréquence vont, dans l'ensemble, dans le sens d'une possible nouvelle baisse du PIB au premier trimestre 2021, ce qui serait globalement conforme aux anticipations, reflétant l'intensification des mesures d'endiguement en raison de la nouvelle hausse des taux d'infection ³. La relative vigueur de la production par rapport à la première vague de la pandémie reflète probablement des mesures d'endiguement moins strictes conjuguées à une expérience et une adaptation accrues de la part des ménages et des entreprises. La dynamique de la croissance dans la zone euro devrait demeurer inégale entre les secteurs, les services étant toujours le secteur le plus touché par la pandémie, en partie en raison de leur sensibilité aux mesures de distanciation sociale. Cette inégalité s'observe également entre les pays, les évolutions de la production étant dépendantes des taux d'infection et des efforts déployés pour contenir la pandémie, ainsi que de la composition sectorielle de chaque économie.

³ Selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, qui a été publiée le 30 avril 2021, c'est-à-dire après la date d'arrêt des données incluses dans le présent *Bulletin économique*, le PIB en volume a enregistré une nouvelle baisse de 0,6 %, en rythme trimestriel, au premier trimestre 2021

Graphique 5

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

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



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

Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les lignes en pointillés indiquent les moyennes trimestrielles des observations mensuelles du PMI. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020 pour le PIB en volume et à mars 2021 pour l'ESI et le PMI.

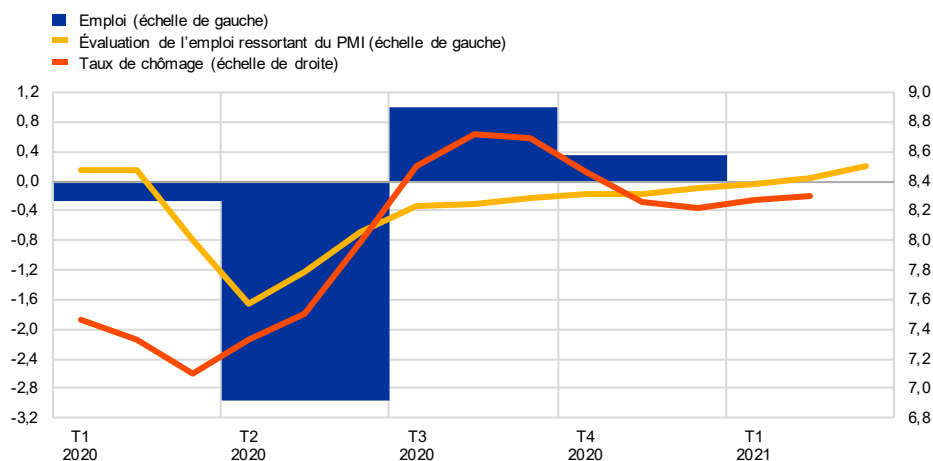
Le taux de chômage de la zone euro est resté inchangé en février, le nombre élevé de travailleurs couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi ayant contribué à contenir le chômage. Le taux de chômage s'est établi à 8,3 % en février, sans changement par rapport au mois précédent (graphique 6) et reste supérieur de 1 point de pourcentage environ au taux observé en février 2020. Les dispositifs de maintien de l'emploi ont continué d'amortir les évolutions sur le marché du travail, couvrant, selon les estimations, 5,6 % de la population active en février, contre 5 % environ en octobre, en réponse aux dernières mesures de confinement ⁴. L'emploi a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2020, après une baisse de 1,0 % au troisième trimestre. En dépit de cette amélioration, l'emploi est demeuré inférieur de 1,9 % à son niveau du quatrième trimestre 2019. Le nombre total d'heures travaillées a de nouveau diminué, de 1,7 % au quatrième trimestre. Cette évolution fait suite à un rebond de 14,5 % au troisième trimestre après une baisse de 13,6 % au deuxième trimestre et de 3,9 % au premier trimestre. Les baisses importantes du nombre total d'heures travaillées au premier semestre et au quatrième trimestre 2020 reflètent les effets des mesures de confinement au cours de ces périodes. Le nombre total d'heures travaillées est resté inférieur de 6,5 % au niveau enregistré au quatrième trimestre 2019.

⁴ Cf. l'article intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

Graphique 6

Emploi, indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi et taux de chômage dans la zone euro

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020 pour l'emploi, à mars 2021 pour le PMI et à février 2021 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail ont continué de s'améliorer.

L'indice mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi est passé de 50,5 en février à 52,0 en mars (graphique 6), demeurant supérieur au seuil de 50 – qui indique une hausse de l'emploi – durant deux mois consécutifs. Le dernier résultat supérieur à ce seuil date de février 2020. L'indice des directeurs d'achat pour l'emploi s'est nettement redressé depuis le point bas historique enregistré en avril 2020.

Après un faible démarrage, les dépenses de consommation sont restées timides à la fin du premier trimestre.

En février 2021, le volume du commerce de détail a augmenté de 3 % en glissement mensuel, tandis que les immatriculations de voitures ont continué de diminuer de 1,1 % en rythme mensuel, demeurant à leur point le plus bas depuis juin 2020. La confiance des consommateurs s'est améliorée en mars, pour s'établir à -10,8 contre -14,8 en février, principalement sur la base des questions prospectives de l'enquête. Par exemple, les projets de dépenses des ménages sur les postes importants ont augmenté en mars mais sont restés nettement inférieurs à leur niveau d'avant la crise. Le nouveau durcissement des mesures d'endiguement autour de la période de Pâques laisse présager une nouvelle baisse des dépenses de consommation au début du deuxième trimestre, retardant la reprise attendue. Même si les revenus du travail ont été sévèrement affectés par la crise du coronavirus, les transferts budgétaires ont absorbé l'essentiel de cet impact sur le revenu disponible des ménages de la zone euro. La baisse de la consommation au quatrième trimestre 2020 s'est traduite par une augmentation du taux d'épargne des ménages, qui a atteint 20 % ce même trimestre, après 17 % au troisième trimestre. Pour les mois à venir, le taux d'épargne devrait rester supérieur à son niveau d'avant la pandémie à court terme avant de se normaliser.

progressivement par la suite, comme l'indiquent également les faibles intentions des ménages d'effectuer des achats importants au cours des douze prochains mois.

L'investissement des entreprises devrait avoir légèrement augmenté au premier trimestre 2021, mais l'incertitude élevée et l'affaiblissement des bilans pourraient peser sur les décisions d'investissement plus tard dans l'année.

Après un taux de croissance trimestriel robuste de 3,1 % au quatrième trimestre 2020, qui s'explique essentiellement par les droits de propriété intellectuelle, l'investissement hors construction semble être resté solide au premier trimestre 2021. Même si la production industrielle de biens d'équipement a reculé en février, sa valeur moyenne en janvier et février a été supérieure de 2,0 % au niveau observé au quatrième trimestre. En outre, l'indice des directeurs d'achat (PMI) et les indicateurs tirés des enquêtes de la Commission européenne pour le secteur des biens d'équipement ont eu tendance à s'améliorer au premier trimestre par rapport au quatrième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes par type d'actif indiquent que les investissements dans les actifs corporels, tels que les machines, les équipements et les transports, se sont nettement redressés après la forte baisse observée au deuxième trimestre 2020. Toutefois, le rebond demeure incomplet par rapport aux niveaux observés avant la pandémie. Les investissements incorporels ont comparativement mieux résisté pendant la crise et ont atteint au quatrième trimestre 2020 un niveau proche de celui du quatrième trimestre 2019 (si l'on fait abstraction de la volatilité trimestrielle liée à la comptabilisation des activités de propriété intellectuelle de quelques entreprises mondiales, qui affecte particulièrement certains pays comme l'Irlande et les Pays-Bas). Cela confirme les éléments ressortant des contacts avec les entreprises, qui indiquent une tendance en cours à la numérisation. Dans le même temps, l'incertitude demeure élevée et les bilans des entreprises restent sous tension, ce qui pourrait peser sur l'investissement plus tard dans l'année. Les données des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2020 indiquent que l'excédent brut d'exploitation des entreprises de la zone euro a diminué de 2,7 % en glissement annuel et que l'endettement a augmenté.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester robuste au premier trimestre 2021, dans un contexte de forte incertitude induite par un nouveau durcissement des restrictions liées à la pandémie. Après un fort rebond au troisième trimestre 2020, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué d'augmenter au quatrième trimestre, même si sa dynamique s'est nettement ralentie. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents indiquent une tendance à la poursuite de la modération de la croissance au premier trimestre 2021. L'indice relatif à la production dans le secteur de la construction a diminué en février, sa valeur moyenne en janvier et février s'établissant 0,4 % au-dessous du niveau observé au quatrième trimestre 2020. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la construction, en particulier dans le secteur résidentiel, s'est amélioré au premier trimestre 2021, tout en continuant de faire état d'une contraction. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans le secteur de la construction a également dépassé son niveau du trimestre précédent, s'établissant bien au-dessus de sa moyenne de long terme au premier trimestre de l'année. Selon les données tirées

des enquêtes de la Commission européenne sur les facteurs limitant la production, des facteurs liés à l'offre, tels que les conditions météorologiques et la disponibilité de la main-d'œuvre et des matériaux, ont entravé l'activité dans la construction au début de l'année. Les contraintes du côté de la demande ont toutefois été moins pertinentes, ce qui est également conforme à la nouvelle amélioration des évaluations des niveaux des carnets de commandes par les entreprises. Toutefois, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la demande de prêts au logement s'est ralentie au premier trimestre 2021, mais avec des anticipations d'une nouvelle hausse au deuxième trimestre.

La reprise des échanges commerciaux dans la zone euro s'est ralentie, en partie en raison du Brexit. Les échanges de biens en termes nominaux reflètent une divergence entre les échanges commerciaux intra et hors zone euro début 2021, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ayant eu des répercussions négatives sur les échanges hors zone euro. Les échanges commerciaux bilatéraux entre la zone euro et le Royaume-Uni se sont fortement contractés en janvier, reflétant une inversion du mouvement de constitution de stocks en décembre et des charges administratives supplémentaires pour les exportations et les importations. En dépit d'un rebond partiel des échanges commerciaux avec le Royaume-Uni, les exportations hors zone euro sont demeurées faibles en février. En revanche, les exportations intra-zone euro ont fortement progressé au cours des deux premiers mois de 2021. La reprise des échanges commerciaux avec les principaux marchés d'exportation pour retrouver les niveaux d'avant la pandémie se poursuit, tandis que le reste du monde a continué de peser sur les exportations globales. Les exportations de la zone euro à destination de la Chine sont restées très soutenues, essentiellement sous l'effet des exportations de voitures mais avec également une extension à d'autres catégories de biens, tandis que les exportations vers les États-Unis ont retrouvé le niveau d'avant la pandémie grâce aux exportations de voitures et de biens de consommation. Les dernières valeurs des indicateurs avancés indiquent une reprise de la dynamique des échanges de biens, tandis que le redressement des échanges de services reste prolongé. Le tourisme, qui a été le secteur des échanges de services le plus touché par la pandémie, montre les premiers signes de reprise par rapport aux points bas atteints fin 2020. Même si les vols internationaux sont restés peu nombreux en mars, les engagements de réservations et la confiance dans le secteur de l'hébergement ont commencé à s'améliorer à nouveau.

Reflétant les mesures d'endiguement en vigueur, les indicateurs économiques vont dans le sens d'une production faible, voire en baisse, au premier trimestre 2021, suivie d'une reprise de la croissance au deuxième trimestre.

La production industrielle (hors construction) a diminué de 1,0 % en rythme mensuel en février, même si le niveau moyen de la production au cours des deux premiers mois du premier trimestre est resté supérieur de 1,0 % à la moyenne pour le quatrième trimestre 2020. Les données d'enquêtes les plus récentes mettent en évidence un renforcement progressif de l'activité économique dans les différents secteurs au cours de la période à venir. Par exemple, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a atteint 49,9 au premier trimestre 2021 contre 48,1 au quatrième trimestre 2020. Cette amélioration s'explique par les évolutions

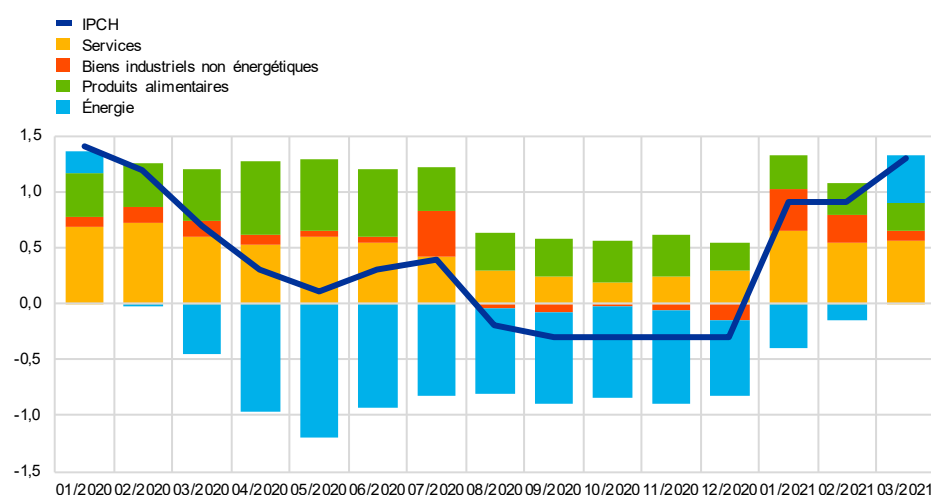
dans le secteur manufacturier et les services. Les indicateurs économiques couvrant le premier trimestre font état d'une croissance toujours faible, éventuellement négative, reflétant l'intensification des mesures d'endiguement dans certains pays vers la fin du trimestre. Les indicateurs à haute fréquence vont également dans le sens, dans l'ensemble, d'une faiblesse persistante de la croissance à l'avenir, en dépit d'une légère amélioration.

Pour la période à venir, dans un contexte d'incertitude élevée, les progrès en cours des campagnes de vaccination devraient ouvrir la voie à une reprise de l'activité économique courant 2021, même s'il faudra encore attendre avant qu'elle soit complète. Le calendrier de mise en œuvre d'un assouplissement des mesures d'endiguement n'est pas encore clair et on ne peut exclure d'autres évolutions défavorables liées à la pandémie. Même si l'incertitude qui entoure la COVID-19 devrait freiner la reprise sur le marché du travail et peser sur la consommation et l'investissement, la reprise économique dans la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un redressement de la demande intérieure et mondiale, avec la levée des mesures d'endiguement et la diminution de l'incertitude. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début avril, montrent que par rapport à la campagne d'enquête précédente, réalisée début janvier, les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la baisse pour 2021 et à la hausse pour 2022. Les prévisionnistes tablent sur un recul de 0,6 % du PIB au premier trimestre 2021, suivi d'un rebond de 1,4 % au deuxième trimestre. Cette évolution est globalement conforme aux perspectives à court terme ressortant des projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, qui prévoyaient une baisse de 0,4 % au premier trimestre 2021, suivie d'une hausse de 1,3 % au deuxième trimestre. Ce profil de croissance à court terme est conforme à la situation actuelle en matière de mesures d'endiguement, parallèlement à l'amélioration de la dynamique des campagnes de vaccination en cours. À moyen terme, la reprise économique dans la zone euro devrait être tirée par un redressement de la demande intérieure et mondiale, soutenu par des conditions de financement favorables et la relance budgétaire.

La hausse de l'IPCH s'est fortement accentuée au début de 2021 par rapport à la fin de l'année dernière (graphique 7). Après quatre mois consécutifs à $-0,3\%$ à la fin de l'année dernière, la hausse de l'IPCH s'est accentuée au début de cette année pour s'établir à $1,3\%$ en mars, après des hausses de $0,9\%$ en janvier et en février. L'augmentation de l'inflation totale en mars reflète une nouvelle hausse prononcée des prix de l'énergie, qui a plus que compensé le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). La hausse de l'IPCHX est revenue à $0,9\%$ en mars après $1,1\%$ en février et $1,4\%$ en janvier, mais elle est restée nettement supérieure au niveau de $0,2\%$ enregistré au cours des quatre derniers mois de 2020 (graphique 9).

Graphique 7
Inflation totale et ses composantes

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



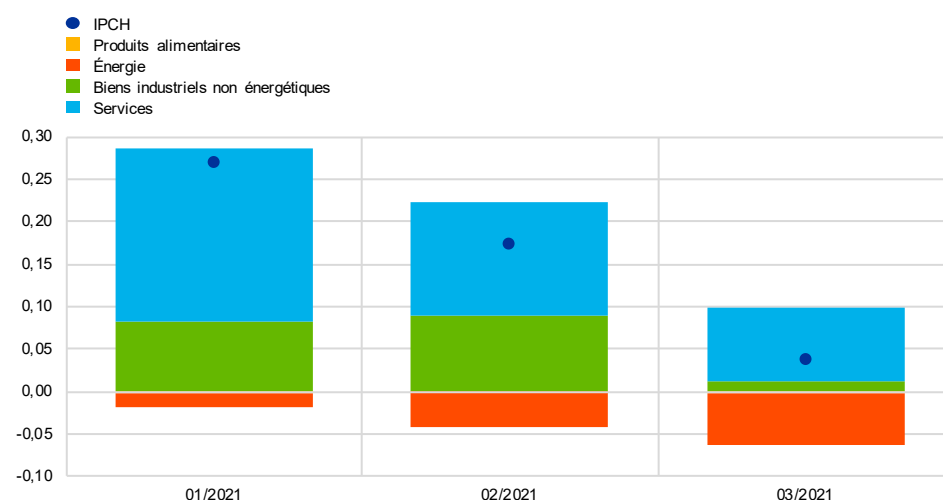
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à mars 2021.

Le rebond de l'inflation totale observé ces derniers mois reflète plusieurs facteurs qui peuvent être considérés comme essentiellement temporaires et sont en partie de nature statistique. Le plus fort impact haussier a été lié à une hausse des prix de l'énergie d'abord moins négative puis fortement positive. Cette évolution a reflété à la fois un important effet de base haussier et des augmentations relativement importantes des prix de l'énergie en glissement mensuel. Si les prix actuels des contrats à terme se maintiennent, cet effet haussier devrait persister dans les données pour la majeure partie de 2021, puis diminuer au début de l'année prochaine (encadré 4). Un autre impact haussier a été associé à l'inversion, en janvier, de la réduction temporaire du taux de TVA en Allemagne, dont les effets sur les taux d'inflation continueront de s'exercer tout au long de 2021. Enfin, deux autres facteurs ont joué un rôle particulièrement important en janvier, même s'ils ont diminué en mars. Le premier concerne les changements intervenus dans le calendrier et l'ampleur des soldes saisonniers dans certains pays de la zone

euro, qui ont entraîné une hausse substantielle des prix des biens industriels non énergétiques. Le deuxième est l'effet de variations plus importantes que d'habitude des pondérations de l'IPCH pour 2021, associées à des changements dans les profils de consommation des ménages pendant la pandémie. En particulier, cela a entraîné des augmentations de certaines rubriques de la hausse des prix des services en janvier et en février, qui se sont ensuite nettement réduites en mars (graphique 8).

Graphique 8
Décomposition de l'effet de la variation des pondérations

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'impact des modifications des pondérations est fondé sur des estimations de la BCE. La dernière observation se rapporte à mars 2021.

L'incertitude entourant le signal de tensions sur les prix est restée relativement élevée, les imputations de prix ayant également persisté en février et en mars. La part des imputations de prix pour les rubriques de l'IPCH a légèrement diminué en mars pour s'établir à 10 % pour l'IPCH global et à 15 % pour l'IPCHX, ce recul reflétant principalement la baisse des imputations pour les rubriques des biens industriels non énergétiques, tandis que les imputations pour les services ont légèrement augmenté. En particulier, la part des imputations pour les biens industriels non énergétiques a fortement diminué (ressortant à seulement 4 % en mars contre 15 % en février), tandis qu'elle est restée élevée pour les services (21 % en mars et 20 % en février).

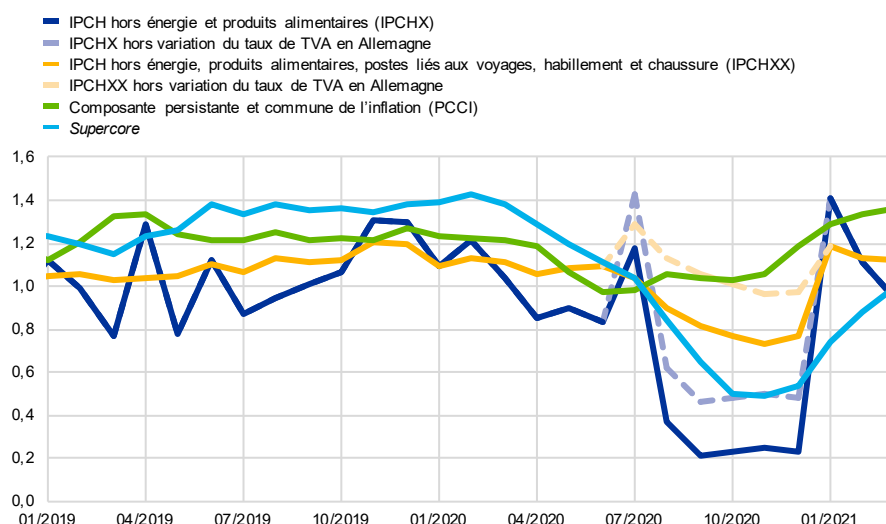
Les mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté en janvier, puis ont légèrement diminué en février et en mars (graphique 9). La plupart des mesures ont été affectées par les facteurs temporaires examinés précédemment et leur qualité de signal est donc sujette à un certain degré d'incertitude. En février et mars, les mesures de l'inflation reposant sur des exclusions, l'IPCHX et l'IPCHXX (excluant également les vêtements et les postes liés aux voyages), ont diminué par rapport à la hausse observée en janvier, revenant aux niveaux observés au printemps 2020 avant que l'impact de la baisse du taux de TVA en Allemagne ne se fasse sentir. D'autres mesures de l'inflation sous-jacente ont affiché une reprise plus continue

depuis fin 2020, mais cette reprise est partie de niveaux relativement bas et, dans l'ensemble, les mesures disponibles de l'inflation sous-jacente n'indiquent pas une tendance globale à une hausse soutenue des tensions inflationnistes sous-jacentes.

Graphique 9

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2021.

Les tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement sont restées stables pour les biens industriels non énergétiques, malgré un nouveau renforcement des tensions mondiales sur les coûts. Pour les biens de consommation hors produits alimentaires, la hausse des prix intérieurs à la production s'est établie à 0,6 % en février, en légère baisse par rapport à janvier, mais continuant d'osciller autour de sa moyenne de long terme. La hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est demeurée faible en février et globalement inchangée par rapport aux deux mois précédents. Cela reflète probablement aussi la stabilité du taux de change effectif nominal. En amont de la chaîne des consommations intermédiaires, la hausse des prix à la production et à l'importation des biens intermédiaires a continué de s'accroître en février. Il est probable que cette évolution reflète la forte hausse des taux de croissance annuels des prix du pétrole et des matières premières industrielles ainsi que, dans une certaine mesure, les coûts associés aux frictions dans les chaînes d'approvisionnement. Toutefois, les anticipations des entreprises concernant les prix de vente au cours des prochains mois ne font pas état de la poursuite d'une hausse généralisée des prix dans l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement et des prix.

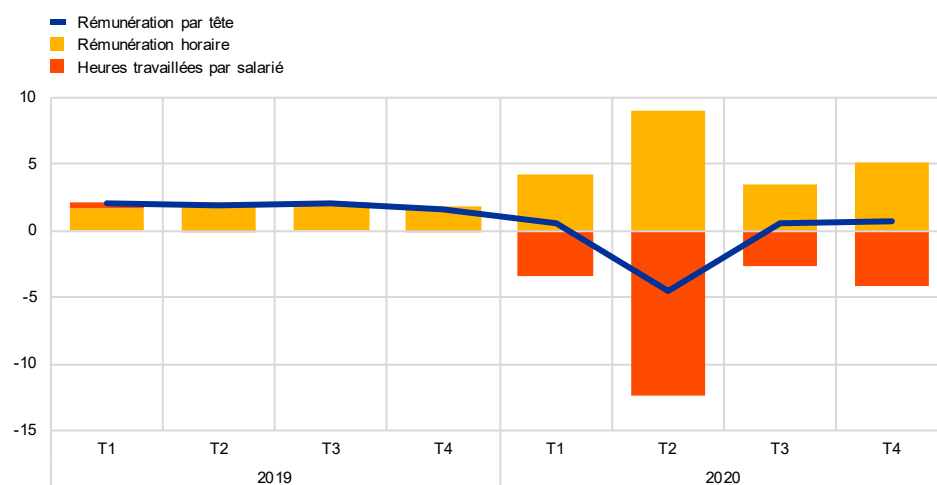
Les pressions salariales sont faibles et continuent d'être brouillées par l'incidence des dispositifs de soutien public. Cela se reflète, par exemple, dans la divergence entre la croissance de la rémunération par tête et celle de la rémunération horaire. L'écart entre les deux s'est à nouveau creusé au quatrième trimestre 2020, le recours aux dispositifs de chômage partiel et de chômage technique s'étant accru en raison des nouvelles mesures de confinement à la fin de

l'année. D'une part, la croissance annuelle de la rémunération par tête a légèrement augmenté pour s'établir à 0,7 % au quatrième trimestre, contre 0,6 % au troisième trimestre, après une variation très négative de – 4,5 % au deuxième trimestre. D'autre part, la croissance annuelle de la rémunération horaire a rebondi, ressortant à 5,1 % au quatrième trimestre, contre 3,4 % au troisième trimestre 2020 (graphique 10).

Graphique 10

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

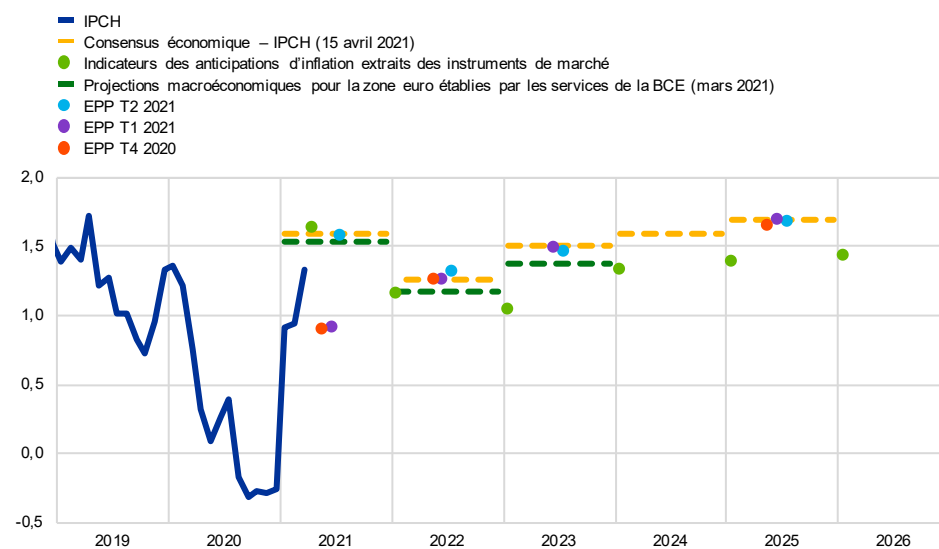
Les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme fondés sur des enquêtes sont restés stables, tandis que les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter.

La hausse des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché à court et à long terme dans la zone euro, qui s'est amorcée début 2021, s'est poursuivie après la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, malgré l'augmentation des cas de COVID-19 en Europe et les revers temporaires dans le processus de vaccination. Le plus important des taux des *swaps* indexés sur l'inflation anticipée, le taux à cinq ans dans cinq ans, est actuellement de 1,53 %, soit 8 points de base de plus qu'au début de la période sous revue. En ce qui concerne les mesures fondées sur des enquêtes, selon [l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), les anticipations d'inflation à long terme moyennes pour 2025 sont demeurées inchangées en avril, à 1,7 %. Les anticipations à plus long terme figurant dans les prévisions d'avril 2021 du Consensus économique sont également restées inchangées, à 1,7 % pour 2025 (graphique 11).

Graphique 11

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Consensus économique, projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro (mars 2021), EPP de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour le deuxième trimestre 2021, l'EPP a été réalisée entre le 31 mars et le 12 avril 2021. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 21 avril 2021.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée stable en février

2021. Le taux de croissance annuel de M3 a légèrement diminué pour s'établir à 12,3 % en février, après 12,5 % en janvier (graphique 12), demeurant ainsi élevé. En effet, il continue d'intégrer l'incidence de l'expansion monétaire exceptionnelle au cours des premières phases de la pandémie de coronavirus (COVID-19). La dynamique à plus court terme de la monnaie au sens large, comme les flux mensuels, s'est ralentie, mais implique toujours un rythme soutenu de création monétaire, sous l'effet du soutien apporté par les politiques monétaire, budgétaire et prudentielle. Le principal moteur de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. La croissance annuelle de M1 est demeurée globalement inchangée à 16,4 % en février. Cette évolution s'explique principalement par les entreprises et les ménages, qui ont accru leurs dépôts à un rythme soutenu, de façon comparable au second semestre 2020. La contribution des autres dépôts à court terme et des instruments négociables à la croissance annuelle de M3 a été faible, reflétant le bas niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

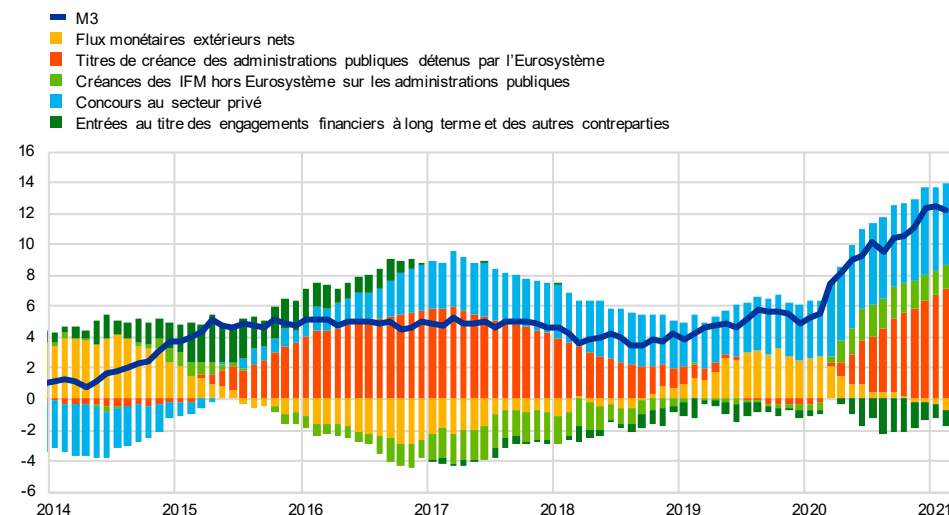
La création monétaire a continué d'être portée par l'expansion du crédit domestique, principalement via les achats d'actifs de l'Eurosystème.

En février 2021, la contribution la plus importante à la croissance de M3 provenait encore des achats nets de titres publics par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) (partie rouge des barres du graphique 12). Un autre soutien à la croissance de M3 provenait des concours au secteur privé (partie bleue des barres du graphique 12) et, dans une proportion plus faible et orientée à la baisse, des créances des banques sur les administrations publiques (partie vert clair des barres du graphique 12). Les flux monétaires extérieurs nets ont continué d'exercer une faible incidence sur la création monétaire (partie jaune des barres du graphique 12). Les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont continué de freiner la croissance de la monnaie au sens large. Cet effet a diminué par rapport au second semestre 2020, car les émissions nettes d'obligations bancaires à long terme, qui pèsent sur la croissance de M3, ont été limitées par le recours des banques aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), en raison de leurs conditions attrayantes.

Graphique 12

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.

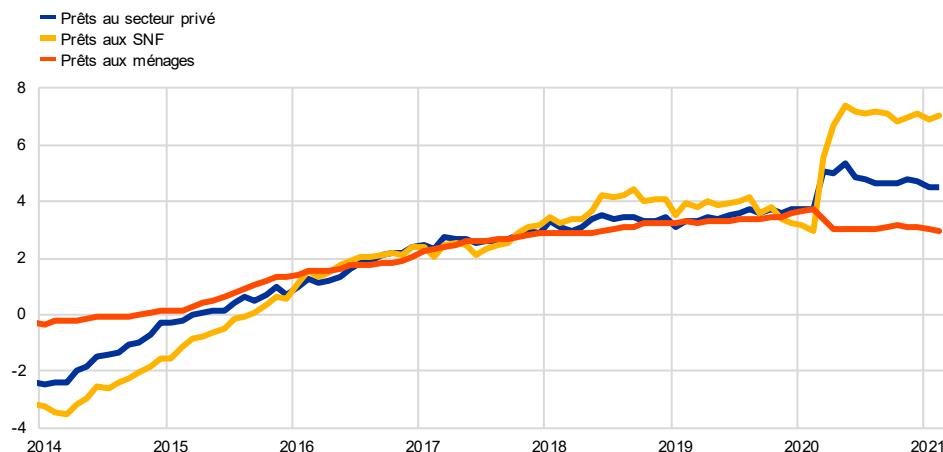
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises et du PEPP. Les dernières observations se rapportent à février 2021.

La croissance des prêts au secteur privé est demeurée globalement inchangée en février 2021. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est ressorti à 4,5 % en février, globalement inchangé depuis l'été et à un niveau nettement supérieur à son niveau d'avant la pandémie (graphique 13). Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises s'est établi à 7,1 % en février, après 6,9 % en janvier, tandis que la croissance des prêts aux ménages était inchangée à 3,0 %. Bien que ces taux de croissance aient été globalement stables depuis juin 2020, les données relatives aux flux indiquent un ralentissement de la dynamique des prêts, la demande de prêts des entreprises s'étant atténuée, tandis que certains signes d'un resserrement de l'offre de crédit sont également apparus. Le recours des entreprises aux prêts à long terme a continué d'augmenter au détriment des prêts à court terme. Dans le même temps, les prêts hypothécaires ont continué d'être le moteur de la croissance du financement des ménages en février, tandis que la croissance des crédits à la consommation est restée faible, les restrictions plus sévères liées à la COVID-19 limitant les opportunités de consommation.

Graphique 13

Prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à février 2021.

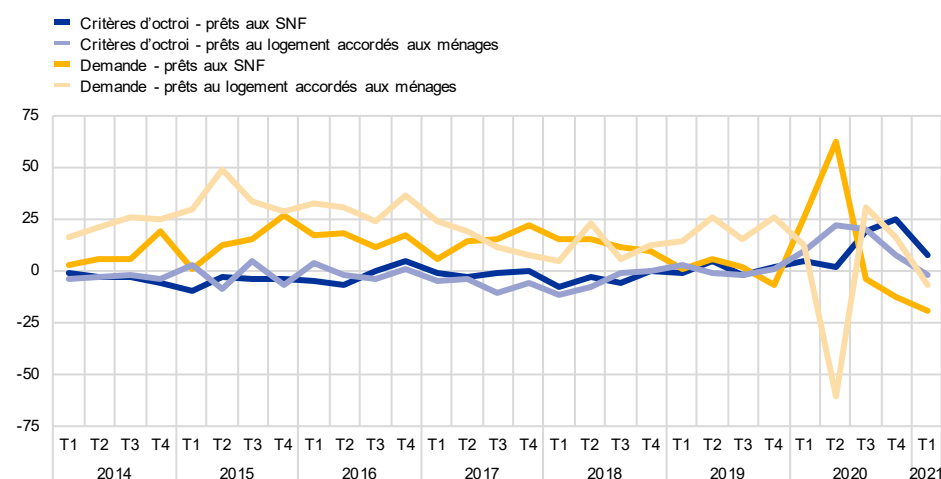
L'enquête d'avril 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état d'un durcissement net modéré des critères d'attribution des prêts aux entreprises au premier trimestre 2021 (graphique 14). Cette évolution fait suite à un durcissement significatif au cours des deux trimestres précédents et s'explique par une perception accrue des risques et une moindre tolérance des banques à l'égard du risque, mais de façon moins marquée qu'au cours des deux trimestres précédents. Le durcissement net plus faible peut être lié à la prolongation des mesures de soutien budgétaire, au soutien encore apporté par les mesures de politique monétaire et les mesures prudentielles, et à l'amélioration générale du sentiment à l'égard du risque au premier trimestre 2021. La demande de prêts des entreprises ou leurs tirages de lignes de crédit ont de nouveau diminué au premier trimestre 2021, principalement en raison de la poursuite de l'effet modérateur de leur demande de financement de l'investissement fixe, les entreprises, notamment dans les secteurs les plus affectés par la pandémie, ayant eu tendance à reporter leurs investissements. Pour le deuxième trimestre 2021, les banques s'attendent à un rebond de la demande de prêts des entreprises et encore à un léger durcissement des critères d'octroi pour les entreprises. Les banques ont fait état d'un très léger assouplissement des critères d'octroi des prêts au logement et d'un durcissement modéré des critères d'octroi des crédits à la consommation au premier trimestre 2021. L'assouplissement net observé pour les prêts au logement a été favorisé par la concurrence d'autres prêteurs, tandis que les perceptions du risque lié à la solvabilité des emprunteurs et la tolérance des banques à l'égard du risque ont continué d'avoir un effet de durcissement sur l'ensemble des prêts aux ménages. La demande nette de prêts au logement a diminué au premier trimestre. Le bas niveau de la confiance des consommateurs et la faiblesse des dépenses en biens durables ont contribué négativement à la demande nette, tandis que le bas niveau général des taux d'intérêt et les perspectives solides du marché de l'immobilier résidentiel ont apporté une contribution positive. Les banques s'attendent à un durcissement net des critères d'octroi et à une augmentation de la demande de prêts

des ménages au deuxième trimestre 2021. En outre, les banques ont déclaré que les programmes APP, PEPP et la troisième série d'opérations TLTRO (TLTRO III) ont continué d'avoir un impact positif sur leurs positions de liquidité et les conditions de financement de marché. Conjuguées au taux négatif de la facilité de dépôt, ces mesures ont eu un effet d'assouplissement sur les conditions d'octroi de prêts bancaires et un impact positif sur les volumes de prêts. Dans le même temps, les banques ont indiqué que les achats d'actifs de la BCE et le taux négatif de la facilité de dépôt ont continué d'avoir un effet négatif sur leurs produits nets d'intérêts, tandis que le système à deux paliers de la BCE pour la rémunération des excédents de liquidité a soutenu la rentabilité bancaire.

Graphique 14

Variations des critères d'octroi et de la demande nette de prêts (ou de lignes de crédit) des entreprises et des ménages pour l'achat de leur logement

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



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

Notes : Pour les questions de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire portant sur les critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages de banques ayant répondu « sensiblement durcis » ou « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « quelque peu assouplis » ou « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages de banques ayant répondu « augmentation importante » ou « légère augmentation » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « légère diminution » ou « diminution importante ». Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

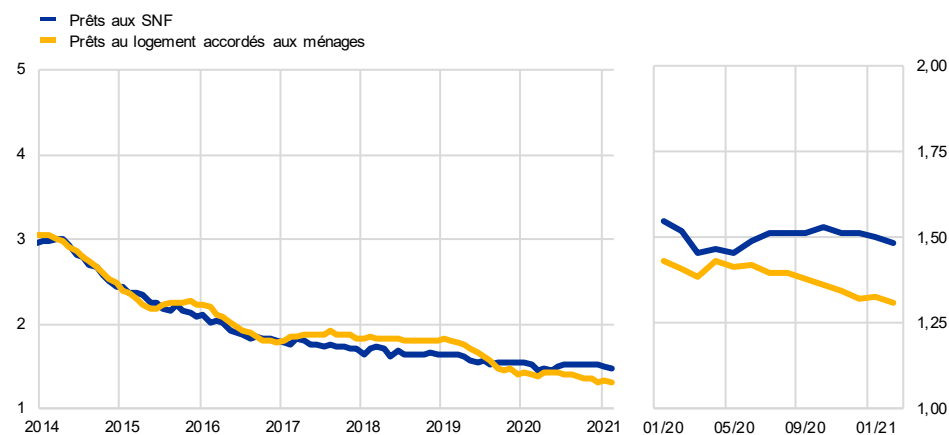
Les taux débiteurs bancaires ont continué d'osciller à des niveaux proches de leurs planchers historiques. En février 2021, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) est demeuré globalement inchangé à 1,48 %, et s'agissant des prêts aux ménages il a atteint un nouveau point bas historique à 1,31 % (graphique 15). Cette évolution reflète l'incidence persistante des mesures prises par la BCE, les autorités de surveillance et les gouvernements nationaux pour soutenir les conditions de l'offre de crédit et a concerné l'ensemble des pays de la zone euro. Le coût réel du financement bancaire des entreprises a convergé de nouveau vers son niveau de début 2020, soutenu par le récent rebond des anticipations d'inflation. Par ailleurs, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est stabilisé aux niveaux d'avant la pandémie. Dans le même temps, l'incertitude relative à l'effet durable de la pandémie sur l'économie, et donc aussi sur la solvabilité des emprunteurs et les bilans bancaires, demeure élevée.

Afin d'éviter que cette incertitude ne provoque un durcissement généralisé des conditions de financement, amplifiant l'effet de la pandémie sur l'économie, toutes les mesures de soutien actuellement mises en œuvre par les autorités demeurent essentielles.

Graphique 15

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(pourcentages annuels)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à février 2021.

Encadrés

1 Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu et Rinalds Gerinovics

Au cours du second semestre 2020, l'activité économique mondiale et le commerce international ont affiché un fort rebond, lié principalement au secteur manufacturier, tandis que l'activité du secteur des services était et est demeurée atone. Au troisième trimestre 2020, l'activité économique mondiale s'est redressée rapidement sous l'effet de l'atténuation de la pandémie et de l'assouplissement des mesures d'endiguement associées, ainsi qu'en raison des mesures de soutien importantes mises en œuvre par les pouvoirs publics au plus fort de la crise. Malgré un ralentissement au quatrième trimestre lié à une aggravation de la pandémie, la reprise de l'économie mondiale au second semestre 2020 a globalement été plus rapide que prévu (BCE 2021, FMI 2021) ¹. Ce phénomène est imputable dans une large mesure au secteur manufacturier (graphique A, partie supérieure), avec le redémarrage des activités de production et le redressement de la demande de biens. Dans le même temps, le secteur des services, notamment les activités nécessitant le plus de contacts, a affiché un certain retard en raison du maintien des mesures de distanciation physique et de la persistance de certaines restrictions. Celles-ci ont aussi touché de façon particulièrement sévère le secteur des voyages et celui du tourisme. Après l'effondrement du commerce mondial au premier semestre 2020 (BCE 2020), les importations mondiales de marchandises se sont redressées, renouant avec leur niveau d'avant la crise en novembre 2020 ². Toutefois, ce redressement s'est effectué à des rythmes différents selon les pays, la Chine – premier pays à maîtriser le virus – retrouvant son niveau d'avant la crise dès juin 2020 (graphique A, partie inférieure). Ce n'est que vers la fin de l'année que la reprise des échanges a commencé à s'étendre aux autres grandes économies mondiales.

¹ Cf. l'encadré 2 des « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE », mars 2021, et les « Perspectives de l'économie mondiale », janvier 2021.

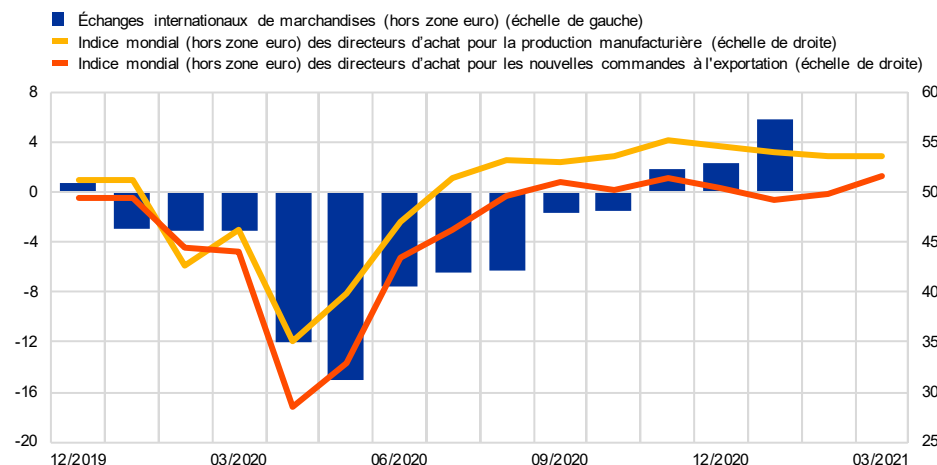
² Cf. l'encadré 2 intitulé « [Le grand effondrement des échanges commerciaux de 2020 et le rôle amplificateur des chaînes de valeur mondiales](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, juillet 2020.

Graphique A

Évolution de l'activité économique mondiale et du commerce international

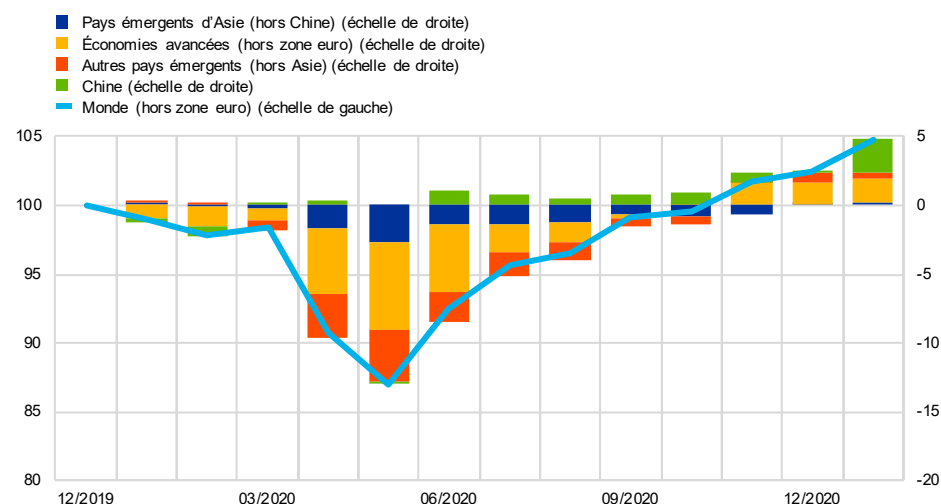
Échanges internationaux de marchandises et indices des directeurs d'achat (PMI)

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



Échanges internationaux de marchandises et contributions par pays

(échelle de gauche : indice, décembre 2019 = 100 ; échelle de droite : contributions)



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Notes : L'agrégat mondial exclut la zone euro. Les dernières observations se rapportent à mars 2021 (indice des directeurs d'achat) et à janvier 2021 (échanges internationaux de marchandises).

Le fort rebond de l'activité manufacturière mondiale a donné lieu à une nette augmentation des commandes internationales et entraîné des goulots d'étranglement au niveau de l'offre.

Des tensions du côté de l'offre sont mises en évidence par l'allongement des délais de livraison des fournisseurs, qui se reflète lui-même dans la hausse du coût du transport des marchandises en conteneur et, plus généralement, du prix des consommations intermédiaires. En particulier, les indices mondiaux des directeurs d'achat relatifs à différents sous-secteurs manufacturiers montrent comment le fort rebond des nouvelles commandes d'intrants depuis le creux enregistré au deuxième trimestre 2020 s'est accompagné d'une nette augmentation des délais de livraison des fournisseurs et d'une accentuation des tensions sur les prix des consommations intermédiaires (graphique B). Les secteurs qui connaissent les plus fortes perturbations des

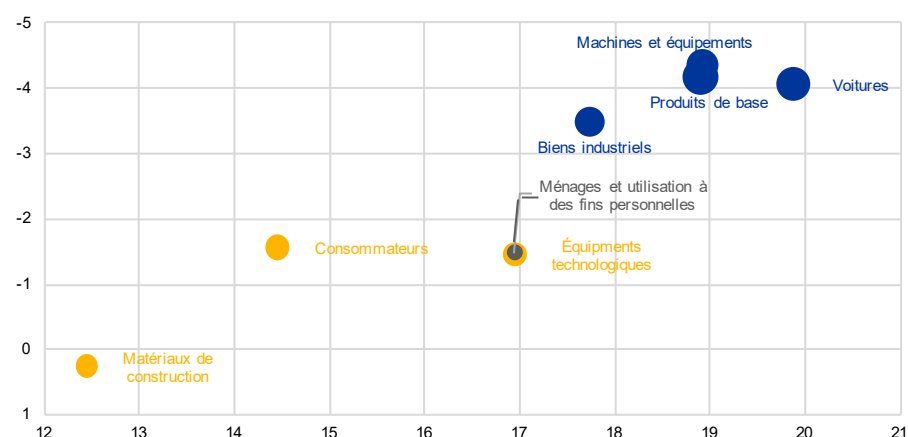
chaînes d'approvisionnement sont les produits de base, les machines et équipements et les voitures. Une pénurie particulièrement prononcée d'offre de semi-conducteurs est actuellement à l'origine de retards dans la production de voitures au niveau mondial ³.

Graphique B

Délais de livraison des fournisseurs et prix des intrants

Indices mondiaux des directeurs d'achat (indices de diffusion)

(axe des ordonnées – indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs (inversé) ; axe des abscisses – indice relatif aux nouvelles commandes à l'exportation, variation entre février 2021 et le T2 2020)



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

Notes : La taille des bulles est proportionnelle à la variation de l'indice des directeurs d'achat relatif au prix des intrants entre février 2021 et le T2 2020. Les points gris représentent les hausses de l'indice des directeurs d'achat relatif au prix des intrants inférieures à 10, les points jaunes les hausses comprises entre 10 et 15 et les points bleus celles qui sont supérieures à 15.

La hausse du coût du fret maritime constitue un autre signe de l'existence de goulets d'étranglement au niveau de l'offre (graphique C, partie supérieure).

Depuis le second semestre 2020, le coût du fret maritime au niveau mondial s'est inscrit sur une trajectoire constante de redressement après les points bas enregistrés au milieu de la pandémie. Ces derniers mois, toutefois, il a atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la grande crise financière et ses taux de croissance ont dépassé ceux observés depuis 2015. Dans le même temps, les coûts de transport sur les routes commerciales reliant l'Asie et la Chine à l'Europe et à la Méditerranée, ainsi qu'aux États-Unis, ont enregistré une hausse particulièrement forte depuis le second semestre et ont récemment atteint un pic (graphique C, partie inférieure). Deux facteurs sont associés à la hausse du coût du transport. D'une part, la forte hausse de la demande de consommations intermédiaires sur fond d'accélération de l'activité manufacturière a entraîné une augmentation de la demande d'exportations chinoises et de transport en conteneur. Dans le même temps, la pénurie de conteneurs dans les ports asiatiques a accentué les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et encore augmenté le coût du

³ Les pénuries d'offre dans le secteur des semi-conducteurs sont également attribuées au fait que, même si la production de voitures s'est effondrée au deuxième trimestre 2020, la demande de semi-conducteurs est demeurée relativement dynamique, car la pandémie a aussi entraîné une forte hausse de la demande d'équipements électroniques (comme les ordinateurs). Par conséquent, quand le redressement de la production de voitures s'est matérialisé et avec une faible sous-utilisation des capacités de production subsistant dans le secteur des semi-conducteurs, des déficits de production ont commencé à apparaître.

transport, les compagnies en Asie étant réputées payer des suppléments afin de récupérer des conteneurs ⁴. En Europe et aux États-Unis, il semblerait que les ports soient congestionnés en raison de perturbations logistiques liées à la pandémie de coronavirus (COVID-19) et, du fait du caractère inégal de la reprise des échanges, il resterait des conteneurs non utilisés dans plusieurs ports. En particulier, les données disponibles indiquent une baisse du trafic de porte-conteneurs en provenance d'importants ports asiatiques, le ralentissement le plus fort concernant la route commerciale qui relie l'Asie à l'Union européenne (comme l'indique la réduction plus prononcée dans le graphique D). Dans ce contexte, la fiabilité des calendriers des services mondiaux de transport de conteneurs s'est établie à son niveau le plus bas jamais enregistré, selon les nouvelles données de *Sea-Intelligence Consulting* ⁵. L'augmentation du coût du transport de marchandises a également été accentuée par la capacité limitée du fret aérien, avec l'effondrement du volume de vols internationaux dû aux restrictions de déplacements et aux annulations de vols.

⁴ Bloomberg, « *Freight-Cost Pain Intensifies as Pandemic Rocks Ocean Shipping* », février 2021.

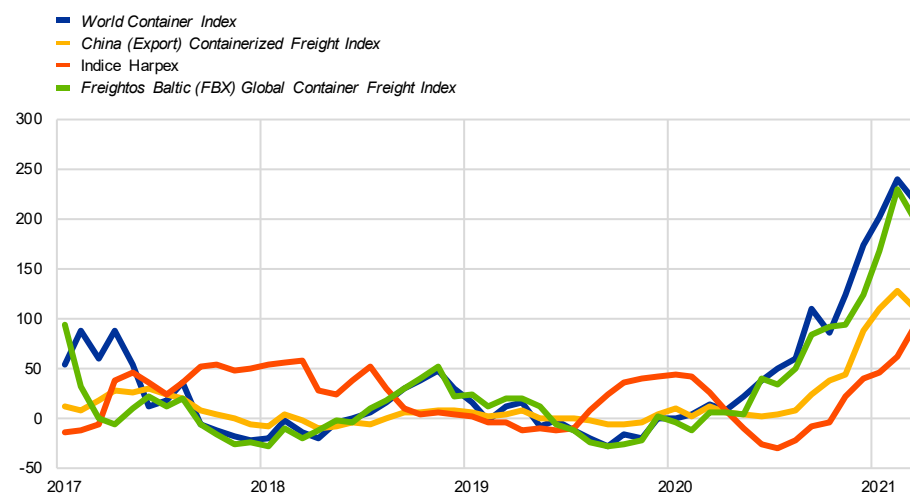
⁵ Le rapport sur la fiabilité des calendriers élaboré par *Sea-Intelligence* couvre 34 routes différentes et plus de 60 compagnies. Il ressort de ce rapport qu'au cours des six derniers mois, la fiabilité des calendriers s'est établie à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'indice en 2011.

Graphique C

Coût du transport maritime mondial et régional

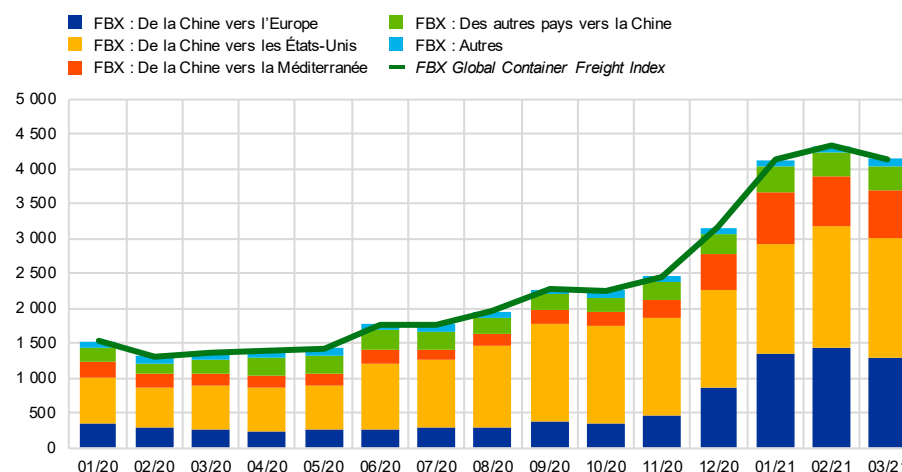
Coût du transport maritime mondial

(en glissement annuel, variations en pourcentage)



Freightos Baltic Index

(USD par équivalent 40 pieds, contribution des sous-indices)



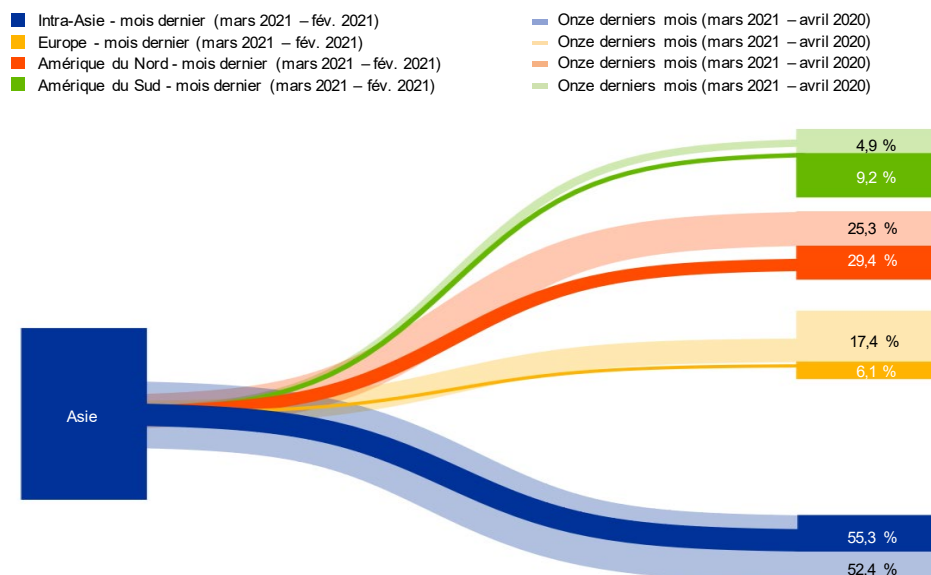
Sources : Bloomberg, Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à mars 2021. Le *World Container Index* (WCI) est un indicateur composite des tarifs du fret en conteneur pour huit grandes routes commerciales reliant l'Asie, l'Europe et l'Amérique du Nord. Le *China (Export) Containerized Freight Index* (CCFI) est un indicateur composite du tarif du fret en conteneur au départ de l'ensemble des grands ports chinois. L'Harpex est un indicateur composite des variations hebdomadaires du tarif du fret en conteneur sur le marché de l'affrètement à temps pour huit catégories de porte-conteneurs différentes. Le *Freightos Baltic Global Container Freight Index* (FBX) est un indicateur composite du tarif au comptant du fret en conteneur pour douze grandes routes commerciales mondiales.

Graphique D

Capacité de transport

(tonnes de port en lourd (TPL) ; 1 TPL = 1 000 kilogrammes)



Sources : Bloomberg IHS et calculs de la BCE.

Notes : Les navires porte-conteneurs incluent les rouliers, les grands porte-conteneurs et les cargos polyvalents. Les ports de départ incluent les grands ports asiatiques (Shanghai, Singapour, Shenzhen, Ningbo, Busan, Hong Kong et Kelang). Les ports de destination, outre les grands ports asiatiques, incluent les grands ports européens (Rotterdam, Anvers et Hambourg), nord-américains (Los Angeles, Long Beach et New York/New Jersey) et sud-américains (Santos, Colon et Carthagène). Les zones ombrées indiquent le volume de trafic – lorsque les navires sont en pleine charge – en avril 2020, tandis que les zones foncées se rapportent au volume de trafic en février 2021. L'épaisseur des courbes est proportionnelle au tonnage de port en lourd (TPL) agrégé et les pourcentages se rapportent à la part de chaque destination dans le total de TPL en partance d'Asie en avril 2020 (zone ombrée) et en février 2021 (zones foncées), respectivement.

La hausse du coût du transport en conteneur enregistrée fin 2020 au niveau mondial reflète en grande partie un renforcement de la demande (graphique E).

Nous utilisons l'analyse économétrique pour distinguer l'importance relative de la demande et de l'offre⁶. L'analyse suggère que début 2020, les contraintes d'offre expliquaient la hausse du coût du transport maritime, les conteneurs étant immobilisés en raison des mesures adoptées pour endiguer la propagation de la COVID-19. Si ces tensions ont persisté au deuxième trimestre, dans un contexte de mesures d'endiguement strictes au niveau mondial, elles ont cependant été plus que compensées par le grand effondrement des échanges commerciaux qui a entraîné une forte baisse de l'indice Harpex. Le coût du transport est resté modéré au troisième trimestre, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement commençant à s'atténuer, et la demande mondiale s'est progressivement redressée, n'alimentant

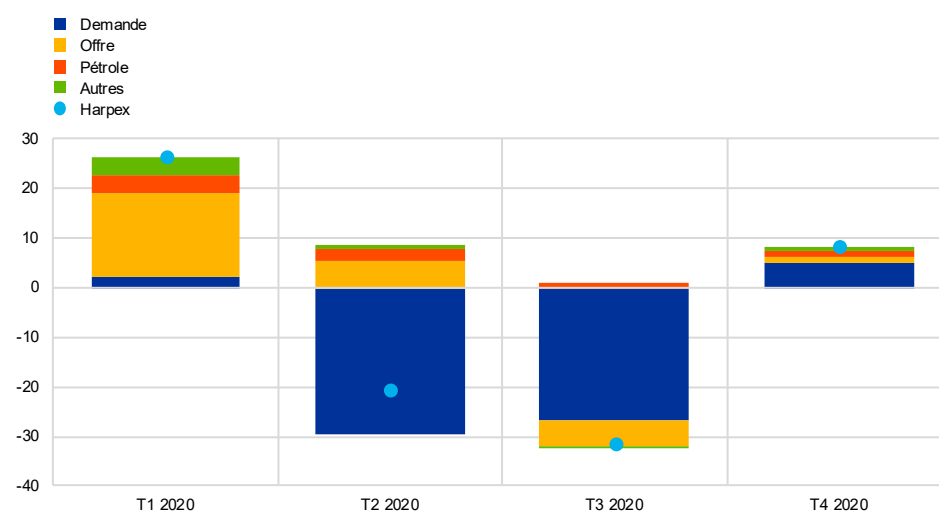
⁶ La décomposition est effectuée à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel estimé pour la période allant de janvier 2013 à janvier 2021 qui utilise le total des conteneurs (mesuré en équivalents 20 pieds – EVP), à l'aide de l'indice Harper Petersen Charter Rates (Harpex) relatif aux coûts de transport et au prix des carburants. Le modèle est identifié à l'aide de restrictions de signe, un choc de demande positif entraînant une hausse des EVP et de l'Harpex, tandis qu'un choc d'offre positif entraîne une hausse des EVP et une baisse de l'Harpex (ni l'un ni l'autre n'ayant d'impact simultané sur le prix du pétrole). Un choc pétrolier entraîne une augmentation des prix du pétrole et de l'indice Harpex et une diminution des EVP.

que lentement une hausse des flux commerciaux ⁷. Au quatrième trimestre, toutefois, la hausse du coût du transport de marchandises reflétait surtout la reprise plus vigoureuse de la demande mondiale et, dans une moindre mesure seulement, les contraintes d'offre dans le secteur du transport maritime ⁸. La forte hausse des prix du pétrole et des carburants au niveau mondial a également contribué à la nette augmentation du coût du transport.

Graphique E

Décomposition historique des coûts de transport mondiaux

(écart par rapport à la tendance en points de pourcentage, contributions)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : La décomposition est effectuée à l'aide d'un modèle SVAR qui utilise : le nombre total de conteneurs de transport (en équivalents 20 pieds - EVP), le *Harper Petersen Charter Rates Index* (indice Harpex) des coûts du transport maritime et le prix des carburants. Le modèle est identifié à l'aide de restrictions de signe, un choc de demande positif entraînant une hausse des EVP et de l'Harpex, tandis qu'un choc d'offre positif entraîne une hausse des EVP et une baisse de l'Harpex (ni l'un ni l'autre n'ayant d'impact simultané sur le prix du pétrole). Un choc pétrolier entraîne une augmentation des prix du pétrole et de l'indice Harpex et une diminution des EVP. Le modèle est estimé à partir de données mensuelles (exprimées en dynamique annuelle) de janvier 2013 à janvier 2021.

La forte hausse du coût du transport de marchandises a soulevé la question de savoir dans quelle mesure ce coût est répercuté le long de la chaîne des prix.

Les importateurs répercutent généralement une partie de la hausse du coût du transport sur les consommateurs par le biais d'augmentations des prix, qui peuvent entraîner des tensions inflationnistes. Afin d'évaluer l'amplitude potentielle de cet effet, un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) a été estimé pour l'économie américaine, d'après Herriford *et al.* (2016) ⁹. L'analyse suggère qu'au bout d'un an, la répercussion des prix du transport maritime sur l'inflation mesurée par les dépenses de consommation personnelles (*Personal Consumption*

⁷ Le redressement progressif de la demande est plus visible dans les données mensuelles car il a commencé en septembre. Cependant, s'agissant des agrégats trimestriels, la contribution demeure négative, quoique de façon moins prononcée qu'au cours des trimestres précédents. Cela implique également un certain décalage de la réaction du transport en conteneur mondial à une reprise de la demande mondiale.

⁸ Les résultats obtenus à partir du modèle pour janvier 2021, qui est la dernière observation disponible, confirment également que la forte hausse de l'Harpex enregistrée en début d'année est cohérente avec les résultats du graphique E, à savoir une contribution positive de la hausse de la demande, suivie des contraintes d'offre et de la dynamique des prix des carburants.

⁹ Herriford (T.), Johnson (E.), Sly (N.) et Lee Smith (A.), « *How Does a Rise in International Shipping Costs Affect U.S. Inflation?* », *Macro Bulletin*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, pages 1-3, décembre 2016.

Expenditures – PCE) aux États-Unis est plutôt limitée ¹⁰. Même une hausse annuelle de 50 % de l'Harpex, comparable à celle observée avant janvier 2021, pourrait entraîner une hausse de l'inflation annuelle mesurée par les dépenses de consommation personnelles allant jusqu'à 0,25 point de pourcentage au bout d'un an. L'ampleur de ce phénomène s'explique également par le fait que le coût du transport international ne représente qu'une part relativement faible du coût final de la production manufacturière ¹¹. Globalement, étant donné que les difficultés liées à l'offre résultent dans une large mesure du transport plutôt que des contraintes de production, la hausse du coût du transport devrait n'exercer qu'un impact modéré sur l'activité économique mondiale ¹².

Dans la mesure où l'offre s'ajuste à la hausse de la demande, le coût du fret pourrait de nouveau s'inscrire en baisse. Globalement, la hausse du coût du transport et l'allongement des délais de livraison ont entraîné des tensions temporaires sur les chaînes d'approvisionnement. L'offre s'ajustant à la hausse de la demande, ces goulets d'étranglement devraient certes retarder la reprise mondiale, mais sans la compromettre ¹³. En parallèle, avec la levée des mesures de confinement et la réorientation de leurs dépenses vers les services par les consommateurs, on peut s'attendre à ce que les goulets d'étranglement actuellement observés s'atténuent, ce qui aura des répercussions sur le coût du transport.

¹⁰ Le modèle utilise le prix au comptant du *West Texas Intermediate* (WTI), l'indice relatif aux prix des importations non pétrolières établi par le Bureau des statistiques du travail, le *Harper Petersen Charter Rate Index* (Harpex) et l'indice de référence relatif aux prix des dépenses de consommation personnelles. Le modèle est estimé à partir de données mensuelles allant de janvier 2001 à décembre 2020 et utilise les taux de croissance annuels et douze retards pour chaque variable. Les chocs affectant les variables sont identifiés en recourant à un classement de Cholesky. L'indice des prix à l'importation du Bureau des statistiques du travail omet les coûts de transport, ce qui est cohérent avec le fait que les prix à l'importation précèdent les coûts de transport dans le classement.

¹¹ Selon les Tableaux des entrées-sorties mondiaux, les coûts de transport représentent moins de 3 % du coût final de la production manufacturière, ce qui signifie que le coût du transport international représente moins de 1 % de celle-ci.

¹² *Goldman Sachs Report*, « *The Inflation Boost From Supply Chain Disruptions: Here Today, Gone in 2022* », mars 2020.

¹³ Dans le même temps, le blocage du canal de Suez fin mars accentuera les tensions à court terme sur le coût du transport maritime au niveau mondial.

Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières

Gwenaël Le Breton, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 66 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 23 mars et 1^{er} avril 2021 ¹.

Les sociétés contactées ont fait état de contraintes et de restrictions croissantes limitant leur capacité à répondre à une demande effective ou latente forte ou en augmentation. Des mesures d'endiguement du coronavirus (COVID-19) plus strictes et prolongées ont continué de limiter fortement l'activité dans les services dépendants des contacts sociaux. De plus, de nombreuses sociétés contactées dans le secteur manufacturier ont souligné des contraintes d'offre. En conséquence, l'activité de nombreuses entreprises a été stable ou s'est contractée en dépit de la forte croissance des carnets de commande ou des signes d'une demande latente importante. Globalement, il a été estimé que l'activité au premier trimestre s'était contractée dans la plupart des secteurs du commerce de détail, des services aux consommateurs et de l'énergie et qu'elle avait été relativement contrastée dans le secteur manufacturier, globalement stable dans la construction et essentiellement stable ou en augmentation dans les services aux entreprises.

Dans le secteur manufacturier, l'offre a de moins en moins pu répondre à la demande en raison de pénuries d'intrants, qui pourraient durer quelques semaines ou quelques mois. La pénurie la plus sévère a concerné les semi-conducteurs. Durant la première vague de la pandémie, l'offre avait été redirigée vers les fabricants de matériel informatique, ce qui a ensuite entraîné des pénuries lorsque la demande émanant des autres secteurs s'est redressée plus rapidement que prévu. Ces dernières semaines, les pénuries de semi-conducteurs, ainsi que de métaux, de produits chimiques, de plastiques et de composants associés ont été accentuées par divers événements, notamment les coupures électriques liées aux conditions météorologiques au Texas. Ces difficultés ont été encore aggravées par les problèmes actuels affectant la logistique du transport, notamment les pénuries de conteneurs de transport. Cette situation a entraîné des délais de livraison nettement supérieurs à la normale et une gestion de crise pour certaines décisions relatives aux chaînes d'approvisionnement et à la production. Les sociétés contactées ont déclaré s'attendre à une aggravation des contraintes d'offre au deuxième trimestre 2021 avant une atténuation progressive au second semestre de l'année.

Dans une grande partie du secteur des services, l'activité a continué d'être fortement influencée par la prévalence des confinements et des restrictions de déplacement. Presque toutes les sociétés contactées dont les activités dépendent

¹ Pour plus d'informations sur la nature et l'objectif de ces contacts, cf. l'article intitulé « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

fortement de la présence ou des déplacements physiques des clients ont fait état d'une contraction de l'activité ou d'une stabilité à des niveaux très bas. Dans le secteur des commerces de détail non essentiels, les évolutions ont été très sensibles à l'orientation géographique et par produits ainsi qu'à la vigueur relative de l'offre en ligne. Par conséquent, les détaillants dont les activités se concentraient sur des lignes de produits identiques ou comparables ont dressé des tableaux complètement différents des conditions économiques. Outre les pertes de ventes, les confinements « intermittents » se sont ajoutés aux coûts dans le secteur de l'hôtellerie. En revanche, les commerces de détail de produits alimentaires et leurs fournisseurs ont continué de bénéficier d'une demande supérieure à la normale, même si le manque de chauffeurs disponibles a limité leur capacité à satisfaire la demande de livraison à domicile.

Les sociétés contactées ont anticipé une croissance au deuxième trimestre mais la poursuite des confinements et la lenteur du déploiement des vaccins ont repoussé à plus tard dans l'année les anticipations d'un rebond plus important.

Les sociétés contactées dans le secteur des voyages ont fait état de réservations négligeables jusqu'à présent pour l'été. Plusieurs sociétés contactées dans les services orientés vers les consommateurs ont toutefois mentionné des signes montrant que les consommateurs étaient très désireux de manger au restaurant, de faire leurs achats dans des magasins physiques et de partir en vacances dès que les réglementations le permettraient. Avec la reprise de ces services aux consommateurs, certaines dépenses de consommation devraient être détournées des biens de consommation, ce qui pourrait contribuer à rééquilibrer l'offre et la demande dans le secteur manufacturier.

La plupart des sociétés contactées ont décrit des perspectives d'emploi relativement stables s'agissant des effectifs permanents.

Les entreprises ont continué de s'ajuster aux fluctuations de l'activité induites par la pandémie en recourant à la flexibilité offerte par les dispositifs de soutien, le personnel intérimaire et la sous-traitance. Par conséquent, les effectifs permanents ont eu tendance à rester relativement stables. Les embauches permanentes ont principalement ciblé des emplois très spécialisés, en particulier dans l'informatique. Au niveau des organismes, la reprise des recrutements a été décrite comme se ralentissant globalement, les nouveaux recrutements étant principalement liés au commerce électronique et à la logistique. Pour les entreprises pour lesquelles la pandémie avait déclenché un ajustement structurel (plus important) de la main-d'œuvre, cet ajustement avait en général déjà été mis en œuvre dans le reste du monde, mais se déroulait plus progressivement dans la zone euro.

Les sociétés contactées dans le secteur industriel ont principalement fait état d'une augmentation des prix de vente, tandis que les évolutions des prix dans le secteur des services ont été plus modérées.

Dans la majeure partie du secteur manufacturier, les prix de vente se sont inscrits en hausse en réponse à l'augmentation des coûts des consommations intermédiaires. Les clients ont eu tendance à se concentrer davantage sur la sécurisation de l'offre que sur la négociation des prix, ce qui, dans une certaine mesure, a facilité la répercussion de la hausse. De nombreuses sociétés contactées ont donc anticipé une augmentation

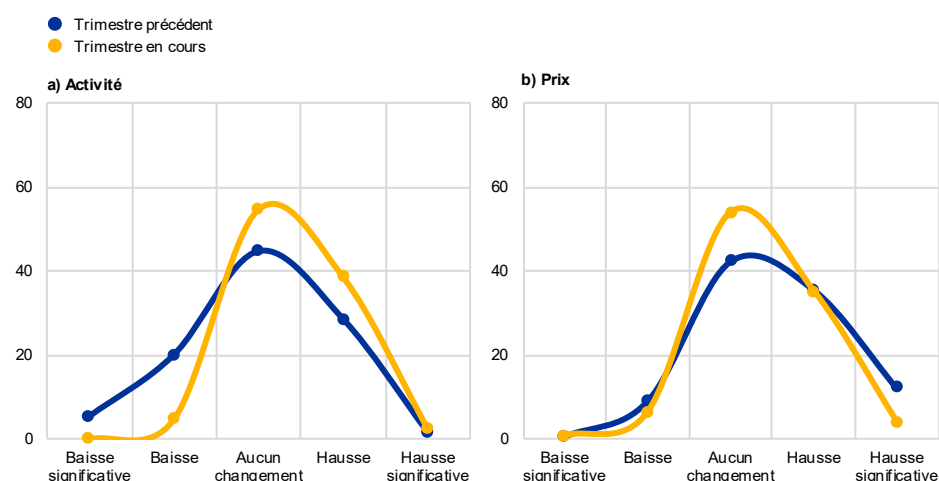
plus forte que d'habitude des prix des biens de consommation cette année. Cette évolution devrait toutefois être temporaire et pourrait être atténuée par la volonté des détaillants d'obtenir des rabais plus élevés que ceux de l'année dernière. Dans le même temps, les prix de vente dans une grande partie du secteur des services sont restés globalement stables et, dans les services orientés vers les consommateurs, ils ont été décrits comme faibles ou toujours soumis à des pressions à la baisse. Les évolutions des prix des services ont été très hétérogènes et les perspectives très incertaines, en raison de certaines interruptions des dynamiques habituelles du marché.

Les pénuries de matières premières et les goulets d'étranglement dans les transports et la logistique ont entraîné une hausse des prix des intrants, mais les perspectives en matière de salaires sont restées modérées. L'augmentation des prix de nombreuses matières premières et consommations intermédiaires connexes s'est accélérée ces derniers mois, sous l'effet des déséquilibres de la demande et de l'offre au niveau mondial. Toutefois, plusieurs sociétés contactées ont prévu que les prix des matières premières atteindraient un pic dans les prochains mois et pourraient commencer à se modérer légèrement plus tard dans l'année. Les coûts de transport (en particulier les tarifs du fret maritime) sont demeurés élevés, mais semblent avoir atteint un point haut. La plupart des sociétés contactées ont décrit des perspectives d'évolution normales ou modérées pour les salaires. Globalement, les sociétés contactées s'attendent à ce que les accords salariaux en 2021 soient globalement similaires à ceux de 2020, ces deux années étant influencées par des considérations liées à la pandémie, en fonction du calendrier précis des négociations.

Graphique A

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

(en pourcentage des sociétés interrogées)



Source : BCE.

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

3 Implications macroéconomiques des anticipations d'inflation à long terme hétérogènes : exemples de simulations à l'aide du modèle ECB-BASE

Matthieu Darracq Pariès et Srećko Zimic ¹

Le présent encadré examine comment des anticipations hétérogènes entre les agents peuvent modifier les résultats macroéconomiques d'une hausse des anticipations d'inflation à long terme. Au cours de la période récente, les anticipations d'inflation à long terme des intervenants sur les marchés financiers, qui peuvent être mesurées à partir d'instruments de marché tels que les *swaps* indexés sur l'inflation (*inflation-linked swaps* – ILS) ou d'enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels, ont augmenté. Comme le montre le graphique A, entre le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021, les anticipations d'inflation n'ont que légèrement augmenté selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), tandis que cette tendance a été plus prononcée pour les mesures extraites des instruments de marché ². Lors de l'évaluation des implications macroéconomiques d'une hausse des anticipations d'inflation à long terme, il est essentiel de savoir, s'agissant du mécanisme de propagation, si d'autres secteurs de l'économie (notamment les ménages et les entreprises) partagent les mêmes anticipations que celles évaluées par les marchés financiers. Cette question est examinée à travers le prisme du modèle ECB-BASE ³, en effectuant des exemples de simulations dans lesquelles les agents modélisés ont des perceptions différentes d'une modification des anticipations d'inflation à long terme.

¹ Les auteurs remercient Alice Carroy pour sa participation précieuse aux recherches et sa contribution à cet encadré.

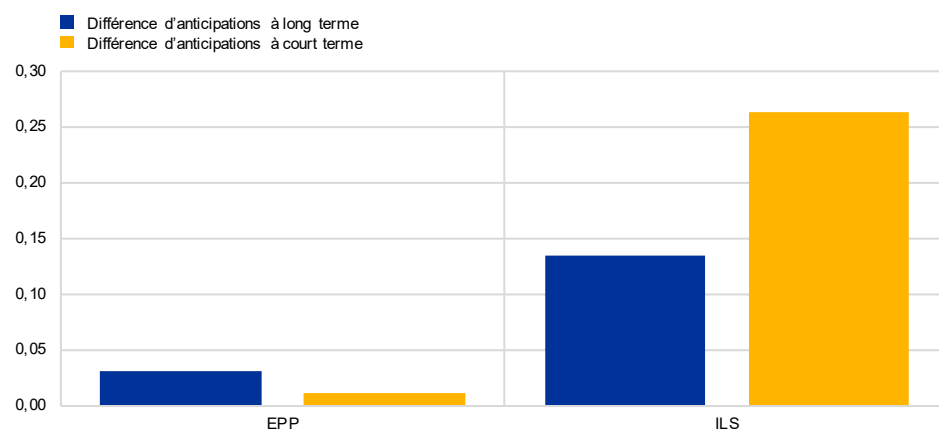
² Les anticipations d'inflation peuvent également être mesurées par des enquêtes auprès des entreprises et des ménages : sur ce dernier point, cf. l'article intitulé « [Comprendre les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs – le rôle joué par la certitude \(l'incertitude\)](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

³ Cf. Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.), « [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#) », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre 2019.

Graphique A

Variations des anticipations relatives à l'IPCH dans l'EPP et dans les taux des swaps indexés sur l'inflation (ILS)

(variations entre le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021, taux de croissance en glissement annuel, en points de pourcentage)



Sources : Entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse* – SDW) et calculs des services de l'Eurosystème.

Notes : Ce graphique montre la différence entre l'inflation anticipée au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021. Deux sources d'inflation anticipée sont comparées. La première est constituée des anticipations d'inflation de l'IPCH ressortant de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Elle correspond à la moyenne des prévisions ponctuelles fournies par les prévisionnistes. La seconde est l'inflation calculée à partir des taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) de la zone euro. Les différences entre les anticipations à long terme et à court terme sont représentées pour chacune de ces sources d'inflation. Dans le cas de l'EPP, le court terme correspond à l'inflation annuelle anticipée pour 2021 et le long terme à l'inflation annuelle anticipée dans cinq ans. Pour les taux des *swaps* indexés sur l'inflation, le court terme est calculé par l'écart en pourcentage entre le taux des *swaps* à deux ans et le taux des *swaps* à un an, et le long terme par la différence en pourcentage entre le taux des *swaps* à dix ans et le taux des *swaps* à cinq ans.

Les implications macroéconomiques des autres mécanismes de formation des anticipations, leur hétérogénéité entre les agents économiques et l'interaction avec la politique monétaire restent un domaine actif de recherche théorique et empirique.

Une partie importante de la littérature relative aux modèles macroéconomiques structurels repose sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles et d'une connaissance commune parfaite de la part des agents économiques. Dans le même temps, les données ne peuvent expliquer exactement la manière dont les anticipations sont formées et il existe des éléments probants suggérant des écarts par rapport aux anticipations rationnelles, même si une certaine convergence vers des anticipations rationnelles au fil du temps ne peut être exclue. Par conséquent, la littérature a modifié les modèles macroéconomiques pour y intégrer d'autres mécanismes de formation des anticipations, tels que l'apprentissage (Slobodyan et Wouters ⁴), les anticipations hybrides (Levine *et al.* ⁵), l'inattention rationnelle (Maćkowiak et Wiederholt ⁶) et la rigidité de l'information (Reis ⁷).

Dans le contexte des modèles macroéconomiques de banque centrale, le vaste modèle semi-structurel ECB-BASE peut fonctionner avec des

⁴ Slobodyan (S.) et Wouters (R.), « *Learning in an estimated medium-scale DSGE model* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36(1), 2012, p. 26-46.

⁵ Levine (P.) *et al.*, « *Endogenous persistence in an estimated DSGE model under imperfect information* », *The Economic Journal*, vol. 122, n° 565, 2012, p. 1287-1312.

⁶ Maćkowiak (B.) et Wiederholt (M.), « *Business Cycle Dynamics under Rational Inattention* », *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 4, 2015, p. 1502-1532.

⁷ Reis (R.), « *Optimal Monetary Policy Rules in an Estimated Sticky-Information Model* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, n° 2, 2009, p. 1-28.

paramètres d'anticipations variés et permet de définir de manière hétérogène les différents agents du modèle.

Ces caractéristiques sont bien adaptées à l'analyse de la transmission des variations des anticipations d'inflation à long terme. Des perceptions hétérogènes par les agents économiques pourraient en effet avoir une incidence significative sur les implications macrofinancières associées. Les principaux mécanismes à l'œuvre fonctionnent via les taux réels perçus par les agents économiques : dans la mesure où les ménages et les entreprises actualisent leurs anticipations d'inflation à long terme, la hausse des rendements nominaux à long terme pourrait rester cohérente avec la baisse des taux réels et avoir ainsi un effet expansionniste sur les dépenses. Par ailleurs, lorsque les intervenants sur les marchés financiers augmentent davantage leurs anticipations d'inflation à long terme que les autres agents économiques et que cela se reflète dans les prix du marché, la hausse des coûts nominaux de financement qui s'ensuit se traduit par une augmentation des taux réels pour les ménages et les entreprises qui est susceptible de peser sur leurs décisions de dépenses.

Le modèle ECB-BASE peut être utilisé pour réaliser une analyse de sensibilité portant sur les implications macroéconomiques d'un exemple de variation exogène des anticipations d'inflation à long terme.

Dans l'hypothèse d'une hausse permanente de 0,1 point de pourcentage des anticipations d'inflation à long terme, trois modalités de simulation sont différenciées selon la perception du choc par a) l'ensemble des agents ; b) l'ensemble des agents (y compris les entreprises comme dans la première modalité), à l'exclusion des ménages ; ou c) le seul secteur financier ⁸. Le graphique B présente les résultats de simulations pour la production, l'inflation, la prime de terme et le taux d'intérêt à long terme. Dans tous les cas, les marchés financiers évaluent l'augmentation des anticipations d'inflation et actualisent leurs opinions relatives à l'évolution future du taux d'intérêt à court terme. En conséquence, les taux d'intérêt à long terme augmentent d'environ 50 points de base dans les trois scénarios ⁹. Au-delà de cette première phase de transmission, la propagation macroéconomique dépend essentiellement des anticipations des autres secteurs.

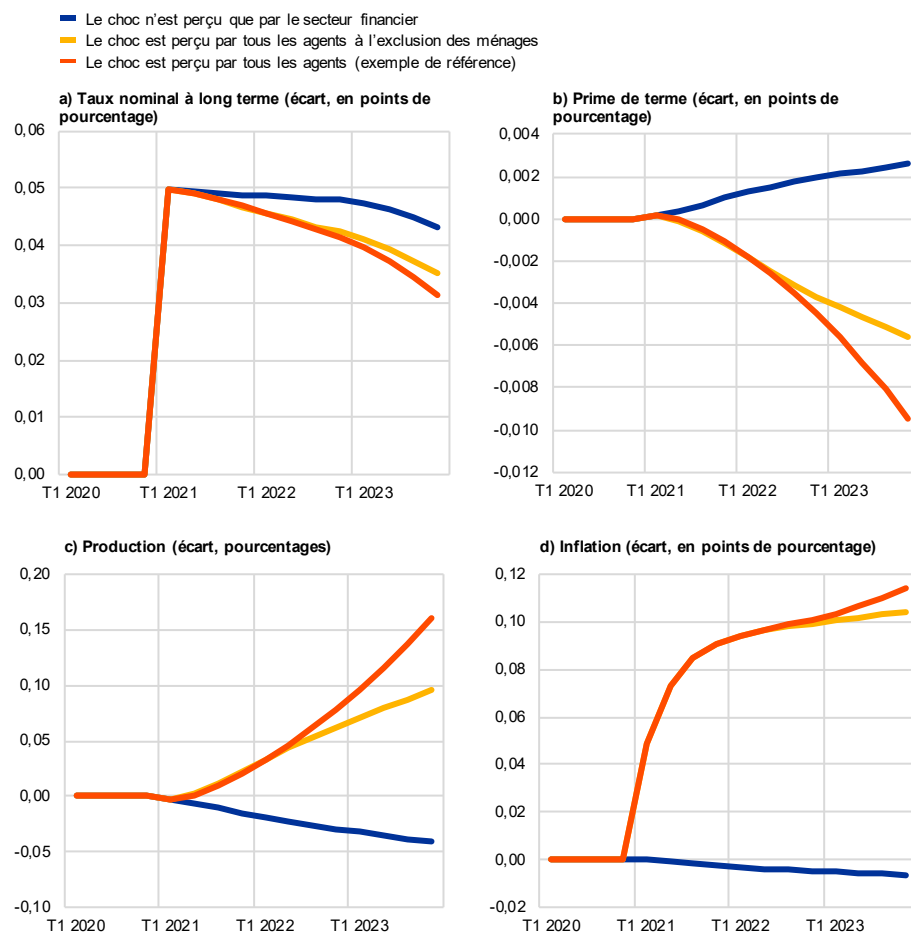
⁸ Dans le modèle, les anticipations d'inflation à long terme jouent un rôle d'objectif d'inflation perçu. L'objectif d'inflation perçu, ainsi que la dynamique estimée, constitue la base des anticipations d'inflation des agents. La modification de l'objectif d'inflation perçu affecte donc les anticipations d'inflation ainsi que, par l'intermédiaire de la courbe de Phillips et d'autres équations de comportement qui dépendent des anticipations, la macroéconomie dans son ensemble.

⁹ Nous prenons pour hypothèse un facteur d'actualisation stochastique du taux moyen à court terme attendu sur l'horizon. Cela signifie que le taux moyen à court terme attendu est cohérent avec les résultats d'un scénario dans lequel tous les agents adaptent leurs anticipations.

Graphique B

Implications macrofinancières de la hausse des anticipations d'inflation à long terme

(incidence d'une augmentation de 0,1 point de pourcentage des anticipations d'inflation à long terme, par an)



Source : Calculs de la BCE fondés sur le modèle ECB-BASE.

Notes : Dans toutes les simulations, nous prenons pour hypothèse une hausse de 0,1 point de pourcentage des anticipations d'inflation à long terme. La politique monétaire et le taux de change restent inchangés. Les scénarios varient en fonction de la perception du choc par les différents agents. En rouge : le choc est perçu par tous les agents (situation de référence). En jaune : le choc est perçu par tous les agents, à l'exception du secteur des ménages. En bleu : le choc n'est perçu que par le secteur financier.

L'anticipation généralisée d'une hausse de l'inflation à long terme devrait renforcer les perspectives d'inflation à court et à moyen terme et avoir un effet expansionniste sur l'activité économique. Si cette évolution des anticipations d'inflation à long terme est bien connue de tous les secteurs de l'économie, les décideurs en matière de fixation des prix et des salaires intégreront ces perceptions dans leurs prises de décisions, ce qui entraînera une hausse des anticipations d'inflation à court terme et, en dernier lieu, de l'inflation effective. En effet, malgré la hausse des taux nominaux à long terme (bien que le taux d'intérêt nominal à court terme reste inchangé, la politique monétaire étant supposée ne pas réagir), les taux réels baissent en raison de la hausse des anticipations d'inflation, stimulant ainsi les dépenses d'investissement des entreprises. L'assouplissement des conditions de financement réelles concerne également les ménages, notamment via la hausse des prix de l'immobilier et de la richesse, et stimule l'investissement résidentiel. En revanche, le canal du revenu réel agit dans la direction opposée pour la consommation, étant donné que les ménages perçoivent

une érosion de leur revenu réel attendu. Dans l'ensemble, l'effet net est expansionniste après quelques trimestres et la production globale augmente de 0,2 % au-dessus du niveau de référence au bout de deux ans. La relance de l'économie conforte ensuite la hausse de l'inflation à court terme et contribue à l'accumulation de tensions inflationnistes sous-jacentes : l'inflation s'inscrit à 0,1 point de pourcentage au-dessus du niveau de référence sur l'horizon de simulation.

Si les ménages ne perçoivent pas de hausse des anticipations d'inflation à long terme, l'incidence positive sur la production et l'inflation est un peu moins prononcée. Dans la seconde simulation, les ménages ne modifient pas leurs anticipations d'inflation lorsqu'ils forment leurs anticipations relatives aux revenus permanents, à la richesse et aux taux d'intérêt réels. Par conséquent, le durcissement des taux débiteurs nominaux est également perçu en termes réels, entraînant une baisse des prix de l'immobilier résidentiel et de la richesse par rapport à la simulation précédente. La baisse de la richesse et des anticipations relatives aux revenus permanents oriente le comportement de consommation sur l'horizon de simulation, ce qui se traduit par une moindre consommation et une production plus faible que lors de la simulation précédente.

En faisant l'hypothèse que les marchés financiers sont le seul segment de l'économie à percevoir une hausse des anticipations d'inflation à long terme, le durcissement associé des conditions de financement freinera les décisions en matière de dépenses des entreprises et des ménages et empêchera l'accumulation de tensions sur les prix. L'augmentation des anticipations d'inflation à long terme entraîne une hausse des taux à long terme. Toutefois, l'inflation et les salaires n'augmentent pas, les acteurs de la fixation des prix et des salaires n'intégrant pas les hausses des anticipations d'inflation à long terme. Les taux réels augmentent tandis que les ménages et les entreprises ne perçoivent pas l'évolution des anticipations d'inflation à long terme, ce qui entraîne une baisse de l'investissement et une diminution de la richesse. La consommation diminue en raison de la réduction de la richesse et des revenus réels, et la dégradation de la situation économique attendue entraîne une augmentation des primes de terme et des primes de risque.

La dynamique récente des prix de l'énergie : le rôle des effets de base et de la fiscalité

Ieva Rubene et Gerrit Koester

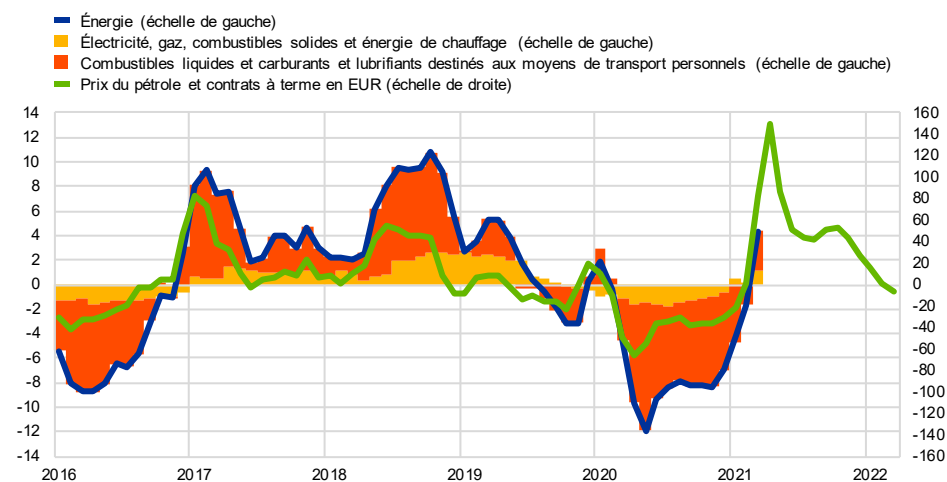
Les évolutions des prix de l'énergie ont entraîné une hausse prononcée de l'IPCH total dans la zone euro ces derniers mois. Cet encadré analyse les facteurs à l'origine de la variation de 11 points de pourcentage des prix de l'énergie observée entre décembre 2020 et mars 2021 (et qui ont représenté 1,1 point de pourcentage de la variation correspondante de l'IPCH total), en mettant l'accent sur les prix du pétrole, les effets de base et l'impact de la fiscalité indirecte. Il examine par ailleurs leurs implications pour les perspectives d'évolution.

Le principal déterminant de l'évolution des prix de l'énergie est généralement le prix du pétrole. Cela reflète la transmission forte et immédiate des variations du prix du pétrole au prix des carburants (graphique A). Le lien avec l'électricité, le gaz et les autres composantes des prix de l'énergie a tendance à être plus faible ¹.

Graphique A

Évolution des prix de l'énergie et du pétrole

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



Sources : Eurostat, Bloomberg, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation pour les composantes de l'IPCH se rapporte à mars 2021 ; s'agissant des prix du pétrole et du taux de change EUR/USD, la dernière observation se rapporte au 15 avril 2021. La variation des prix du pétrole à partir du 16 avril 2021 est prolongée jusqu'à mars 2022 à l'aide des contrats à terme sur le pétrole et du taux de change EUR/USD selon la méthodologie utilisée pour les hypothèses techniques appliquées dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE.

Les prix de l'énergie ont été tirés vers le haut par les hausses récentes des prix du pétrole et par les effets de base liés à l'effondrement de ces prix début 2020. En raison de l'effondrement des prix du pétrole lié au coronavirus (COVID-19) observé au printemps 2020, le prix des carburants destinés au transport

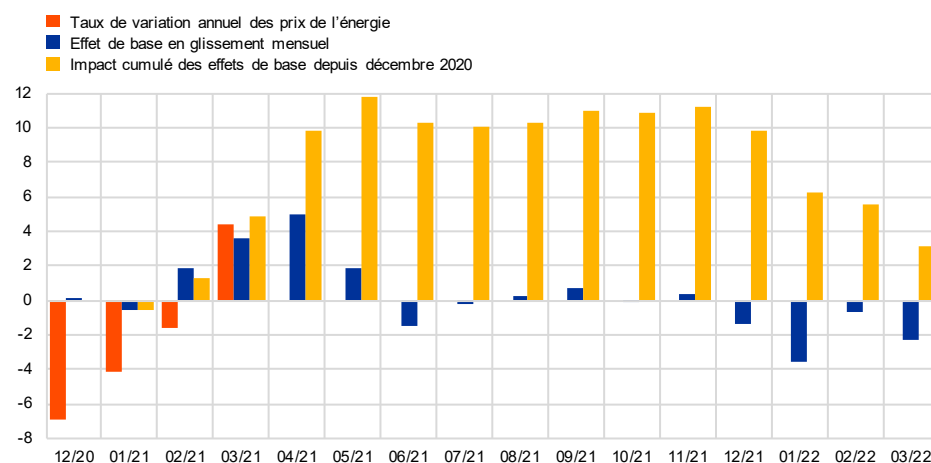
¹ Cf. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, « *Energy markets and the euro area macroeconomy* », Occasional Paper Series, n° 113, BCE, juin 2010, en particulier la section intitulée « *The impact of energy prices on inflation* », et aussi l'encadré intitulé « *Le rôle des prix de l'énergie dans les résultats d'inflation observés récemment : une perspective par pays* », Bulletin économique, n° 7, BCE, 2018.

de personnes a également fortement diminué, entraînant un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie aussi important que celui enregistré pendant la crise financière de 2009. Ce recul massif exerce des effets de base significatifs sur les taux annuels de variation des prix de l'énergie en rythme mensuel au printemps 2021. Un effet de base est l'effet sur le taux d'inflation en glissement annuel de la sortie de l'indice d'une variation en glissement mensuel inhabituellement importante observée douze mois plus tôt ². En conséquence de cet effet, même si les prix du pétrole et de l'énergie étaient restés aux faibles niveaux qu'ils avaient atteints après le début de la pandémie, un impact à la hausse se serait quand même exercé sur les taux de variation annuels au printemps 2021. Environ 60 % de la hausse totale de 6 points de pourcentage observée pour l'inflation dans le secteur de l'énergie entre février et mars 2021 (soit presque 4 points de pourcentage) est attribuable à l'effet de base haussier (graphique B). En données cumulées, les effets de base ont contribué pour environ 5 points de pourcentage à l'accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie entre décembre 2020 et mars 2021. On peut s'attendre à ce que cette contribution cumulée depuis décembre 2020 double en avril pour s'établir à 10 points de pourcentage (la contribution à l'inflation totale ressortant à environ 1 point de pourcentage). Cet impact restera visible dans les données sur la plus grande partie de l'année.

Graphique B

Impact des effets de base sur l'inflation dans le secteur de l'énergie

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les effets de base en glissement mensuel montrent la contribution de l'effet de base à la variation du taux d'inflation annuel dans le secteur de l'énergie d'un mois sur l'autre. L'impact cumulé des effets de base est calculé en additionnant les effets de base en glissement mensuel et est toujours présenté par rapport à un mois de référence spécifique. Par exemple, la hausse de l'inflation dans le secteur de l'énergie observée en avril 2021 par rapport à décembre 2020 est due à hauteur de 10 points de pourcentage à des effets de base.

L'impact du renchérissement prononcé du pétrole depuis novembre 2020 est venu s'ajouter à ces effets de base. En particulier, en janvier 2021, la hausse mensuelle des prix de l'énergie a été plus forte que d'habitude et donnera donc lieu à un effet de base baissier sur l'inflation dans le secteur de l'énergie, qui devrait

² Cf. l'encadré intitulé « Effets de base liés aux composantes volatiles de l'IPCH et leur incidence sur la hausse de l'IPCH en 2014 », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2014 et l'encadré intitulé « Le rôle des effets de base liés à l'énergie dans l'évolution de l'inflation à court terme », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

s'établir à environ 4 points de pourcentage en janvier 2022 (ce qui conduirait à une baisse d'environ 0,4 point de pourcentage de l'ICPH total par rapport à décembre 2021). Le niveau de l'inflation dans le secteur de l'énergie et la mesure dans laquelle il est conforme aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies pour la zone euro par les services de la BCE variera naturellement selon que les prix du pétrole évolueront ou non en phase avec la trajectoire des contrats à terme sur le pétrole anticipée dans ces projections et en fonction de nombreux autres facteurs qui peuvent exercer un impact sur les prix de l'énergie au fil du temps. Toutefois, l'ampleur des effets de base peut être estimée pour la période de 12 mois suivant les derniers résultats disponibles pour l'inflation et fournir des indications concernant l'orientation probable des évolutions d'inflation.

Le renforcement de l'inflation dans le secteur de l'énergie début 2021 reflète non seulement l'évolution des prix du pétrole, mais aussi des modifications de la fiscalité et autres surtaxes. Cela a trait en particulier à la suppression, en janvier, de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, ce qui a également exercé un effet significatif sur l'inflation dans le secteur de l'énergie de la zone euro (graphique C) ³. De plus, début 2021, les mesures gouvernementales visant à réduire les émissions de CO₂ ont affecté l'évolution de l'inflation dans le secteur de l'énergie de la zone euro. Ces mesures incluent l'introduction de certificats d'émission de carbone dans les secteurs du transport et du chauffage en Allemagne, qui tirent vers le haut les prix des produits pétroliers raffinés et du gaz, et une réduction de la surtaxe visant à soutenir la production d'électricité verte, laquelle exerce des effets baissiers sur les prix de l'électricité. Globalement, les mesures mises en œuvre en Allemagne ont entraîné une hausse du taux de variation annuel des prix de l'énergie dans la zone euro d'environ 0,8 point de pourcentage à partir de janvier 2021 (graphique C). L'impact haussier de la TVA et des mesures gouvernementales liées à l'environnement continuera de s'exercer sur les données relatives à l'inflation dans le secteur de l'énergie pour 2021 puis disparaîtra des taux de variation annuels et renforcera l'impact baissier des effets de base liés au prix du pétrole début 2022. Par rapport à l'impact de l'évolution des prix du pétrole, toutefois, ces modifications de la fiscalité et des mesures gouvernementales n'ont joué qu'un rôle très limité dans l'évolution de la composante énergie de l'IPCH de la zone euro ⁴.

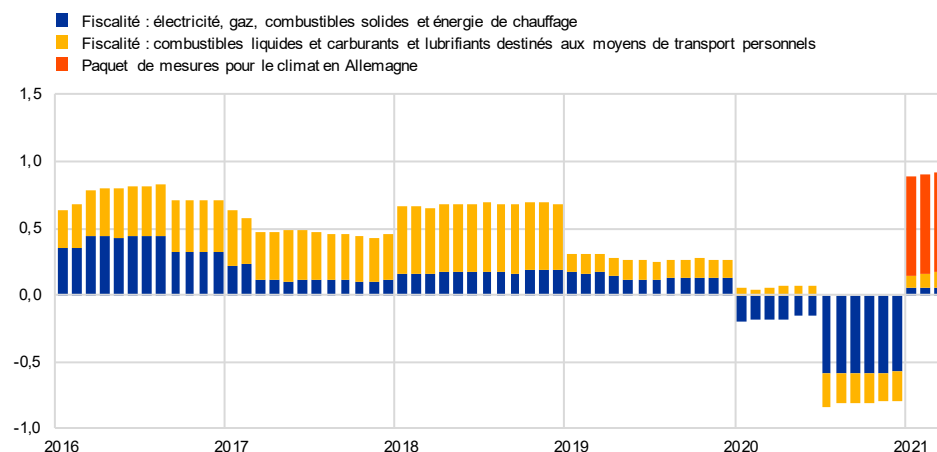
³ Cf. également l'encadré intitulé « [Le rôle joué par la fiscalité indirecte dans l'inflation en zone euro et ses perspectives](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

⁴ Ce type de modifications de la fiscalité, des surtaxes ou d'autres mesures gouvernementales, comme les modifications des taux d'imposition relatifs pour différentes formes d'énergie en faveur de la consommation d'énergies alternatives, peuvent entraîner une hausse de l'inflation dans le secteur de l'énergie de la zone euro à moyen ou long terme, notamment si elles deviennent plus courantes au sein des différents pays de la zone en vue d'atteindre des objectifs ambitieux de baisse des émissions de gaz à effet de serre.

Graphique C

Impact de la fiscalité indirecte et des grandes mesures liées au climat récemment mises en œuvre sur l'inflation dans le secteur de l'énergie de la zone euro

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE, Deutsche Bundesbank et calculs de la BCE.

Notes : L'impact des modifications de la fiscalité indirecte est calculé comme la différence entre la composante énergie de l'IPCH et la composante énergie de l'IPCH à taux de taxation constants, dans l'hypothèse d'une transmission totale et immédiate de la fiscalité indirecte. Le « paquet de mesures pour le climat en Allemagne » se rapporte à l'effet estimé, comme présenté dans « *Outlook for the German economy 2021 to 2023* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, décembre 2020, de l'introduction de certificats d'émission de carbone dans les secteurs des transports et du chauffage en Allemagne et de la réduction de la surtaxe visant à soutenir la production d'électricité verte. L'introduction de certificats d'émission de carbone pour les carburants destinés au transport et le gaz, et la réduction de la surtaxe visant à soutenir la production d'énergie verte ne sont pas classées comme mesures de fiscalité indirecte dans le cadre de l'IPCH.

Dans les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, l'inflation dans le secteur de l'énergie a joué un rôle de premier plan dans la hausse temporaire de l'IPCH prévue en 2021 et sa réduction début 2022.

Une grande partie de ce rôle peut déjà être quantifiée en considérant les effets de base, l'impact des mesures fiscales ponctuelles, le paquet de mesures pour le climat en Allemagne et les prix actuels des contrats à terme sur le pétrole ⁵.

⁵ Les effets haussiers des mesures relatives au changement climatique mises en œuvre en Allemagne disparaîtront dans une large mesure des taux annuels d'inflation pour le secteur de l'énergie début 2022. Le prix des certificats d'émission de carbone ne sera que modérément augmenté en 2022, les réductions actuelles des prix de l'électricité limitant l'impact de cette hausse sur l'inflation totale dans le secteur de l'énergie en 2022. Cf., pour plus de détails, « *Outlook for the German economy 2021 to 2023* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, décembre 2020.

Articles

1 Comprendre la faiblesse de la demande d'importations du Royaume-Uni dans l'après-référendum et les risques que la balance des paiements du Royaume-Uni représente pour la zone euro

Valerie Jarvis et Tobias Schuler ¹

1 Introduction

Le référendum de 2016 sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE a ouvert la voie à l'évolution la plus significative de la relation entre le Royaume-Uni et ses partenaires commerciaux les plus proches depuis des décennies. L'intérêt premier du point de vue de la BCE est de comprendre l'effet probable sur les échanges commerciaux de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le Royaume-Uni étant de longue date l'un des principaux marchés d'exportation de la zone euro.

Le présent article examine l'évolution de la demande d'importations et de la balance des paiements du Royaume-Uni depuis le référendum afin d'évaluer les répercussions probables sur la demande extérieure adressée à la zone euro ². Il se concentre sur les premières analyses des facteurs qui ont affecté les importations du Royaume-Uni au cours de la période comprise entre le référendum et le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19). La sortie du Royaume-Uni de l'UE pourrait potentiellement se traduire par une certaine perturbation de la croissance des exportations de la zone euro au cours des années à venir si, par exemple, la demande d'importations du Royaume-Uni diminuait ou se réorientait en raison du Brexit.

Le Royaume-Uni est depuis longtemps un partenaire commercial majeur pour la zone euro, représentant 14 % environ de la demande extérieure adressée à la zone euro sur la période 2016-2018 (graphique 1). Jusqu'au milieu des années 2010, au moment où les élections législatives de 2015 ont permis de convoquer un référendum, le Royaume-Uni était le plus important partenaire commercial de la zone euro, devançant même les États-Unis. Les évolutions de la demande extérieure sont un déterminant majeur de la croissance du PIB de la zone euro, les importations et exportations de biens et de services hors zone euro représentant la moitié environ du PIB de la zone.

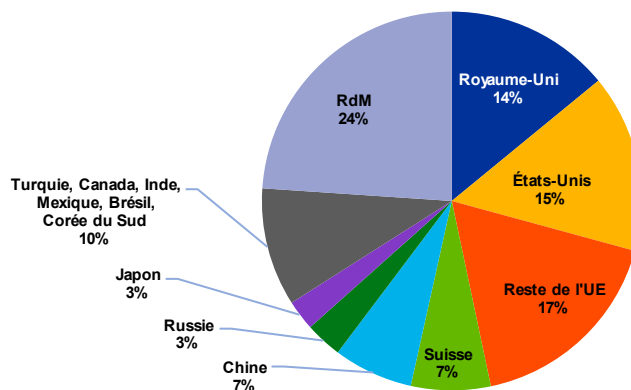
¹ Nous tenons à remercier Florian Forsthuber pour sa contribution aux données et Andrejs Semjonovs (désormais à la Latvijas Banka) pour ses précédents travaux.

² Nous nous intéressons à l'incidence sur la demande extérieure adressée à la zone euro. Pour des raisons de disponibilité des données, nous nous référons, le cas échéant, aux chiffres de l'UE.

Graphique 1

Destinations des exportations de la zone euro

(part des exportations de biens et de services, moyenne 2016-2018)



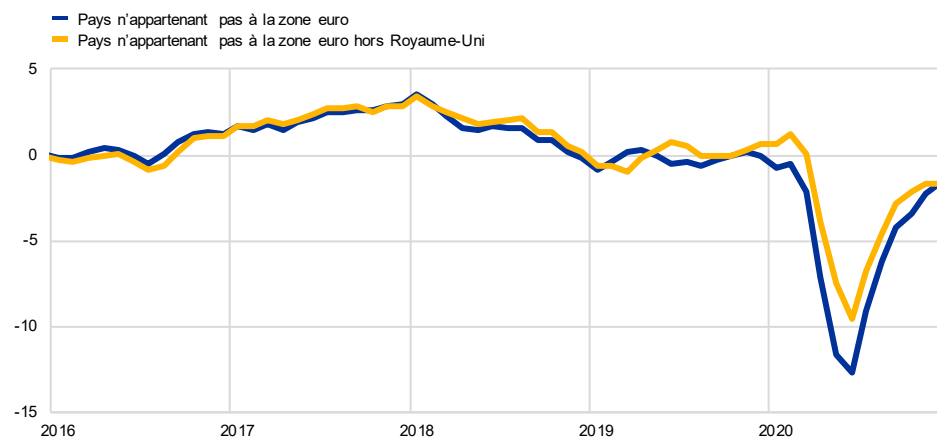
Source : Calculs des services de la BCE.
Note : RdM représente le reste du monde.

Depuis le référendum de 2016, la part du Royaume-Uni dans la demande extérieure de la zone euro a quelque peu diminué, reflétant en grande partie un ralentissement notable de la croissance des importations du Royaume-Uni en provenance de l'UE et, parallèlement, un frein important aux exportations de la zone euro (graphique 2). Le ralentissement marqué de la croissance de la demande d'importations du Royaume-Uni depuis fin 2017 a accentué un ralentissement plus général de la croissance de la demande extérieure provenant des pays n'appartenant pas à la zone euro, ce qui a pesé sur la croissance des exportations de la zone euro. En outre, les incertitudes entourant les différentes échéances relatives au Brexit durant la majeure partie de 2019 et 2020 ont entraîné une volatilité trimestrielle considérable de la composante de la demande extérieure de la zone euro en provenance du Royaume-Uni.

Graphique 2

Exportations de la zone euro à destination des pays n'appartenant pas à la zone euro

(variations annuelles en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois, données mensuelles)



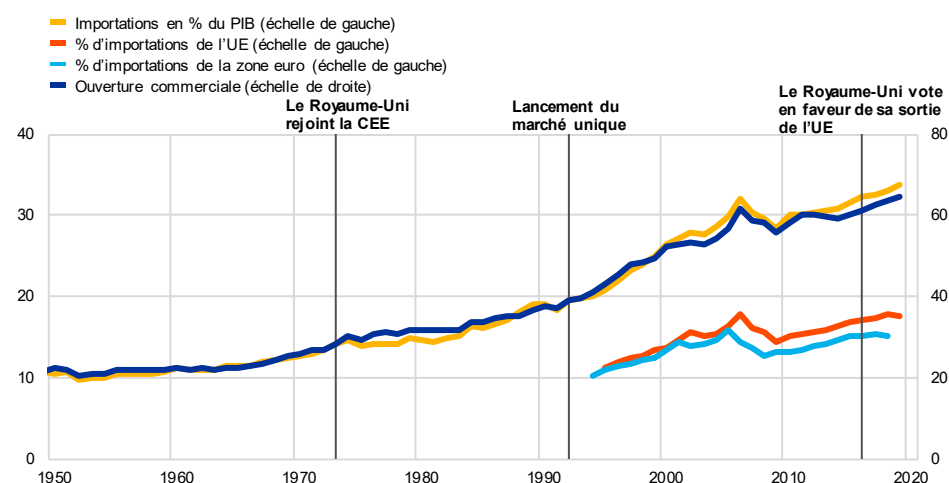
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Exportations de biens et de services. La dernière observation se rapporte à décembre 2020.

2 Principales caractéristiques de la dynamique des échanges du Royaume-Uni

La propension à importer du Royaume-Uni a presque triplé depuis la fin de la seconde guerre mondiale, une tendance particulièrement nette après l'adhésion du Royaume-Uni à la Communauté économique européenne (puis à l'Union européenne) (graphique 3). La forte hausse de la propension à importer du Royaume-Uni est nette après l'adhésion du pays à la Communauté économique européenne au début des années 1970, et plus particulièrement après la création du marché unique européen au début des années 1990. Au cours de cette période, les importations du Royaume-Uni sont passées d'un peu moins de 14 % du PIB au début des années 1970 à 20 % environ en 1991 (à la veille de la création du marché unique), avec une nouvelle hausse notable pour atteindre un peu moins de 30 % en 2007, en grande partie en raison de la croissance soutenue des importations de biens de l'UE. L'augmentation au cours de cette période s'est également traduite par une hausse sensible des exportations du Royaume-Uni, qui a eu pour conséquence un accroissement du degré d'ouverture commerciale du Royaume-Uni. La part du commerce extérieur total (exportations et importations) dans le PIB a continué de croître, passant de quelque 20 % à quelque 60 % vers le milieu des années 2010. Du point de vue de la zone euro, les importations du Royaume-Uni ont augmenté en pourcentage de la demande extérieure, passant de 12 % environ au moment de l'Union économique et monétaire en 1999 à presque 16 %, soit le principal destinataire, lors de son pic de 2006.

Graphique 3
Ouverture commerciale du Royaume-Uni depuis 1950

(exportations et importations en volume en % du PIB du Royaume-Uni)



Sources : Bank of England (ensemble de données « A millennium of macroeconomic data for the UK »), Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à 2019 (données de la Banque d'Angleterre actualisées depuis 1995 à partir des données des comptes nationaux).

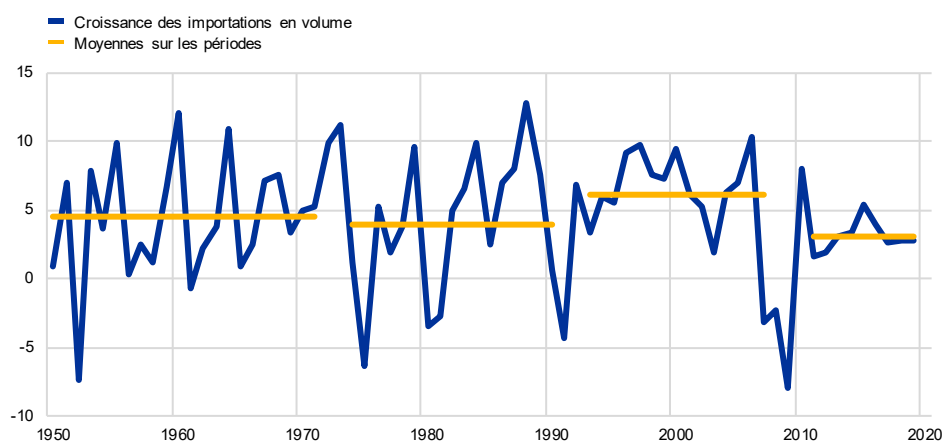
La croissance des importations du Royaume-Uni s'est nettement ralentie à la suite des perturbations des échanges internationaux pendant la crise financière mondiale. La croissance des importations du Royaume-Uni a été presque divisée par 2 depuis la crise financière mondiale, avec un taux annuel se

situant en moyenne légèrement au-dessus de 3 % sur la période comprise entre 2011 et 2019, à comparer à un peu plus de 6 % entre 1992 et 2007 (graphique 4). Par conséquent, fin 2019, la part des importations dans le PIB du Royaume-Uni était pratiquement inchangée par rapport aux niveaux d'avant la crise – bien que soumise à une volatilité temporaire considérable au moment des tensions associées aux échéances prévues pour le Brexit en 2019 (encadré 1). Ces aspects ont clairement pesé sur la croissance des exportations de la zone euro (graphique 2).

Graphique 4

Croissance des importations en volume du Royaume-Uni depuis 1950

(variation annuelle en pourcentage)



Sources : Banque d'Angleterre (ensemble de données « A millennium of macroeconomic data for the UK ») et calculs des services de la BCE.

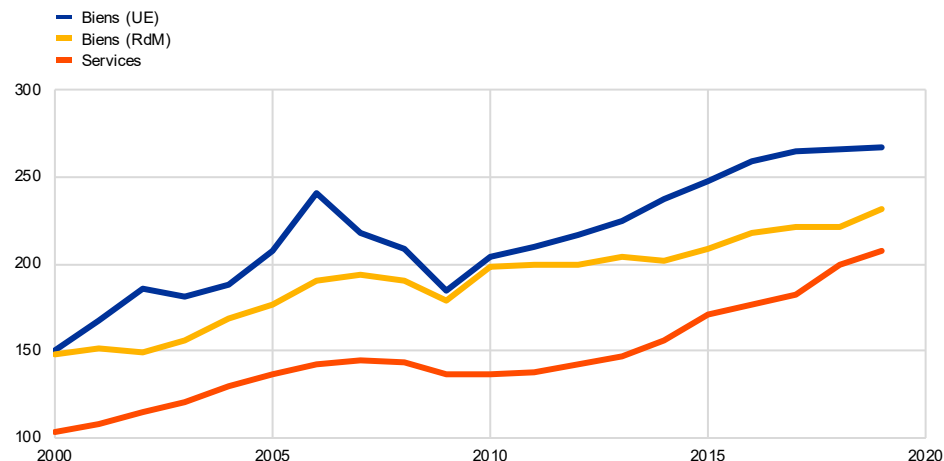
Note : La dernière observation se rapporte à 2019 (données de la Banque d'Angleterre actualisées depuis 1995 à partir des données des comptes nationaux).

Abstraction faite de la volatilité de 2019-2020, le ralentissement marqué observé avant la pandémie dans la croissance des importations du Royaume-Uni depuis le référendum a été particulièrement notable pour les biens de l'UE et de la zone euro. La ventilation des importations du Royaume-Uni au cours des deux dernières décennies montre que le ralentissement récent a concerné principalement les importations de biens en provenance de l'UE (graphique 5).

Graphique 5

Importations du Royaume-Uni par source et par catégorie

(en milliards de livres sterling)



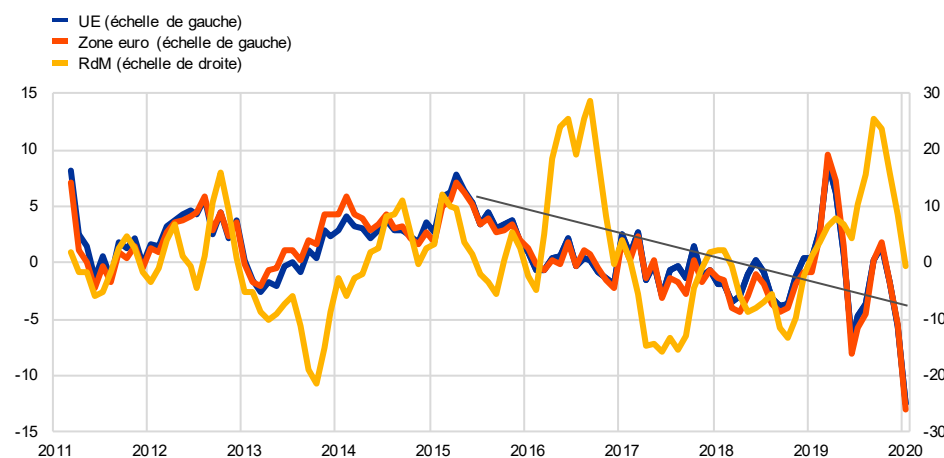
Sources : Eurostat, Office for National Statistics and calculs des services de la BCE..
Notes : RdM représente le reste du monde. La dernière observation se rapporte à 2019.

Depuis mi-2015, la croissance enregistrée par les importations de biens du Royaume-Uni en provenance de l'UE et de la zone euro s'est inscrite sur une courbe invariablement descendante, en net contraste par rapport aux évolutions plus volatiles du reste du monde hors UE (graphique 6). Même si une partie de la différence peut être attribuée à la forte volatilité associée aux échanges d'or non monétaire des pays n'appartenant pas à l'UE, le recul net et quasi monotone des importations de la zone euro/de l'UE au cours de cette période justifie une évaluation rapide des évolutions récentes des importations du Royaume-Uni et de leurs probables déterminants.

Graphique 6

Importations du Royaume-Uni et sélection de sous-groupes

(volumes ; variations annuelles en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : Eurostat, Haver Analytics and calculs des services de la BCE..
Notes : Variations annuelles en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois à partir des données mensuelles. La dernière observation se rapporte à janvier 2020.

Encadré 1

La volatilité de la croissance des importations du Royaume-Uni depuis 2019 et le rôle de la constitution de stocks

Florian Forsthuber et Valerie Jarvis

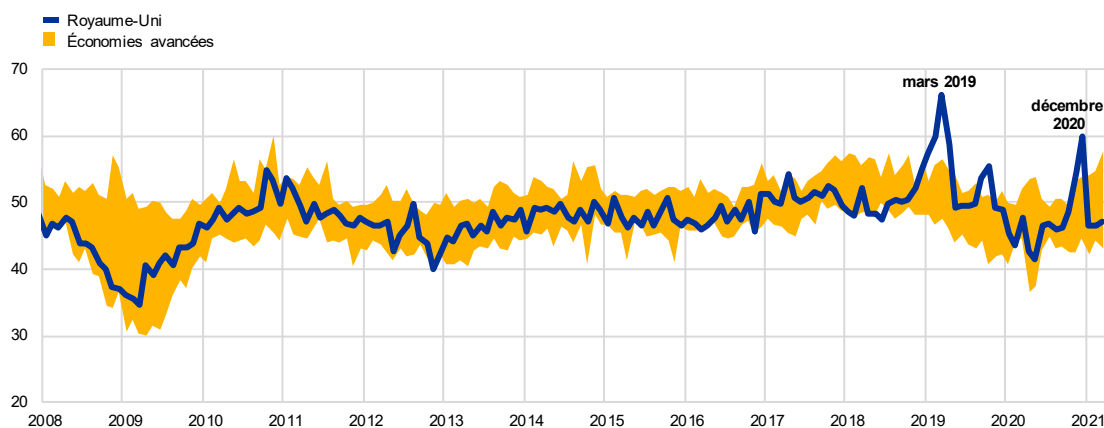
La croissance des importations du Royaume-Uni a été erratique en 2019, en partie sous l'effet de la constitution de stocks par les entreprises en réaction aux craintes accrues d'un Brexit sans accord en prévision de plusieurs échéances (non abouties). Cet encadré examine les liens entre les importations britanniques et la constitution de stocks liée au Brexit à l'approche des échéances du Brexit.

Les indicateurs tirés de l'enquête sur les évolutions des stocks au Royaume-Uni ont régulièrement fait état d'une constitution de stocks liée au Brexit en 2019 et en 2020. L'indicateur des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks³ fournit des informations rapides sur l'accumulation de stocks liée au Brexit. Au stade le plus aigu, les craintes d'un Brexit imminent sans accord au cours de la période précédant l'échéance initiale du Brexit du 29 mars 2019 ont induit une forte hausse des stocks au Royaume-Uni. Comme le montre le graphique A, cela a entraîné une hausse de l'indice des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks à des niveaux sans précédent, même d'un point de vue international. Des évolutions comparables semblent également s'être produites au dernier trimestre 2020 avant la fin de la période de transition, bien que le tableau soit quelque peu troublé par les perturbations liées à la pandémie.

Graphique A

Indicateur des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks

(indice de diffusion)



Sources : Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : La zone ombrée correspond à la fourchette des valeurs mensuelles enregistrées de 2008 à 2018 au Royaume-Uni et de 2008 à 2020 en France, en Allemagne, en Irlande, en Italie, au Japon, aux Pays-Bas, en Corée du Sud, en Espagne, en Suisse et aux États-Unis. La dernière observation se rapporte à mars 2021.

Les importations du Royaume-Uni ont fortement augmenté avant l'échéance initiale du 29 mars 2019 pour le Brexit, en phase avec la forte accumulation des stocks de biens en provenance de l'UE dans la perspective du Brexit. En conséquence, les importations du Royaume-Uni ont augmenté de près de 7 % en rythme trimestriel, hausse pratiquement sans précédent sur près de 40 ans, ce qui s'est traduit par un déficit commercial (nominal) record au premier trimestre 2019.

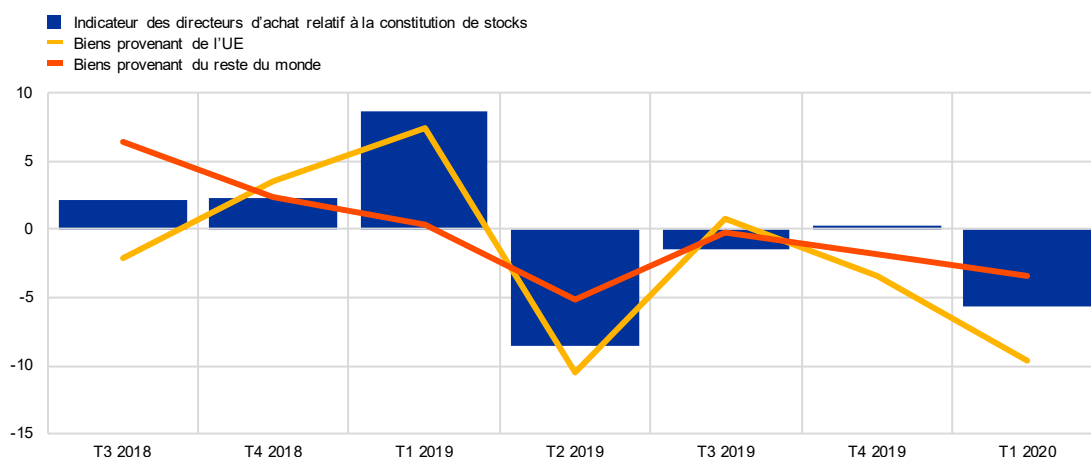
³ Additions aux stocks par des industriels participant à l'indice des directeurs d'achat (ou d'autres) à des fins de commercialisation ou d'utilisation dans un processus de production.

Le graphique B montre que la volatilité des importations du Royaume-Uni au cours de l'année 2019 a été fortement concentrée sur les importations de biens en provenance de l'UE, ce qui a entraîné une correspondance presque directe entre les deux séries.

Graphique B

Croissance des importations et constitution de stocks au Royaume-Uni

(variation trimestrielle en pourcentage de la croissance des importations, variation trimestrielle en points de pourcentage de l'indicateur)



Sources : Eurostat, Office national des statistiques et calculs des services de la BCE.

Note : Les variations de l'indicateur des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks correspondent à la différence entre les moyennes sur trois mois de l'indicateur.

La forte augmentation des importations du Royaume-Uni en provenance de l'UE au premier trimestre 2019 a été suivie par une baisse tout aussi marquée au trimestre suivant. Cette tendance s'est reproduite à des degrés divers autour des différentes échéances du Brexit (graphique C). À l'approche de la fin de la période de transition du Brexit au cours des derniers mois de 2020, les données d'enquête ont de nouveau fait apparaître une forte hausse des stocks pour le dernier trimestre de l'année. Comme le montre le graphique C (en glissement mensuel), l'indicateur des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks a fortement augmenté en novembre 2020 – c'est-à-dire un mois avant la fin de la période de transition du Brexit et quelque peu en décalage par rapport aux profils typiques de la constitution de stocks observés avant les autres échéances du Brexit (où la majeure partie de la constitution de stocks n'avait généralement eu lieu que le mois précédant l'échéance) – ce qui, selon les experts établissant l'indice des directeurs d'achat, « était presque exclusivement attribué à l'incertitude liée au Brexit et à l'accumulation ultérieure de biens intermédiaires d'importance essentielle avant la fin de la période de transition ⁴ », et ne constituait pas une simple réaction aux perturbations liées à la pandémie intervenues plus tôt dans l'année.

D'autres perturbations liées à la pandémie intervenues au cours de la seconde quinzaine de décembre semblent avoir freiné les derniers efforts de constitution de stocks fin 2020, tandis que la compensation de janvier a été particulièrement brutale, entraînant une contraction des importations de biens en provenance de la zone euro le même mois, comme observé lors des échéances antérieures du Brexit. Alors que la pandémie a continué d'entraîner des perturbations à cette époque, les premières données relatives aux exportations de la zone euro au premier trimestre 2021 font apparaître une nette déconnexion de la structure des échanges commerciaux entre le

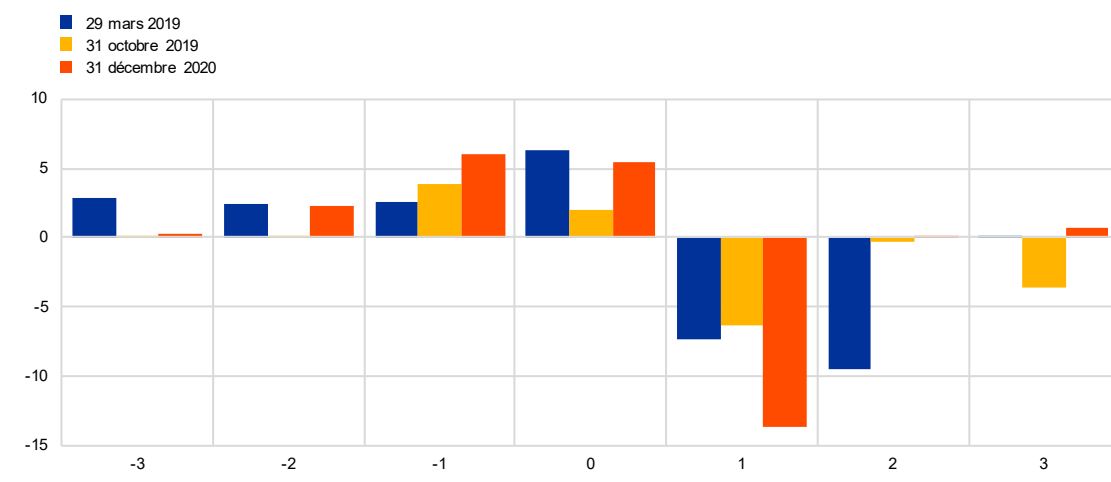
⁴ Cf. Markit, [News Release for Flash UK PMI](#) (16 décembre 2020). Une enquête réalisée par les agents de la Banque d'Angleterre laisse penser que la constitution de stocks n'était prévue que pour les derniers mois de l'année ([Banque d'Angleterre, Monetary Policy Report \(novembre 2020\)](#), p. 38-42).

Royaume-Uni et la zone euro au début de l'année. Les exportations de biens de la zone euro vers le Royaume-Uni ont diminué de près d'un tiers en glissement mensuel en janvier, tandis que les importations ont diminué de plus de moitié. En revanche, les exportations de biens à l'intérieur de la zone euro ont fortement augmenté, ce qui est très probablement la conséquence directe du détournement des flux commerciaux, en particulier vers l'Irlande.

Graphique C

Évolution de l'indicateur des directeurs d'achat relatif à la constitution de stocks avant les échéances du Brexit

(variation mensuelle en points de pourcentage de l'indice de diffusion, t = 0 le mois de l'échéance prévue pour le Brexit)



Sources : Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : À la suite de l'adoption de la loi dite « Benn Act » fin septembre 2019, l'échéance du 31 octobre 2019 pour le Brexit a été reportée au 31 janvier 2020, ce qui a immédiatement réduit la nécessité de constituer à nouveau des stocks en octobre 2019. La dernière observation se rapporte à mars 2021.

3 Les facteurs récents à l'origine de la demande d'importations au Royaume-Uni

La croissance du PIB en volume du Royaume-Uni ayant progressivement ralenti depuis le référendum, les importations ont également diminué, ce qui a eu une incidence négative sur la demande extérieure adressée à la zone euro.

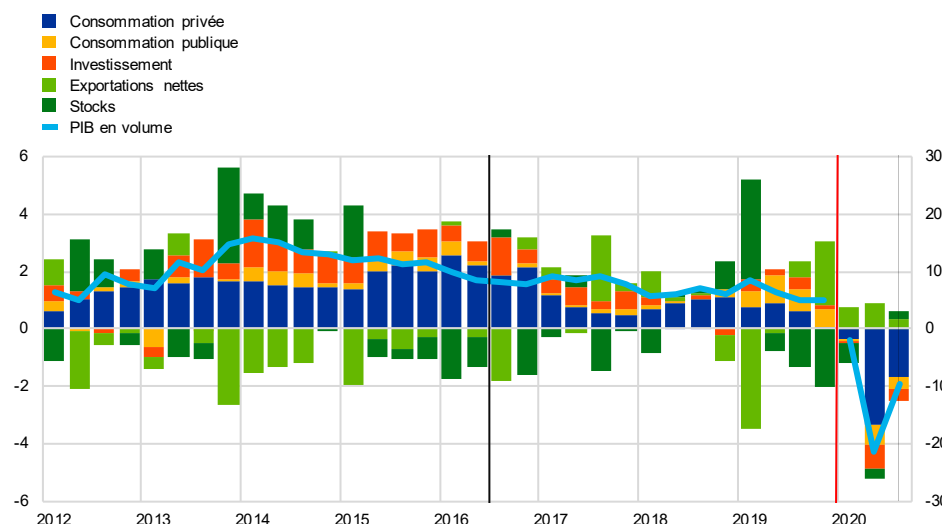
Le Royaume-Uni, qui était l'un des pays les plus performants du G7 avant le référendum, est celui qui a enregistré les plus mauvais résultats en 2020⁵. Le recul de la croissance du PIB après le référendum est manifeste pour la plupart des composantes de la dépense (graphique 7), en particulier la consommation privée et l'investissement, tandis que la dépréciation de la livre sterling depuis le référendum a contribué à renforcer les exportations nettes.

⁵ Cf. également Born (B.G.), Müller (G.J.), Schularick (M.) et Sedláček (P.), « *The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment* », *The Economic Journal*, vol. 129, n° 623, octobre 2019, p. 2722-44.

Graphique 7

Croissance du PIB en volume et contributions au Royaume-Uni

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'échelle de droite se rapporte à la partie du graphique située après la ligne rouge. La ligne noire indique la date du référendum sur le Brexit. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020.

La dépréciation très rapide et marquée de la livre sterling explique probablement en partie le ralentissement marqué de la croissance des importations⁶.

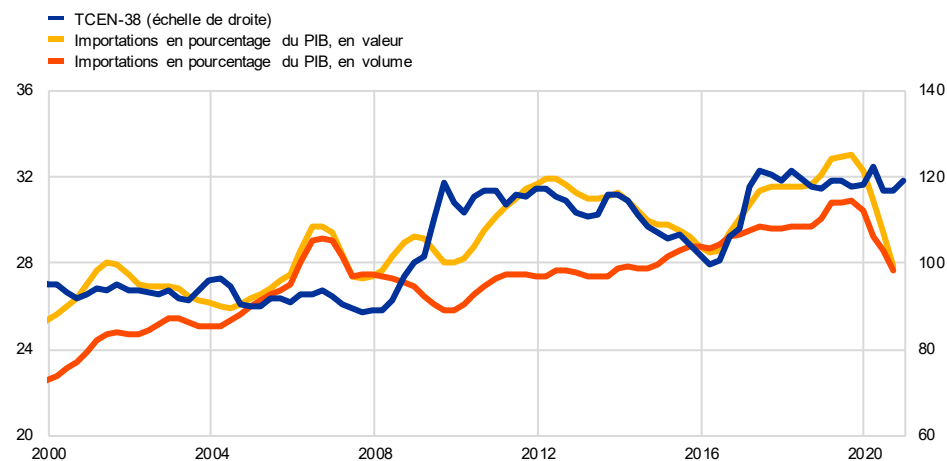
Après plusieurs années bien au-dessus de sa moyenne de long terme, la livre sterling s'est fortement dépréciée, en particulier par rapport à l'euro, à partir de mi-2015, alors que la perspective d'un référendum sur l'appartenance à l'UE se concrétisait. Une nouvelle dépréciation, plus forte, a suivi le résultat du référendum, avec un affaiblissement de la livre sterling face à toutes les principales devises, et en particulier l'euro. Cela a entraîné une augmentation de la facture des importations nominales en pourcentage du PIB (graphique 8). Bien que cette mesure ait évolué en phase avec le taux de change effectif nominal (TCEN-38) au cours des vingt dernières années, ce n'est pas le cas pour les importations en volume en pourcentage du PIB. Une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs britanniques après mi-2015 a été un canal de transmission majeur de la livre sterling à l'économie.

⁶ Le référendum de juin 2016 a entraîné une dépréciation immédiate et prononcée de la livre sterling par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni, mais surtout par rapport à l'euro. Les marchés financiers ont d'abord montré des signes clairs de préoccupation quant à un éventuel vote en faveur du Brexit en 2015, immédiatement après la victoire des conservateurs aux élections législatives. Après avoir atteint des pics légèrement supérieurs à sa moyenne de long terme (1999-2014) début 2015, la livre sterling a chuté d'environ 10 % à la veille du référendum, puis est restée inférieure d'environ 15 % à son pic de 2015 au cours des quatre années et demie qui ont suivi le référendum. Une volatilité considérable est apparue à partir de fin 2018, en réponse aux craintes croissantes d'une absence d'accord avant les différentes échéances du Brexit, jusqu'à ce qu'un accord soit finalement conclu quelques jours seulement avant la fin de la période de transition.

Graphique 8

Importations du Royaume-Uni et TCEN-38

(échelle de gauche : en pourcentage du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres ; échelle de droite : indice, moyenne 1999-2014 = 100)



Sources : Banque d'Angleterre, Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le taux de change effectif nominal (TCEN-38) est une moyenne pondérée par les échanges des taux bilatéraux nominaux entre la livre et un panier de 38 devises étrangères. Le TCEN est indexé par rapport à sa moyenne 1999-2014, avec un décalage de deux trimestres. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020 pour le TCEN-38 et au troisième trimestre 2020 pour les importations.

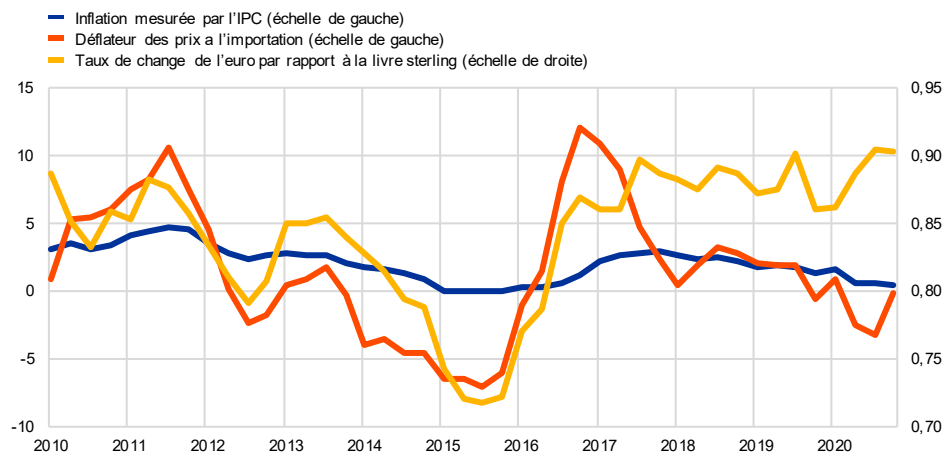
La croissance de la consommation au Royaume-Uni a nettement ralenti, la forte dépréciation de la livre sterling s'étant rapidement répercutée sur l'inflation intérieure. Le déflateur des importations a été fortement corrélé avec le taux de change contre euro (graphique 9). En particulier, la dépréciation de la livre sterling en 2016 a entraîné des variations immédiates du déflateur des importations. Elle a également été le principal facteur à l'origine de la hausse de l'IPC, la hausse des prix à l'importation représentant environ les deux tiers de la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC)⁷. Les effets négatifs des termes de l'échange ont réduit les revenus des ménages, entraînant à la fois une baisse de la demande d'importations et un ralentissement notable de la croissance de la consommation.

⁷ Cf. l'*Inflation Report* (novembre 2017) de la Banque d'Angleterre, en particulier la discussion autour des graphiques 2.10 et 4.5-4.6.

Graphique 9

Taux de change nominal et inflation au Royaume-Uni

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



Sources : Banque d'Angleterre, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2020.

Un ralentissement marqué de l'investissement au Royaume-Uni pourrait également être un facteur à l'origine de la baisse du taux de croissance des importations britanniques depuis le référendum. L'incertitude élevée au cours de la période qui a suivi le référendum a entraîné un ralentissement marqué de l'investissement au Royaume-Uni, en particulier de l'investissement des entreprises, dont le taux de croissance annuel est revenu de 3,8 % entre 2011 et 2015 à une moyenne annuelle de 1,7 % sur la période 2017-2019. Cela a accentué le ralentissement de la croissance des importations au Royaume-Uni, compte tenu de l'intensité en importations généralement plus élevée de l'investissement par rapport à d'autres composantes de la dépense. Du point de vue de la zone euro, le ralentissement de l'investissement au Royaume-Uni depuis le référendum est particulièrement préoccupant. La part généralement élevée (40 %) des biens d'équipement dans le total des importations de biens du Royaume-Uni en provenance de l'UE (et de la zone euro en particulier) avait en effet constitué une source importante de croissance des exportations au cours des dernières décennies.

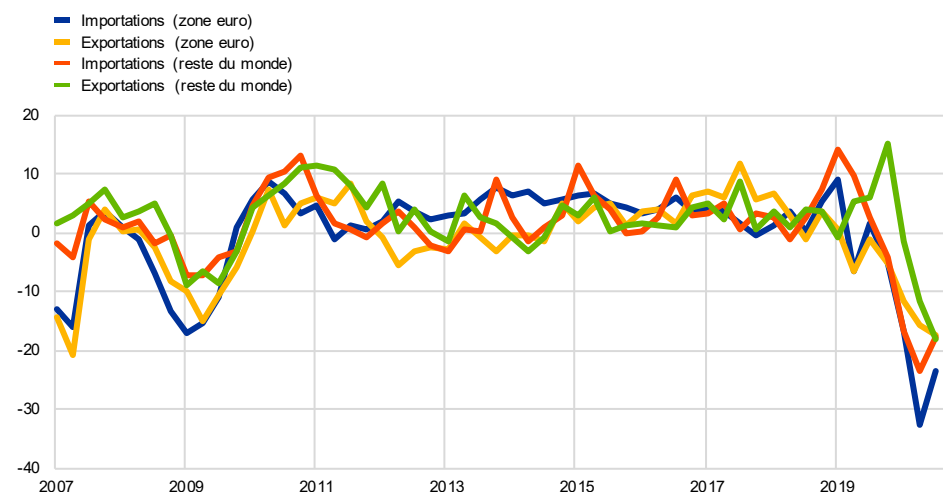
Le ralentissement de la croissance des importations du Royaume-Uni après le référendum intervient malgré une forte accentuation de la croissance des exportations britanniques, en particulier vers la zone euro (graphique 10), soutenues par une dépréciation de la livre sterling. Les effets de chaîne de valeur ont conduit les exportations du Royaume-Uni à stimuler les importations avant le référendum, mais cette incidence semble avoir été limitée au cours de la période qui a suivi le référendum ⁸.

⁸ Cet épisode diffère sensiblement de la dépréciation de la livre sterling observée au cours de la crise financière mondiale de 2008-2009, au cours de laquelle la dynamique des exportations et des importations était largement synchronisée.

Graphique 10

Croissance des importations et des exportations au Royaume-Uni

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Comptes nationaux.

Notes : Volumes chaînés de biens et de services, données trimestrielles. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020.

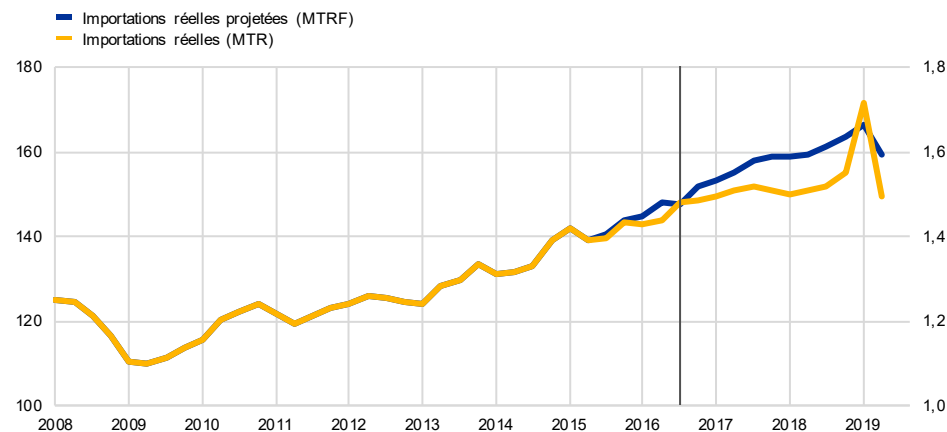
Les estimations internes de la BCE font état de premiers signes de baisse de la propension à importer au Royaume-Uni depuis le référendum. Nous utilisons un modèle à correction d'erreurs pour les volumes d'importation du Royaume-Uni afin d'évaluer l'importance de la réduction notable de la croissance réelle du volume des importations. Cela implique d'effectuer une régression des importations du Royaume-Uni par rapport aux autres composantes de la dépense finale totale⁹ (pondérées par leur part dans les importations au vu des tableaux d'entrées-sorties) et aux prix relatifs des importations par rapport aux prix intérieurs (cf. l'encadré 2 pour plus de détails). La période d'estimation comprend un sous-échantillon couvrant la période allant du deuxième trimestre 1995 au deuxième trimestre 2015, lorsque les élections législatives au Royaume-Uni ont ouvert la voie au référendum. L'utilisation des estimations des paramètres de ce modèle pour projeter les importations sur la base des valeurs réelles des composantes restantes de la dépense finale totale et des prix relatifs aboutit à un écart significatif entre les volumes d'importation prévus et les volumes d'importation réels au Royaume-Uni en 2017 et 2018 sur la base d'une prévision en échantillon (graphique 11). La trajectoire des importations réelles est nettement plus basse que ne l'implique la spécification du modèle – au moins avant que l'écart ne se résorbe en raison de la forte accumulation de stocks observée avant l'échéance initiale du 29 mars 2019 pour le Brexit.

⁹ Dépenses finales totales de consommation privée, de consommation publique, dépenses d'investissement et exportations.

Graphique 11

Importations en volume au Royaume-Uni et prévision par un modèle fondée sur les composantes pondérées du PIB et les prix relatifs

(en milliards de livres aux prix de 2015, données trimestrielles)



Source : Calculs des services de la BCE.

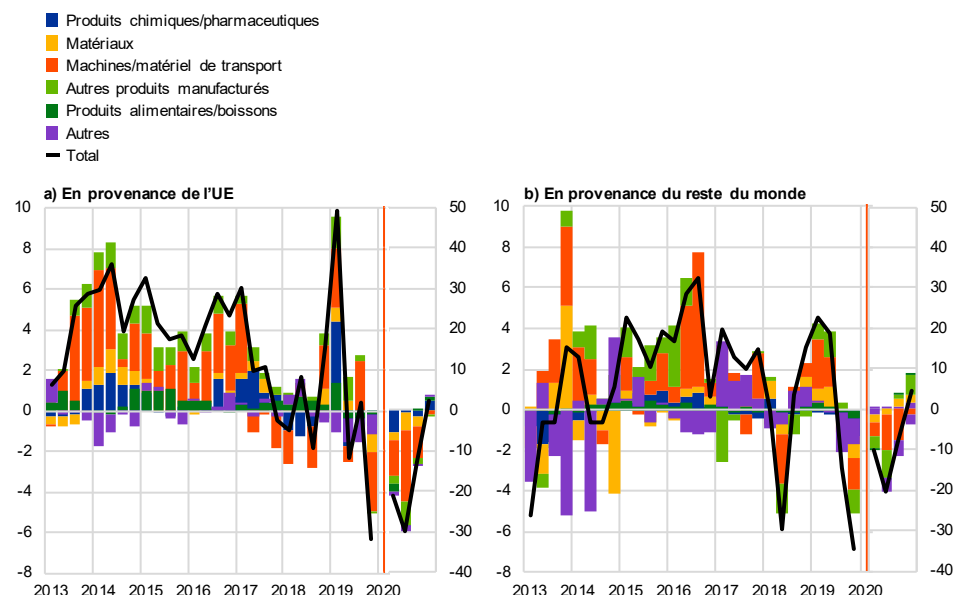
Notes : MTR (total des importations réelles) se rapporte aux importations réelles au Royaume-Uni. MTRF (total prévisionnel des importations réelles) fait référence à une prévision dans l'échantillon fondée sur un modèle à correction d'erreur dans lequel les volumes d'importation font l'objet d'une régression sur les autres composantes des dépenses finales totales, sur les importations relatives par rapport aux prix intérieurs et sur un terme de correction d'erreur. La ligne noire verticale indique la date du référendum sur le Brexit. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

D'un point de vue sectoriel, les véhicules et les produits pharmaceutiques sont largement à l'origine du ralentissement de la croissance des importations du Royaume-Uni – notamment celles en provenance de ses partenaires commerciaux de l'UE et de la zone euro. Les importations de machines/matériel de transport et de produits chimiques/pharmaceutiques ont fortement diminué au cours de la période postérieure au référendum (graphique 12). En particulier, les véhicules et les produits pharmaceutiques, qui représentaient environ 12 % et 6 %, respectivement, des exportations de la zone euro vers le Royaume-Uni à la veille du référendum, sont passés d'une croissance stable à deux chiffres à une contraction à deux chiffres. Cumulées, ces deux catégories de biens ont un impact négatif de 4 points de pourcentage environ sur la croissance des importations du Royaume-Uni entre son point haut (mi-2016) et son point bas (mi-2018). Le ralentissement marqué de la croissance des importations sous l'effet de l'inversion substantielle de la dynamique de ces deux catégories peut expliquer l'écart entre la croissance des importations résultant de la demande et la croissance en volume effective des importations, et il peut être imputé à des facteurs liés au Brexit.

Graphique 12

Importations de biens du Royaume-Uni par secteur et par origine

(volumes ; variation annuelle en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois et contributions en points de pourcentage)



Sources : Office national des statistiques et calculs des services de la BCE.

Notes : Au-delà de la ligne rouge, l'échelle est celle de l'axe de droite. Importations de biens à l'exclusion des biens non spécifiés. La rubrique « Machines/matériel de transport » recouvre les voitures et les composantes de véhicules. La rubrique « Produits alimentaires/boissons » inclut les animaux vivants, le tabac, les matières grasses et les huiles végétales. Données trimestrielles, corrigées des variations saisonnières. Données désagrégées au niveau 2 de la Classification statistique des produits associés aux activités (CPA). La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2020.

Les véhicules et les produits chimiques ont longtemps été considérés comme étant particulièrement vulnérables au Brexit. Cela est dû à l'impact potentiel de frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux et les chaînes de valeur entre l'UE et le Royaume-Uni après la fin de la période de transition¹⁰. Les pays de l'UE présentant des parts sectorielles élevées de véhicules (en particulier l'Allemagne ainsi que les pays d'Europe centrale et orientale liés aux chaînes de valeur allemandes) et de produits chimiques (notamment l'Irlande, le Danemark et la Slovaquie) seront probablement impactés de manière disproportionnée à court terme par les perturbations liées au Brexit. À plus long terme, cependant, la demande étrangère adressée à la zone euro dépendra de l'incidence du nouveau régime commercial sur la capacité du Royaume-Uni à remplacer les importations de l'UE par sa production domestique et des importations en provenance du reste du monde, et également de son incidence sur le pouvoir d'achat au Royaume-Uni.

Encadré 2

Un modèle à correction d'erreur pour la demande d'importations du Royaume-Uni

Florian Forsthuber et Tobias Schuler

Le présent encadré décrit un modèle à correction d'erreur pour les importations en volume du Royaume-Uni. Cela consiste à régresser les importations du Royaume-Uni sur les composantes

¹⁰ Bailey (D.) et Rajic (I.), « *UK manufacturing welcomes the deal in as far as it goes* », *Commentary, UK in a Changing Europe*, 29 décembre 2020.

restantes de la dépense finale dans le sous-échantillon, pour la période comprise entre le premier trimestre 1995 et le deuxième trimestre 2015.

Estimation des relations à long terme dynamiques

Nous définissons la variable WER comme correspondant aux composantes de la dépense en volume pondérées de leur parts moyennes dans les importations en volume telles qu'elles ressortent des tableaux d'entrées-sorties en 2013-2014.

$$WER_t = 0.38 * PCR_t + 0.14 * GCR_t + 0.13 * ITR_t + 0.35 * XTR_t$$

L'équation estimée suggère une relation à long terme de la forme :

$$MTR_t = -5.546 + 1.442 * WER_t - 0.292 * (MTD_t/YED_t)$$

où WER correspond à la dépense en volume pondérée, MTR aux importations en volume, PCR à la consommation privée réelle, GCR à la consommation publique réelle, ITR à l'investissement réel, XTR aux exportations en volume et MTD/YED au ratio du déflateur des importations rapporté au déflateur du PIB.

Le terme d'erreur de l'équation à long terme est utilisé comme RESID_MTR, générant une relation dynamique ¹¹ de type :

$$\Delta MTR_t = -0.322 * RESID_MTR_{t-1} + 1.616 * \Delta WER_t$$

où RESID_MTR correspond au résidu de l'équation à long terme ¹².

Projection en échantillon

La projection réalisée est une projection en échantillon (T3 2015-T2 2019), les valeurs effectives respectives des variables entrant dans l'équation dynamique pour des variations de MTR. Cela reflète les informations provenant des composantes de la demande et du terme de correction d'erreur. Le résidu de l'équation à long terme est utilisé pour la projection.

4 L'impact du Brexit sur la balance des paiements du Royaume-Uni.

Avant la date limite initiale pour le Brexit, fixée au 29 mars 2019, le compte des transactions courantes du Royaume-Uni affichait un déficit persistant et en hausse depuis plus d'une décennie (graphique 13). Au cours de la même période, cependant, le déficit commercial du Royaume-Uni a été globalement stable en dépit d'une certaine volatilité récemment. Le solde du revenu secondaire était lui aussi constamment déficitaire. En revanche, les mouvements du déficit au titre du revenu primaire étaient apparus comme le principal déterminant du compte des transactions courantes.

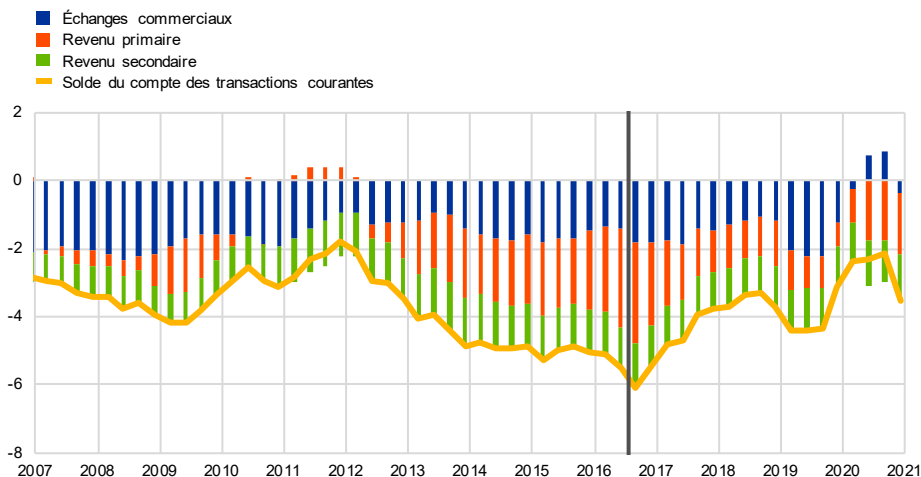
¹¹ Toutes les estimations de paramètres sont significatives au niveau de 99 %.

¹² R-carré = 0,62, DW = 2,01.

Graphique 13

Solde du compte des transactions courantes

(en pourcentage du PIB, données cumulées sur les quatre trimestres précédents)



Sources : Haver Analytics, Office national des statistiques et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2020. La ligne noire indique la date du référendum sur le Brexit.

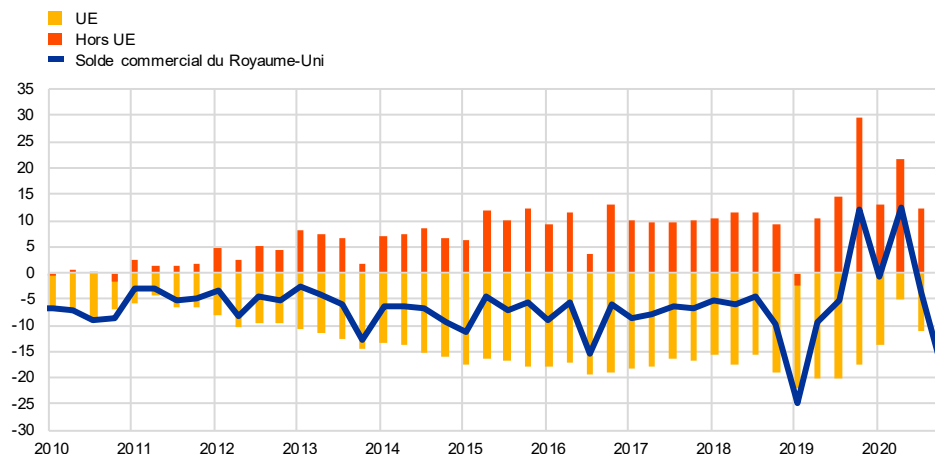
Le déficit commercial du Royaume-Uni était depuis longtemps imputable aux évolutions des échanges commerciaux nets avec l'UE (graphique 14), avec un profil similaire également pour les échanges avec la zone euro. Dans le même temps, le solde des échanges commerciaux du Royaume-Uni avec le reste du monde avait été positif pendant une période considérable. Entre 2012 et le référendum sur le Brexit, le déficit commercial avec l'UE s'est creusé. Il s'est de nouveau resserré par la suite avant que, sous l'effet de l'accumulation de stocks en prévision des diverses échéances liées au Brexit en 2019, les déficits commerciaux du Royaume-Uni vis-à-vis de l'UE et de la zone euro n'atteignent des niveaux records. Alors que le déficit s'est globalement stabilisé autour de 5 % du PIB à l'issue de la crise financière mondiale, les perturbations liées au Brexit (et, plus récemment, à la pandémie également) ont été à l'origine d'une plus grande volatilité depuis le milieu des années 2010 ¹³.

¹³ Cette variation du solde commercial va d'un déficit record au cours de la période précédant l'échéance initiale du Brexit le 29 mars 2019 à un excédent d'environ 15 % au deuxième trimestre 2020, lorsque le confinement national lié à la pandémie et de graves perturbations de la chaîne d'approvisionnement ont entraîné une forte contraction des volumes d'importation du Royaume-Uni. Depuis le début de la pandémie, la balance commerciale a également été fortement impactée par l'effondrement des échanges de services de voyages, secteur dans lequel le Royaume-Uni était le principal contributeur à l'excédent commercial net de la zone euro ; cf. l'encadré intitulé « [Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

Graphique 14

Solde commercial

(en pourcentage du PIB, données cumulées sur les quatre trimestres précédents)



Sources : Eurostat, Office national des statistiques et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 pour la ventilation UE et hors UE et au troisième trimestre 2020 pour le solde des échanges commerciaux du Royaume-Uni.

Les effets directs du Brexit sur le solde des transactions courantes devraient jouer un rôle important au cours de la période à venir, étant donné que le déficit du Royaume-Uni au titre du revenu secondaire résulte pour moitié environ des contributions nettes aux institutions de l'UE. Le solde du revenu secondaire est déficitaire depuis longtemps. La sortie du Royaume-Uni de l'UE signifie que le pays a cessé de contribuer au budget commun de l'UE, ce qui devrait réduire son déficit au titre du revenu secondaire. Pour la zone euro dans son ensemble, cela signifie une réduction des flux nets vers le compte du revenu secondaire.

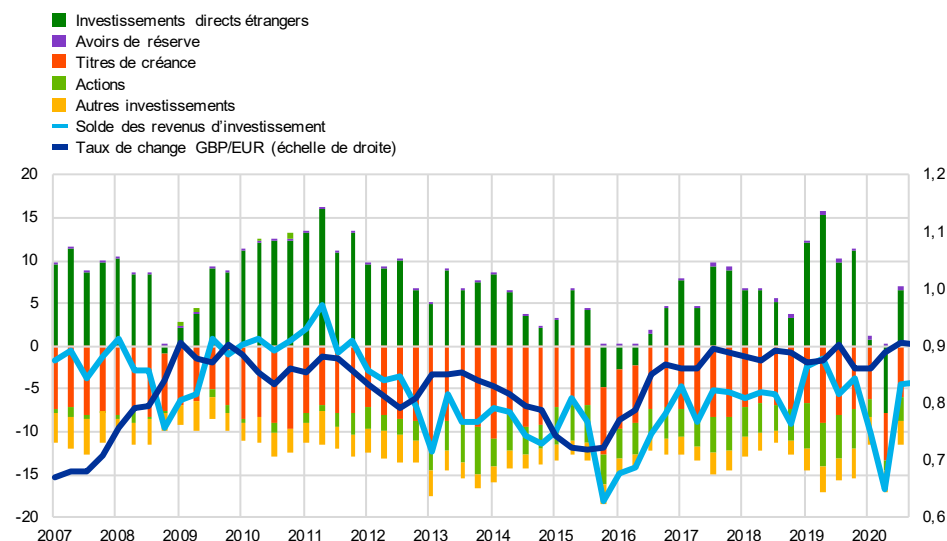
En un peu plus d'une décennie, le solde du revenu primaire du Royaume-Uni est passé d'une situation d'équilibre à un déficit prononcé (graphique 15), qui dépasse même le déficit commercial. Alors que les autres catégories de revenus, telles que les revenus nets des titres de créance, sont généralement restées relativement stables, la forte baisse des revenus nets au titre des investissements directs étrangers (IDE) a été un facteur majeur de la détérioration du solde du revenu primaire du Royaume-Uni observée entre 2011 et 2015¹⁴.

¹⁴ Cette évolution peut être attribuée à une inversion de la position nette sous-jacente au titre des IDE et à une réduction de l'écart de rendement entre les IDE effectués à l'étranger et les IDE reçus. Cf., Lane (P.R.), « *A financial perspective on the UK current account deficit* », *National Institute Economic Review*, vol. 234, novembre 2015, F67-72.

Graphique 15

Répartition du solde du revenu primaire en revenus nets par catégorie

(en pourcentage du PIB, données cumulées sur les quatre trimestres précédents)



Sources : Haver Analytics, Office national des statistiques et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2020.

La dépréciation de la livre sterling à la suite du référendum a eu un effet positif à court terme sur le solde primaire du Royaume-Uni. En 2016, le solde du revenu primaire a montré des signes d'amélioration. Sous l'effet de la forte dépréciation de la livre sterling qui a accompagné les préoccupations liées au Brexit à l'époque du référendum, les revenus nets au titre des IDE se sont accrus, tandis que les paiements sur titres de créance n'ont pratiquement pas été impactés, ce qui a eu un effet positif à court terme sur la balance des paiements de 2016 à 2018. L'évolution des revenus nets au titre des IDE a été fortement corrélée au taux de change GBP/EUR après 2009, avec un coefficient de corrélation de 97 %. Cela s'explique par le fait que la dépréciation de la monnaie nationale fait augmenter les revenus en provenance de l'étranger en raison d'effets de composition. Les plus-values se sont matérialisées sous la forme d'avoirs extérieurs nets grâce à la dépréciation de la livre sterling.

Les entrées nettes au titre des IDE dans le compte financier ont diminué depuis le référendum ¹⁵. Les entrées nettes au titre des IDE n'ont pas affiché de réaction négative immédiate en 2016, comme en témoigne le décalage dans l'inversion de ces flux. Elles ont finalement diminué courant 2017 et en 2018, sous l'effet d'une incertitude accrue entourant les perspectives économiques à long terme du Royaume-Uni.

À plus long terme, la possibilité que persistent les niveaux actuels de déficit commercial du Royaume-Uni avec l'UE et la zone euro dépendra de l'existence d'entrées régulières sur le compte financier. Le nouvel environnement

¹⁵ En contrepartie du déficit du compte des transactions courantes, le compte financier est excédentaire. Le Royaume-Uni est un centre financier mondial qui attire des capitaux étrangers et cet accès au financement externe l'a aidé à financer son déficit courant. Les investissements de portefeuille et les entrées au titre des IDE ont été des déterminants positifs du compte financier du Royaume-Uni.

commercial défini par l'accord de commerce et de coopération entre l'UE et le Royaume-Uni pourrait entraîner une baisse de la demande d'actifs financiers du Royaume-Uni – peut-être du fait que ses anciens partenaires de l'UE privilégieront des centres financiers situés dans d'autres États membres de l'UE. Dans le même temps, la capacité du Royaume-Uni à financer un déficit courant du même niveau que ceux observés au cours de la dernière décennie pourrait être réduite. En revanche, certains affirment qu'une livre sterling plus faible pourrait attirer des investisseurs à la recherche d'actifs sous-évalués pour effectuer des IDE, ce qui pourrait entraîner une augmentation des entrées d'IDE à plus long terme à la suite de la forte dépréciation de la livre sterling. Ces entrées d'IDE peuvent précéder une augmentation des exportations ¹⁶. Jusqu'à présent, aucune hausse soutenue des exportations n'a été observée, même si cela pourrait être dû à la courte période qui s'est écoulée depuis la fin du dispositif de transition lié au Brexit, ainsi qu'aux distorsions liées à la pandémie. Cela étant, cela pourrait ne pas se produire du tout, car le Brexit pourrait bien conduire à une réorientation de la demande de l'UE vers d'autres pays de l'UE. Compte tenu des options potentiellement plus limitées en termes de compensation par le compte financier des déficits du compte des transactions courantes à l'issue du Brexit, le Royaume-Uni aurait besoin de réduire son déficit commercial soit en accroissant ses exportations vers ses principaux partenaires commerciaux, soit en réduisant les importations en provenance de ces pays. Cela fait peser des risques sur la demande étrangère adressée à l'UE et à la zone euro.

5 Conclusion

Une incertitude considérable entoure les conséquences à plus long terme du Brexit, tant pour les échanges commerciaux du Royaume-Uni que pour la demande étrangère adressée à la zone euro. Les distorsions de grande ampleur qui affectent le profil des échanges commerciaux du Royaume-Uni – du fait de la constitution de stocks liés au Brexit et également des perturbations de la chaîne d'approvisionnement résultant de la pandémie tout au long de l'année 2020 – empêchent de bien discerner les premiers signes de tendances à plus long terme. Néanmoins, des signes d'affaiblissement de la demande de biens importés en provenance de pays de l'UE ont été observés depuis le référendum. Cela est probablement dû en partie à la forte dépréciation de la livre sterling. Les données sectorielles relatives aux importations montrent que le Brexit a déjà un impact fort dans certains domaines, notamment dans les industries automobile et pharmaceutique. Cela a probablement affecté la demande d'importations en provenance des pays de l'UE, avant même toute modification significative de l'environnement commercial jusqu'à la fin de 2020. La soutenabilité du déficit commercial avec l'UE/la zone euro dépendra probablement également, en partie, de l'existence d'entrées nettes positives régulières sur le compte financier du Royaume-Uni. En fin de compte, l'impact sur la demande étrangère adressée à la zone euro et sur sa croissance au sens large dépendra de la mesure dans laquelle

¹⁶ Cf. Lederman (D.), « *Large devaluations, foreign direct investment and exports: A speculative note* », *Policy Research Working Papers*, Groupe de la Banque mondiale, 2011.

le Royaume-Uni pourra se détourner de ses fournisseurs de la zone euro à plus long terme et de la capacité de la zone euro à mettre en place d'autres réseaux (peut-être internes) pour fournir les services qui provenaient principalement du Royaume-Uni auparavant.

2 Le rôle des ménages dans le financement de la dette publique dans la zone euro

Jeanne Pavot et Vilém Valenta

1 Introduction

L'intérêt pour le financement des dépenses publiques a été considérablement ravivé par la pandémie de coronavirus (COVID-19), à l'instar de ce qui avait été observé lors de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro entre 2008 et 2012. Des crises économiques d'une telle profondeur nécessitent que les gouvernements décident de la mesure dans laquelle les coûts liés à la crise doivent être financés par des réductions de dépenses sur d'autres postes du budget, par des augmentations des recettes et/ou en contractant une dette supplémentaire. Dans le même temps, les augmentations de la dette publique soulèvent des questions quant à la stratégie de financement optimale en matière d'instruments et d'échéances, mais également de base d'investisseurs.

La composition de la dette publique a des implications importantes en matière financière et pour la politique économique. Comme il ressort de la littérature récente, la structure de la dette publique par détenteurs peut apporter un éclairage sur des questions telles que la diversification des risques dans les émissions de dette publique. Elle est également pertinente en ce qui concerne la force du lien entre banques et émetteurs souverains et la stabilité financière globale, la probabilité et l'efficacité de la restructuration des dettes souveraines, l'inégalité des revenus et la taille des multiplicateurs budgétaires (Section 2).

Dans ce contexte, l'article présente tout d'abord une vue d'ensemble de l'évolution de la structure de la dette publique par détenteurs dans les pays de la zone euro depuis 1995. La littérature relative à la composition de la dette publique a traditionnellement cherché à établir une distinction entre les parts de la dette détenues par des investisseurs domestiques et celles détenues par des investisseurs étrangers, en s'attachant moins à l'analyse d'une ventilation plus détaillée par détenteurs domestiques. Dans cet article, nous analysons des données plus granulaires relatives à la dette publique détenue par des investisseurs domestiques afin d'évaluer le rôle des acteurs non bancaires dans l'intermédiation financière ainsi que les effets des achats de titres d'État réalisés par l'Eurosystème sur la composition de la dette publique par secteurs institutionnels (Section 3).

L'article analyse ensuite plus en détails la structure de la dette publique détenue par des investisseurs domestiques, en mettant plus particulièrement l'accent sur le secteur des ménages. Avec les augmentations du niveau de la dette publique et de la part de la dette détenue au niveau domestique, il devient de plus en plus pertinent d'analyser la composition de la dette publique par secteurs institutionnels, notamment le rôle des ménages comme pourvoyeurs d'épargne.

Pour une évaluation utile, il faut considérer non seulement la détention directe par les ménages mais également l'importance de leur détention indirecte par le biais des fonds d'investissement, des sociétés d'assurance et des fonds de pension. L'objet de cet article n'est pas de fournir un tableau complet ou une évaluation normative des détenteurs finaux de la dette publique, mais plutôt une analyse factuelle de la taille et de l'évolution de la détention de la dette publique par les ménages, en effectuant également une comparaison avec une sélection d'économies avancées (Section 4). Pour les pays de la zone euro, cette analyse s'appuie sur la ventilation des comptes du secteur financier – ce que l'on appelle les données « de qui à qui » – publiée par la BCE et les pays de la zone euro. Des ensembles de données similaires sont également disponibles pour les autres États membres de l'UE et les autres économies avancées.

2 Principales implications de la structure de détention de la dette publique

Une abondante littérature étudie la composition de la dette publique par détenteurs, mais l'analyse de la détention par les ménages est plus limitée.

Plusieurs études analysent la détention de la dette publique par le secteur non financier et par les non-résidents dans la zone euro, mais elles n'incluent pas les ménages ou les programmes de dette publique destinés aux investisseurs de détail ¹. Un plus grand nombre d'études, utilisant à la fois des macrodonnées et des microdonnées, sont disponibles pour les États-Unis, en particulier en ce qui concerne la dette municipale dans laquelle les ménages jouent traditionnellement un rôle essentiel ².

La composition de la détention de la dette publique, y compris par les ménages, est pertinente pour l'analyse économique dans plusieurs domaines étudiés dans la littérature.

- **Gestion de la dette publique.** L'élargissement de la base d'investisseurs entre les investisseurs domestiques (les résidents du pays dont le gouvernement a émis la dette) et les investisseurs étrangers ainsi qu'entre les investisseurs qui sont sensibles aux taux d'intérêt et ceux qui ne le sont pas est un instrument essentiel pour diversifier le risque de refinancement et réduire les coûts d'emprunt.
- **Stabilité financière.** Les interactions négatives résultant de la détention domestique et les possibles répercussions transfrontières liées à la détention de titres de dette publique par des investisseurs étrangers sont des paramètres importants pour la stabilité financière. Pour les gouvernements, une plus

¹ Entre autres, Merler (S.) et Pisani-Ferry (J.), « *Who's Afraid of Sovereign Bonds* », Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/2, 2012 ; Andritzky (J.R.), « *Government Bonds and their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?* », *IMF Working Paper*, n° 12/158, 2012 ; Afonso (A.) et Silva (J.), « *Determinants of non-resident government debt ownership* », *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Journals, vol. 24(2), 2017, p. 107-112.

² Cf. Hager (S.B.), « *Public Debt, Ownership and Power: The Political Economy of Distribution and Redistribution* », PhD diss., York University, Toronto, 2013.

grande diversification des financements, avec une moindre dépendance à l'égard des banques domestiques et une part plus importante d'obligations vendues à d'autres investisseurs, peut réduire ces risques.

- **Des actifs sûrs.** Le risque plus élevé en période de crise économique accroît la demande d'actifs sûrs. Les obligations d'État représentent la principale source d'actifs de haute qualité dans la zone euro ³. Les ménages sont des investisseurs qui présentent une aversion pour le risque et détiennent relativement peu de titres de dette publique directement, mais la détention indirecte via des fonds de pension, des fonds d'investissement et des sociétés d'assurance est beaucoup plus répandue. Les dépôts bancaires sont le principal actif sûr pour les ménages. La sécurité des dépôts bancaires est quant à elle confortée, outre l'assurance des dépôts, par la capacité des banques à apporter des garanties à la banque centrale sous la forme d'obligations d'État. La dette souveraine joue donc un rôle essentiel pour apporter une sécurité financière aux ménages.
- **Soutenabilité de la dette souveraine.** D'un côté, les détenteurs domestiques de la dette représentent une base d'investisseurs plus stable. Ils peuvent également réduire la probabilité d'un défaut souverain car ils accroissent les incitations à rembourser la dette, dans la mesure où le coût d'un éventuel non remboursement serait supporté par les résidents ⁴. D'un autre côté, une détention domestique importante de la dette publique peut avoir un effet déstabilisant car elle génère des interactions négatives entre le secteur privé et le secteur public ⁵.
- **Inégalités de revenus.** L'impact de la dette publique sur les aspects redistributifs et les inégalités de richesse est analysé dans la littérature. Même si de nombreuses études analysent seulement la dimension redistributive entre les générations, certaines couvrent également la redistribution des richesses au sein d'une cohorte résultant des portefeuilles d'obligations, notamment d'obligations d'État ⁶. Les avoirs des ménages en titres de dette publique étant concentrés parmi les ménages les plus riches et les obligations d'État offrant normalement des rendements plus élevés que les dépôts bancaires, la structure de détention de la dette publique peut entraîner des effets redistributifs régressifs.
- **Multiplicateurs budgétaires.** Des données suggèrent qu'une part plus importante de la dette publique détenue au niveau domestique peut réduire la

³ Grandia (R.), Hänling (P.), Lo Russo (M.) et Åberg (P.), « *Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 218, BCE, 2019.

⁴ Guembel (A.) et Sussman (O.), « Sovereign Debt without Default Penalties », *Review of Economic Studies*, vol. 76, Issue 4, 2009, p. 1297-1320 ; Gennaioli (N.), Martin (A.) et Rossi (S.), « Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions », *The Journal of Finance*, vol. 69, Issue 2, 2014, p. 819-866.

⁵ Cf. Acharya (V.), Drechsler (I.) et Schnabl (P.), « A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk », *The Journal of Finance*, vol. 69, Issue 6, 2014, p. 2689-2739 ; Farhi (E.) et Tirole (J.), « Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops », *Review of Economic Studies*, vol. 85(3), 2018, p. 1781-1823.

⁶ Arbogast (T.), « *Who Are These Bond Vigilantes Anyway? The Political Economy of Sovereign Debt Ownership in the Eurozone* », *MPIfG Discussion Paper*, 20/2, 2020.

taille des multiplicateurs budgétaires en raison d'une éviction plus forte de l'investissement privé ⁷.

3 La structure de détention de la dette publique dans la zone euro

Dégager des tendances de long terme dans la structure de détention de la dette publique dans la zone euro n'est pas facile en raison d'un manque de données. Alors qu'il est possible d'élaborer des données sur le niveau de la dette publique sur une période très longue, les déclarations relatives aux créanciers de la dette publique ont longtemps été plus fragmentées et moins fiables ⁸. La crise financière mondiale a suscité de nombreuses initiatives pour combler les lacunes en matière de données et des données plus granulaires sont à présent disponibles pour mieux appréhender la structure de détention de la dette publique ⁹. Toutefois, ces données couvrent seulement une période relativement courte. Dans les statistiques de finances publiques annuelles, une ventilation des détenteurs de la dette publique est disponible pour la plupart des pays de la zone euro depuis 1995 ¹⁰. La catégorie des créanciers résidents ou domestiques se rapporte aux détenteurs qui sont résidents du pays dont le gouvernement a émis la dette. Les non-résidents recouvrent à la fois les résidents d'autres pays de la zone euro et ceux de pays n'appartenant pas à la zone ¹¹. Les créanciers résidents incluent le secteur financier et le secteur non financier (tableau 1). Les créanciers appartenant au secteur financier sont la banque centrale, les autres institutions financières monétaires (autres IFM ou banques) et les autres sociétés financières (ASF). Ces dernières incluent principalement les fonds d'investissement ainsi que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (SAFP) ¹². Enfin, le secteur non financier (créanciers résidents) regroupe les sociétés non financières (SNF) et les ménages ¹³. La composition de la dette publique est déterminée par plusieurs facteurs d'offre et de demande, tels que les conditions de la liquidité sur les marchés de la dette souveraine, la négociabilité des instruments de dette et le cadre

⁷ Broner (F.), Clancy (D.), Erce (A.) et Martín (A.), « *Fiscal multipliers and foreign holdings of public debt* », *Working Paper Series*, n° 2255, BCE, 2019.

⁸ Cf. Reinhart (C.M.) et Rogoff (K.S.), « *Growth in a time of Debt* », *American Economic Review*, vol. 100, Issue 2, 2010, p. 573-78.

⁹ Cf. les recommandations dans le cadre de l'initiative du G20 sur les lacunes en matière de données (*G20 Data Gaps Initiative*) qui visent à améliorer les statistiques économiques et financières. Les *statistiques sur les détentions de titres* proposent davantage de ventilations et ont une fréquence plus élevée que les statistiques de finances publiques, mais elles sont disponibles sur une période plus courte.

¹⁰ Des informations complémentaires sur l'ensemble de données sont disponibles sur le site internet de la BCE dans la section de l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*) consacrée aux statistiques de finances publiques (*Government Finance Statistics*).

¹¹ La répartition de la détention étrangère entre le reste de la zone euro et le reste du monde hors zone euro n'est pas disponible pour les données présentées dans le tableau 1 et le graphique 1, ce qui constitue une limite en termes de données. Une telle distinction serait pertinente compte tenu de l'absence de risque de change pour les détentions intra-zone euro. Elle permettrait également de mieux évaluer la contribution de la détention étrangère de la dette publique à l'intégration financière dans l'Union économique et monétaire (UEM).

¹² Les autres intermédiaires financiers, les auxiliaires financiers et les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels sont également inclus dans les ASF.

¹³ Le secteur des ménages inclut les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

institutionnel pour la gestion de la dette et de l'inflation. Le tableau 1 fait apparaître des hétérogénéités importantes entre les différents pays de la zone euro. Cette section se concentre sur les principaux déterminants à l'origine des changements dans la composition de la dette publique sur la période 1995-2020.

Tableau 1
Détenteurs de la dette publique

(en pourcentage de la dette publique totale ; 2020)

	Créanciers résidents					Créanciers non-résidents
	Ensemble des résidents	Secteur financier			Secteur non financier	
		Banque centrale	Autres IFM	ASF	SNF et ménages	
(a)+(b)+(c)+(d)	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	
Zone euro	56,1	20,8	19,4	11,4	4,4	43,9
Belgique	44,1	16,0	12,4	12,3	3,3	55,9
Allemagne	54,6	22,5	21,9	7,9	2,3	45,4
Estonie	29,1	0,0	21,9	1,7	5,5	70,9
Irlande	49,0	-	-	-	-	51,0
Grèce	14,4	6,4	6,1	0,2	1,7	85,6
Espagne	56,1	23,3	22,4	10,3	0,2	43,9
France	51,2	17,8	15,1	15,2	3,0	48,8
Italie	70,2	21,6	25,4	14,1	9,0	29,8
Chypre	19,1	0,6	15,4	2,5	0,6	80,9
Lettonie	33,1	19,4	8,0	2,1	3,6	66,9
Lituanie	30,6	20,5	7,4	2,1	0,7	69,4
Luxembourg	51,7	18,6	25,2	5,2	2,7	48,3
Malte	82,2	17,4	35,4	9,7	19,6	17,8
Pays-Bas	62,2	-	15,5	20,2	2,4	37,8
Autriche	35,9	21,4	11,6	2,6	0,4	64,1
Portugal	51,0	18,5	14,0	4,8	13,8	49,0
Slovénie	42,5	27,6	11,6	3,0	0,3	57,5
Slovaquie	46,4	27,1	18,1	0,0	1,2	53,6
Finlande	39,2	21,8	14,1	1,2	2,1	60,8

Sources : SEBC et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à la dette dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE). Dette brute des administrations publiques en valeur nominale et consolidée entre les sous-secteurs des administrations publiques. Pour l'Irlande, les avoirs domestiques sont calculés comme le total moins les avoirs non-résidents.

La part de la dette publique de la zone euro détenue par les résidents a fortement diminué avant la crise financière mondiale pour s'accroître de nouveau par la suite. À l'exception de quelques pays (comme l'Estonie, la Lituanie, le Luxembourg ou Malte) pour lesquels le ratio dette publique/PIB est très bas par rapport à la moyenne de la zone euro, la part de la dette publique détenue par les non-résidents a globalement augmenté avant la crise financière mondiale (graphique 1). Des éléments indiquent une intégration financière croissante au sein de la zone euro après l'introduction de l'euro ¹⁴. La crise financière mondiale a eu un

¹⁴ Cf., par exemple, Lane (P.), « *The real effects of European Monetary Union* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20:4, 2006, p. 47-66.

impact majeur sur les investissements de portefeuille transfrontières, amplifié par la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2010-2012. Les investisseurs à l'échelle mondiale ont réorienté leurs investissements de portefeuille au détriment des pays de la zone euro perçus comme étant en difficulté ¹⁵. En Espagne et en Italie, la part de la dette publique détenue par les non-résidents a diminué entre 2010 et 2015. Si l'on exclut les prêts consentis par les créanciers non-résidents dans le cadre des programmes d'assistance financière UE/FMI, des tendances similaires ont été observées en Grèce, en Irlande et au Portugal, et plus tard à Chypre. Dans d'autres pays, comme l'Allemagne et la France, la part de la dette publique détenue par les non-résidents s'est stabilisée. En 2015, elle s'établissait autour de 50 % à l'échelle de la zone euro. La diminution globale de la part de la dette publique détenue par les non-résidents a résulté pour l'essentiel des achats d'obligations souveraines réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) depuis 2015 et dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) depuis 2020 ¹⁶. En abaissant le rendement des titres, ces programmes ont également incité les investisseurs à orienter leurs investissements vers des actifs dont la rémunération attendue est plus élevée. Les investisseurs étrangers ont rééquilibré leurs portefeuilles au profit d'investissements plus attrayants ¹⁷.

¹⁵ Cf., par exemple, Merler (S.) et Pisani-Ferry (J.), *op. cit.*

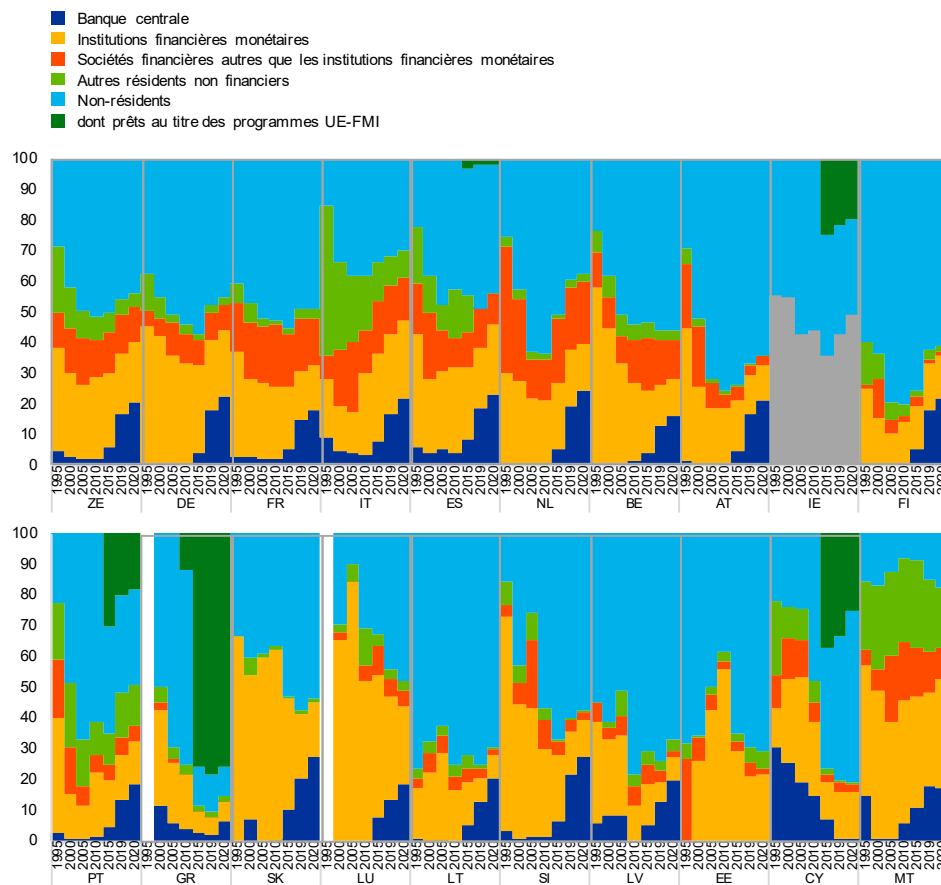
¹⁶ Cf. également Hammermann (F.), Leonard (K.), Nardelli (S.) et von Landesberger (J.), « [Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

¹⁷ Cf. Koijen (R.S.J.), Koulischer (F.), Nguyen (B.) et Yogo (M.), « *Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 5, 2017, p. 621-627.

Graphique 1

Structure de la dette publique de la zone euro par détenteurs

(en pourcentage de la dette publique totale ; 1995-2020)



Sources : SEBC et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à 2020. Pour l'Irlande, la ventilation de la part de la dette détenue au niveau domestique n'est pas disponible, par conséquent seule la détention domestique totale est représentée en gris et calculée comme le total moins la part de la dette détenue par les non-résidents. S'agissant des Pays-Bas, la part détenue par la banque centrale correspond à la part résiduelle (c'est-à-dire le total moins les autres sous-composantes). Les pays sont classés en fonction de leur PIB, dont la taille est susceptible d'influer sur la structure de la dette. La part de la dette détenue par l'Eurosystème ne correspond pas uniquement aux portefeuilles d'obligations domestiques détenus par les banques centrales nationales. Premièrement, la BCE détient également des titres émis par les administrations publiques de chaque pays de la zone euro – la part détenue par la BCE est donc considérée comme de la dette détenue par les non-résidents. Deuxièmement, pour les besoins de la politique monétaire, les banques centrales nationales procèdent à des achats d'obligations transfrontières de l'UEM. Néanmoins, les portefeuilles d'obligations domestiques détenus par les banques centrales nationales constituent l'essentiel de la part de la dette détenue par l'Eurosystème.

Jusqu'à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, l'augmentation de la détention domestique de la dette publique a principalement résulté des institutions financières non monétaires puis, par la suite, des institutions financières monétaires, y compris les banques centrales. Le graphique 1 montre la ventilation disponible des détenteurs domestiques. Avant la crise financière mondiale, l'essentiel de la dette publique était détenu par les banques et autres sociétés financières résidentes. Les banques centrales et les autres détenteurs domestiques sont des créanciers moins importants, excepté dans le cas de l'Irlande, de l'Espagne, de l'Italie, de Malte et du Portugal, où les ménages et les SNF occupent une plus grande place, en recul cependant, dans la détention de la dette publique. Le graphique montre qu'avant la crise financière mondiale, la part relative des autres sociétés financières dans la détention de la dette publique a augmenté dans la plupart des pays, tandis que celle des banques a diminué. Des facteurs

structurels, notamment le vieillissement de la population et des facteurs institutionnels tels que les réformes des régimes de retraite encourageant les régimes d'épargne-retraite privés, ont contribué à l'accroissement de la détention de la dette par les autres sociétés financières, en particulier les sociétés d'assurance et les fonds de pension ¹⁸. Durant la crise de la dette souveraine, la part de la dette publique détenue par les banques a augmenté dans les pays qui connaissaient des tensions sur les marchés financiers, ce qui a accentué l'interdépendance entre banques et émetteurs souverains. Depuis, l'accroissement des coussins de fonds propres a renforcé les banques de la zone euro en augmentant leur capacité d'absorption des pertes, et la mise en œuvre d'un cadre réglementaire révisé a réduit les risques liés à l'interdépendance entre banques et émetteurs souverains ¹⁹. Enfin, en raison des achats effectués par l'Eurosystème dans le cadre du PSPP et du PEPP, la part de la dette publique détenue par les banques centrales a augmenté depuis 2015 pour ressortir, fin 2020, à 20,8 % au niveau de la zone euro. À l'échelle des pays, les données montrent uniquement la part détenue par les banques centrales nationales, mais elles ne permettent pas d'identifier la part totale de la dette publique domestique détenue par l'Eurosystème car la BCE est considérée comme un créancier non résident. Par ailleurs, les autres banques centrales de la zone euro détiennent également des portefeuilles transfrontières d'obligations souveraines. Bien qu'elle soit en recul, la part des emprunts publics détenue par les investisseurs privés sensibles au prix, également désignée par le terme de « flottant » (*free float*), demeure substantielle dans la zone euro.

Encadré 1

La structure de la dette publique en termes d'instruments

Henri Maurer

Valorisation et composition de la dette publique

La dette publique ou « dette au sens de Maastricht » correspond à la dette brute consolidée, exprimée à sa valeur de remboursement dans les catégories de passifs des administrations publiques suivantes (telles que définies dans le Système européen de comptes ²⁰ (SEC)) : numéraire et dépôts, titres de créance et crédits. La dette publique telle que notifiée à Eurostat dans la procédure de déficit excessif (PDE) couvre tous les niveaux d'administrations publiques : l'administration centrale, les administrations d'États fédérés, les administrations locales et les administrations de sécurité sociale. Il s'agit de la dette brute au sens où les actifs financiers des administrations publiques ne sont pas soustraits de leurs passifs. Elle est consolidée par exclusion des postes de la dette d'une unité d'administration publique qui sont détenus par une autre unité d'administration publique (par exemple, les dépôts des administrations publiques auprès du Trésor).

¹⁸ Les régimes volontaires ou troisième pilier des régimes de retraite, cf. Rodríguez-Vives (M.) et Kezber (L.), « *Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

¹⁹ Cf. Dell'Ariccia (G.), Ferreira (C.), Jenkinson (N.), Laeven (L.), Martin (A.), Minoiu (C.) et Popov (A.), « *Managing the sovereign-bank nexus* », *Working Paper Series*, n° 2177, BCE, 2018.

²⁰ Cf. également « *Système européen des comptes – SEC 2010* », Eurostat, Commission européenne, 2013.

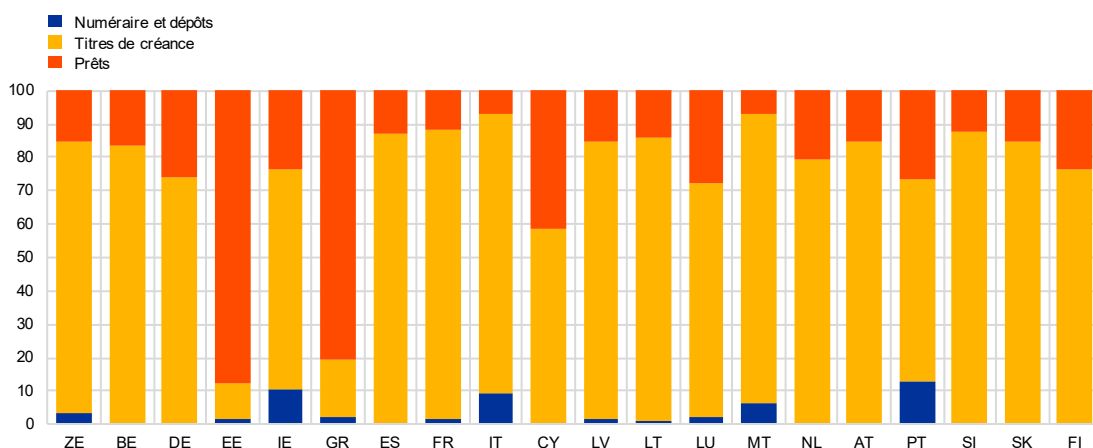
La composition de la dette au sens de Maastricht est très hétérogène entre les pays de la zone euro. Le graphique A illustre sa structure en 2019 ²¹. Les titres de créance représentent la majeure partie de l'agrégat zone euro, variant entre 70,5 % et 80,3 % au cours de la période allant de 1995 à 2019.

L'importance relative des prêts au sein de la dette publique a évolué au fil du temps, notamment en raison de la variation du coût relatif des prêts bancaires par rapport aux titres de créance. Elle s'est accrue davantage, par exemple, à l'issue de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, en raison des prêts consentis dans le cadre des programmes d'assistance financière UE/FMI, comme l'illustre le cas de la Grèce (où les prêts représentaient 80 % de la dette en 2019) et dans une moindre mesure ceux de l'Irlande, de Chypre et du Portugal.

Graphique A

Structure de la dette publique par instrument

(en pourcentage de la dette publique totale ; 2019)



Sources : SEBC et calculs de la BCE.

La composante numéraire et dépôts de la dette publique

La composante numéraire et dépôts de la dette publique s'élevait à 363 milliards d'euros en 2019, soit 3,3 % de la dette publique de la zone euro. Elle se compose pour l'essentiel des produits d'épargne ²² émis par les administrations publiques et des dépôts placés auprès du Trésor par les unités qui ne font pas partie des administrations publiques. En 2019, les bons d'épargne de l'administration centrale directement détenus par les ménages représentaient 37 % de la composante des dépôts, et la part des dépôts détenus par des entités financières ou non financières (essentiellement publiques) résidentes auprès de l'administration centrale était de 54 %. La part résiduelle de 9 % est composée de dépôts d'entités situées en dehors de la zone euro.

Il existe une forte hétérogénéité entre pays de la zone euro pour ce qui est de l'utilisation et des dispositifs institutionnels régissant la composante numéraire et dépôts. Dans deux pays, les bons

²¹ Des informations complémentaires sont disponibles sur le site internet de la BCE, aux rubriques [Government Finance Statistics](#) et [Debt securities issuance and service by EU governments](#) de l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*).

²² D'après le SEC, seuls les titres négociables sont qualifiés de titres de créance. Les obligations non négociables, indépendamment de leur appellation, sont classées parmi les dépôts. Une gamme de divers produits d'épargne offerts aux petits épargnants, tels que les obligations d'épargne, livrets d'épargne, certificats d'épargne ou comptes de dépôt sont classés parmi les dépôts.

d'épargne et les dépôts représentaient plus de 10 % de la dette publique en 2019. Au Portugal (11,6 %), cette part recouvre essentiellement les certificats d'épargne et les certificats du Trésor directement détenus par les ménages et en Irlande (10,5 %), il est courant pour les ménages de détenir des bons d'épargne. En Italie, outre les bons d'épargne détenus directement par les ménages, les dépôts incluent également les fonds levés par les banques publiques via les bons d'épargne postale. À Malte, l'administration centrale émet depuis 2017 des obligations à coupon fixe non négociables au profit des citoyens maltais âgés d'au moins 62 ans. En 2019, ces obligations représentaient 5,1 % environ de la dette publique maltaise.

En Grèce ²³, en Lituanie, en Lettonie et en France, les bons d'épargne et les dépôts, qui représentent une part plus faible de la dette publique respective de ces pays (entre 1 % et 2 % en 2019), contribuent au financement des administrations publiques. En Lituanie, les bons d'épargne émis par le Trésor sont principalement détenus par les ménages. En Lettonie, les huissiers ou les dépositaires dans le cadre de procédures de recouvrement de dettes doivent détenir des dépôts transférables sur des comptes ouverts auprès du Trésor. En France, la plupart des dépôts auprès des administrations publiques sont détenus par des entités publiques (classées parmi les entités qui ne font pas partie des administrations publiques) ; il peut s'agir également de dépôts auprès du Trésor liés à l'émission de monnaies étrangères ancrées à l'euro à un taux fixe. Pour les autres pays de la zone euro, la part des dépôts dans la dette publique est marginale.

Enfin, le numéraire représente une faible part des passifs des administrations publiques de la zone euro (0,3 % d'un montant proche de 30 milliards d'euros), correspondant aux pièces en euros en circulation (principalement détenues par les ménages) lorsque les administrations publiques sont responsables de leur émission ²⁴.

4 La dette publique détenue par les ménages

Des données plus granulaires permettent d'évaluer le rôle des ménages dans le financement de la dette publique. Les statistiques annuelles de finances publiques utilisées dans la précédente section ne permettent pas une telle analyse. Il n'est pas possible de distinguer la dette publique détenue directement par les ménages dans la mesure où les ménages et les sociétés non financières sont regroupés. Le rôle indirect des ménages dans le financement de la dette publique n'est pas non plus facilement observable, car cela nécessite de « faire abstraction » des intermédiaires financiers. Les comptes du secteur financier, en revanche, fournissent un cadre complet pour l'analyse du rôle des ménages dans le financement de la dette publique. La ventilation de ces comptes – données « de qui à qui » – présentent les positions financières entre secteurs et permettent, par

²³ En Grèce, les bons d'épargne et les dépôts recouvrent les dépôts à terme détenus par les ménages dans la mesure où une entité menant des activités de consignation de dépôts est reclassée parmi les administrations publiques.

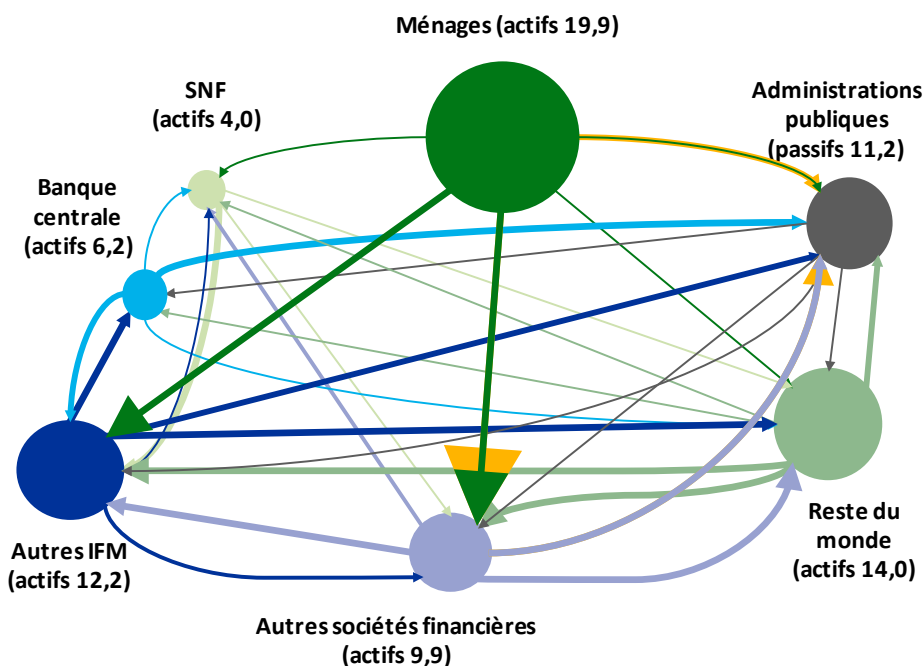
²⁴ Les administrations publiques sont responsables de l'émission des pièces dans l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de la Slovaquie et des trois États baltes, où les pièces constituent un passif de la banque centrale.

conséquent, d'avoir une vision plus complète du financement de la dette publique ²⁵. La figure 1 illustre le réseau de créances intersectorielles dans la zone euro sous la forme de dépôts, de titres de créance, de parts de fonds d'investissement et de produits d'assurance et d'épargne-retraite. Elle présente uniquement les instruments pertinents pour l'évaluation de la contribution des ménages au financement de la dette publique. Elle ne décrit toutefois pas l'intégralité du mode de financement de la dette publique, dans la mesure où les prêts ne sont pas inclus. En outre, elle ne montre pas l'ensemble des actifs financiers des ménages, leurs portefeuilles d'actions et autres participations étant exclus ²⁶. Cela étant, elle fournit un aperçu de la complexité des relations de financement dans la zone euro.

Figure 1

Financement des administrations publiques par les autres secteurs dans la zone euro sur la base des relations de financement « de qui à qui » (dépôts, titres de créance, parts de fonds d'investissement et produits d'assurance et d'épargne-retraite)

(encours ; T3 2020 ; en milliers de milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Pour l'ensemble des secteurs à l'exception des administrations publiques, la taille des nœuds est proportionnelle aux actifs combinés de chaque secteur sous la forme de dépôts, de titres de créance, de parts de fonds d'investissement et de produits d'assurance et d'épargne-retraite (à l'exclusion des créances intrasectorielles). Pour les administrations publiques, la taille du nœud est proportionnelle à ses passifs combinés sous la forme de dépôts et de titres de créance (à l'exclusion des créances intrasectorielles). Les encours de ces actifs et passifs combinés sont indiqués entre parenthèses. L'épaisseur des flèches reliant deux secteurs indique le montant total de financement d'un secteur à un autre lorsqu'on combine ces instruments. Pour l'ensemble des secteurs à l'exception des administrations publiques, la somme de flèches partant du nœud correspond à la taille du nœud. Pour les administrations publiques, la somme de flèches allant vers le nœud correspond à la taille du nœud. Seules les relations de financement combinées supérieures à 100 milliards d'euros sont représentées.

²⁵ Pour une vue d'ensemble concernant la disponibilité des données, cf. [Orientation de la Banque centrale européenne du 25 juillet 2013 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels](#) (BCE/2013/24) (JO L 2 du 07.01.2014, p. 34).

²⁶ Voir également le rapport sur le secteur des ménages : 2020 Q3, « [Quarterly report of financial and non-financial accounts for the household sector in the euro area](#) », BCE, 2021.

Encadré 2

Les actifs des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des fonds d'investissement de la zone euro sous forme de titres de créances des administrations publiques de la zone euro

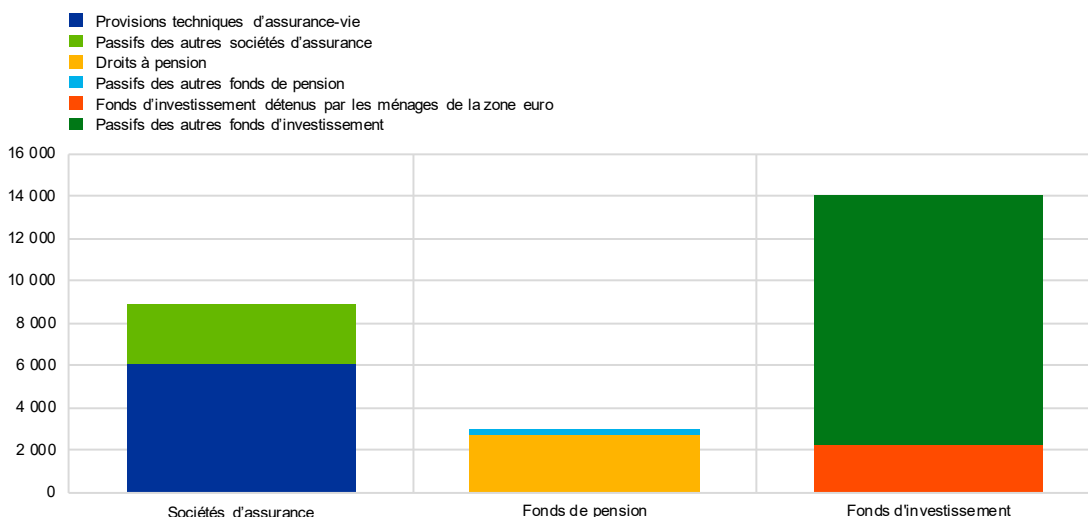
Jürgen Herr

Les passifs des sociétés d'assurance, des fonds de pension et, dans une moindre mesure, des fonds d'investissement de la zone euro sont orientés vers le secteur des ménages. Le graphique A montre que les principaux passifs des sociétés d'assurance et des fonds de pension de la zone euro sont, respectivement, des provisions techniques pour l'assurance-vie et des droits à pension. Les provisions techniques pour l'assurance-vie se sont établies à plus de 6 000 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2020 et représentent environ 70 % du total des passifs du secteur des assurances. Les fonds de pension de la zone euro ont déclaré des droits à pension d'un peu plus de 2 700 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2020, qui représentent plus de 90 % du total de leurs passifs. Plus de 98 % de ces provisions techniques pour l'assurance-vie et droits à pension concernent des résidents de la zone euro ²⁷. Les passifs des fonds d'investissement de la zone euro sont plus diversifiés. D'après les estimations, seuls 17 % environ des parts de fonds d'investissement sont détenus par des ménages de la zone euro, soit approximativement 2 300 milliards d'euros. Le graphique B présente la part croissante de ces produits au sein des actifs financiers détenus par les ménages de la zone euro sur les 13 dernières années (de 33 % en 2008 à 42 % en 2020).

Graphique A

Passifs des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des fonds d'investissement de la zone euro

(encours ; T3 2020 ; milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

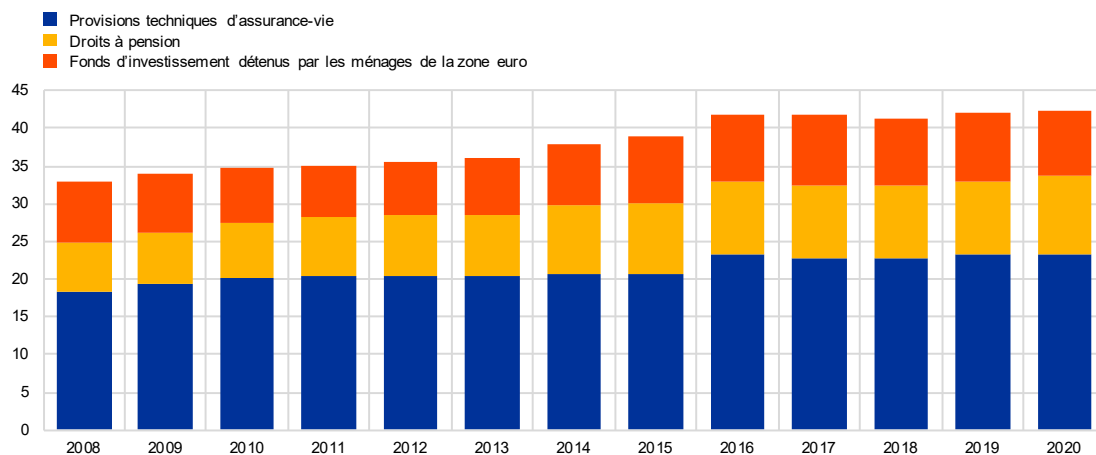
Note : Les fonds d'investissement détenus par les ménages de la zone euro sont raisonnablement proches des parts de fonds d'investissement émises par les fonds d'investissement de la zone euro et détenues par les ménages de la zone euro.

²⁷ Pour plus de détails sur les statistiques relatives aux fonds de pension, cf. Gutiérrez Curos (J.), Herr (J.), Quevedo (R.), Valadzija (M.) et Yeh (M.-L.), « [Nouvelles statistiques relatives aux fonds de pension](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

Graphique B

Part des produits des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des fonds d'investissement dans le total des actifs financiers des ménages de la zone euro

(en pourcentage du total des actifs financiers des ménages de la zone euro)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les fonds d'investissement détenus par les ménages de la zone euro sont raisonnablement proches des parts de fonds d'investissement émises par les fonds d'investissement de la zone euro et détenues par les ménages de la zone euro. Valorisation Solvabilité 2 des provisions techniques pour l'assurance-vie à compter de 2016.

Les titres de créance émis par le secteur des administrations publiques de la zone euro représentent une part significative des détentions. Le graphique C montre que les détentions de titres de créance représentent le principal poste d'actifs du bilan des sociétés d'assurance de la zone euro et plus de 40 % du total de leurs actifs financiers. Les investissements en obligations d'État de la zone euro ont dépassé 1 700 milliards d'euros. À la fin du troisième trimestre 2020, près de 65 % de ces détentions concernaient des titres de créance nationaux et présentaient par conséquent un fort « biais domestique ».

Les fonds de pension de la zone euro détiennent plus de 770 milliards d'euros de titres de créance, qui représentent environ 25 % du total de leurs actifs. Ces instruments de dette ont été émis par des non-résidents de la zone euro à hauteur d'environ 230 milliards d'euros. Les investissements en obligations d'État de la zone euro ont représenté à peu près la moitié de ces détentions de titres de créance, comme pour les sociétés d'assurance de la zone et ce, pour un montant supérieur à 400 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2020.

Les sociétés d'assurance et les fonds de pension de la zone euro détiennent également des volumes importants de dette publique de façon indirecte, via des parts de fonds d'investissement. Plus de 95 % de ces détentions ont été émises par des entités de la zone euro et sont correctement prises en compte dans les données relatives aux fonds d'investissement de la zone.

Les fonds d'investissement de la zone euro investissent également de façon significative dans les titres de créance (qui représentent 37 % environ de leurs actifs totaux). À la différence des sociétés d'assurance et des fonds de pension, les investissements sur les marchés de la dette ont une répartition géographique plus large, les titres de créance des émetteurs n'appartenant pas à la zone euro représentant plus de 50 % des détentions totales de leurs titres de créance.

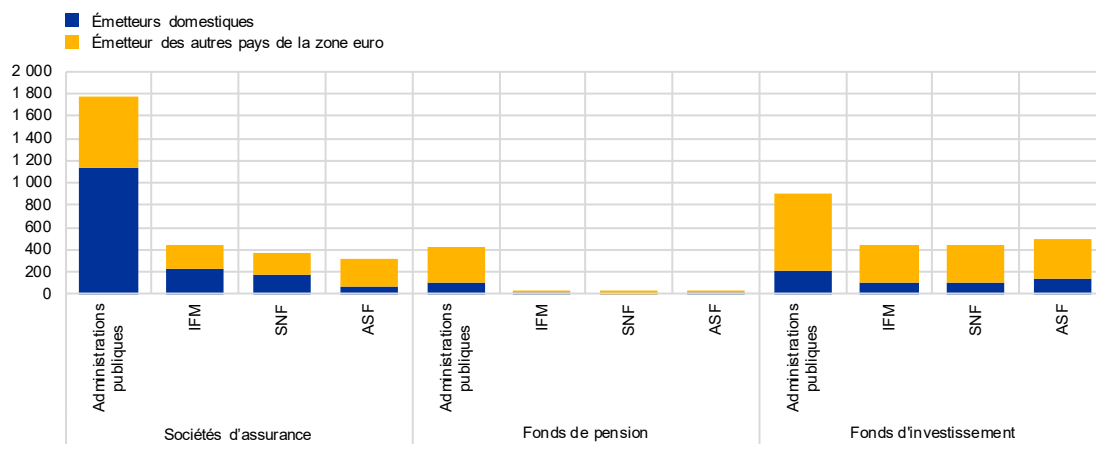
Les investissements en instruments de dette de la zone euro ont aussi concerné principalement le secteur des administrations publiques et représentent environ 900 milliards d'euros. Toutefois,

moins de 25 % seulement de ces détentions étaient liées à des services gouvernementaux nationaux à la fin du troisième trimestre 2020.

Graphique C

Détention de titres de créance de la zone euro par secteur émetteur et zone géographique

(encours ; T3 2020 ; milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : « IFM » signifie institutions financières monétaires ; « SNF » sociétés non financières ; « ASF » autres sociétés financières.

Les ménages contribuent tant directement qu'indirectement au financement de la dette publique.

Les détentions directes de dette publique par les ménages correspondent à la somme de leurs dépôts vis-à-vis des administrations publiques (cf. encadré 1) et de leurs détentions de titres de créance émis par des entités publiques. Les ménages n'octroient pas de prêts aux administrations publiques. Cependant, il n'existe pas de définition unique de la détention indirecte. Si l'on utilise une définition étroite, seules les détentions indirectes via des fonds d'investissement sont prises en compte, les individus sélectionnant ces fonds sur la base de leurs caractéristiques et, en particulier, du type d'actifs dans lequel ils investissent. Dans le cadre d'une définition très large, tous les intermédiaires financiers peuvent être pris en compte. Aux fins du présent article, nous avons choisi un champ intermédiaire. Les SAFF, en tant qu'investisseurs à long terme, acquièrent des actifs à maturité longue, en particulier des obligations souveraines, pour qu'ils correspondent au profil d'échéance de leurs passifs. Leurs actifs peuvent être considérés comme détenus indirectement par les ménages. Inversement, les investissements des IFM en dette publique ne sont pas considérés comme des actifs indirects des ménages, les banques n'utilisant pas le portefeuille d'actifs comme collatéral pour respecter leurs obligations vis-à-vis des déposants en matière de transformation des échéances. Si les ménages jouent un rôle significatif dans le financement de la dette publique en plaçant des dépôts auprès des IFM, qui les investissent ensuite en obligations des administrations publiques, une distinction est toutefois opérée entre ce canal et les détentions indirectes des ménages via les fonds d'investissements et les SAFF résidents. Cette distinction est utile pour évaluer l'importance relative de l'intermédiation financière bancaire et non bancaire.

Les détentions indirectes excluent encore plusieurs canaux importants par le biais desquels les ménages peuvent contribuer au financement de la

dette publique. Dans la figure 1, les canaux analysés sont signalés en jaune. Seules les détentions directes par les fonds d'investissement et les SAFP résidents sont prises en compte dans les détentions indirectes des ménages. Ainsi, il existe des interdépendances financières importantes au sein des ASF résidentes (par exemple des SAFP qui investissent dans des fonds d'investissement, qui investissent à leur tour en titres de créance), qui ne sont pas considérées ici comme des détentions indirectes ²⁸. De plus, une partie des fonds investis par les ménages dans des fonds non-résidents sont réinvestis en dette publique, mais ne sont pas inclus ici dans les détentions indirectes des ménages ²⁹. Afin d'enrichir l'exercice de comparaison, on inclut d'autres économies avancées, à savoir les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni ³⁰. Les données trimestrielles sont disponibles à partir de 1951 (pour les États-Unis) et de 2013 (pour les pays de la zone euro) jusqu'au troisième trimestre 2020 (pour l'ensemble des pays). Les encours étant enregistrés en valeur de marché dans les comptes financiers, alors que la dette publique est déclarée en valeur faciale, la part des détentions directes et indirectes est calculée en utilisant comme dénominateur la dette publique en valeur de marché ³¹.

²⁸ Une transparence (« *look-through* ») réelle nécessiterait de recourir à la réitération de la méthode et permettrait la suppression totale de l'intermédiation.

²⁹ Des données plus granulaires telles que les statistiques relatives à la détention de titres ([Securities Holdings Statistics](#)) permettraient d'identifier les pratiques d'investissements circulaires (*round-tripping*).

³⁰ Dans les comptes financiers des États-Unis, les *hedge funds* domestiques sont également classés dans le secteur des ménages, tandis que le SEC les considère comme des fonds d'investissement. De plus, les titres de créance des administrations publiques sont enregistrés en valeur nominale dans les bilans des comptes financiers. Pour le Royaume-Uni, les données relatives au bilan des fonds d'investissement ne sont pas disponibles sur une base désagrégée. Par conséquent, les détentions indirectes sont calculées sur la base de la détention directe des SAFP uniquement.

³¹ Pour les pays n'appartenant pas à l'UE, une dette publique est calculée sur la base d'une définition proche des normes européennes, tant en matière de titres que de périmètre des administrations publiques. Les données calculées sont proches de celles publiées par la Banque des règlements internationaux (BRI) (cf. la section du site internet de la BRI consacrée au [Credit to the non-financial sector](#)).

Tableau 2**Détention directe et indirecte de dette publique par les ménages**

(En pourcentage de la dette publique totale ; 1995-2020).

	T4 1995	T4 2000	T4 2005	T4 2010	T4 2015	T3 2020				
						Total (a)+(b)+(c)	Directe (a) + (b)			Indirecte (c)
								Dépôts (a)	Titres de créance (b)	
Belgique					13,9	9,6	0,2	0,0	0,2	9,4
Allemagne					2,3	2,4	0,2	0,0	0,2	2,2
Estonie			0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	0,0	0,0	1,0
Irlande		19,5	16,4	9,8	9,1	9,6	9,1	9,1	0,0	0,5
Grèce					2,1	2,6	1,6	1,3	0,3	1,0
Espagne		14,8	8,6	10,2	12,4	9,4	0,1	0,0	0,1	9,2
France	23,2	19,6	11,1	10,8	12,4	12,2	0,0	0,0	0,0	12,2
Italie		38,2	34,3	23,0	22,9	18,9	6,9	2,2	4,7	12,0
Chypre					2,8	2,7	2,5	0,0	2,5	0,1
Lettonie			3,5	2,4	6,8	2,8	1,2	1,1	0,1	1,7
Lituanie		2,4	12,0	8,4	6,6	2,7	1,3	0,3	1,0	1,4
Luxembourg		8,4	5,3	7,3	1,0	0,5	0,3	0,0	0,3	0,1
Malte					30,5	20,3	19,4	4,8	14,6	0,9
Pays-Bas				10,1	15,8	16,1	0,2	0,0	0,2	15,9
Autriche		6,2	2,5	2,1	2,2	1,7	0,2	0,0	0,2	1,5
Portugal		19,0	13,6	9,4	12,3	15,3	11,9	10,1	1,8	3,4
Slovénie			15,9	8,0	2,9	2,1	0,2	0,0	0,1	1,9
Slovaquie					4,7	3,2	0,1	0,0	0,1	3,1
Finlande					0,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Zone euro					15,8	15,8	2,2	1,2	1,0	13,7
États-Unis	50,3	45,1	45,0	39,5	34,4	31,5	14,5	0,6	13,9	17,0
Canada	36,8	44,6	39,9	36,8	34,7	28,6	2,9	0,6	2,3	25,7
Royaume-Uni	47,2	53,9	46,8	26,6	23,9	26,6	7,8	7,7	0,1	18,8

Sources : SEBC, Système fédéral de réserve, Statistique Canada, Office national des statistiques et calculs de la BCE.

Notes : Pour l'Irlande et le Portugal, les détentions directes des ménages n'incluent que les dépôts antérieurs à T4 2013 et T1 2013, respectivement. Pour les États-Unis, les dépôts correspondent aux *Saving Securities* (principalement des *Saving bonds* : série EE, série HH et série I) et pour le Canada, il s'agit des Obligations d'épargne du Canada. L'agrégat pour la zone euro ne correspond pas à la moyenne pondérée des États membres, car sont prises en compte non seulement les détentions directes et indirectes de dette publique nationale par les ménages, mais aussi les détentions directes et indirectes de dette publique par les autres États membres de l'UEM. La détention indirecte est obtenue en multipliant les détentions directes d'obligations souveraines nationales des SAFF et des fonds d'investissement par la part des créances vis-à-vis des ménages résidents dans le total de leurs passifs.

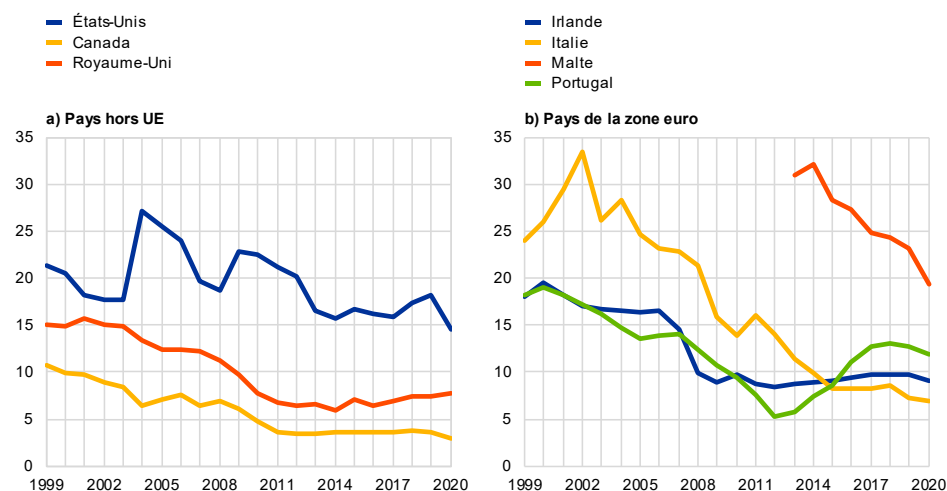
Les détentions directes de dette publique par les ménages sont relativement faibles dans la plupart des pays de la zone euro et se sont inscrites en baisse depuis l'introduction de l'euro. Le tableau 2 présente pour l'ensemble des pays la part des détentions directes de dette publique par les ménages sous forme de dépôts et de titres de créance. Comme souligné dans l'encadré 1, les détentions directes sous forme de dépôts sont très spécifiques à certains pays de la zone euro (principalement l'Irlande, l'Italie, Malte et le Portugal), mais sont également élevées aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. Le graphique 2 fait état d'une

tendance globalement orientée à la baisse de ce type de produits d'épargne ³². Cette évolution pourrait résulter du choix des administrations publiques de réduire l'ampleur de programmes de ventes de titres au détail relativement onéreux. Ces programmes offrent parfois des exonérations fiscales ou des primes d'intérêt qui les rendent plus coûteux que le financement de marché. La baisse pourrait également provenir d'une réduction de la demande dans un environnement de taux d'intérêt bas ou d'un passage à des systèmes de retraite privés. La concurrence de proches substituts émis par les banques peut également avoir contribué à ce recul. Les détentions directes sous forme de titres émis par les administrations publiques présentent également une forte hétérogénéité entre les pays, étant très élevées à Malte et aux États-Unis, et relativement élevées en Italie. Comme dans le cas des dépôts, l'émission d'obligations au détail spéciales contribue à accroître les détentions directes des ménages sous forme de titres ³³. Au total, les ménages détenaient directement 2 % environ de la dette publique dans la zone euro au troisième trimestre 2020, mais ce chiffre est proche de 20 % à Malte, de 10 % en Irlande et au Portugal et s'élevait à environ 7 % en Italie. La part de la dette publique détenue directement par les ménages était proche de 15 % aux États-Unis et de 8 % au Royaume-Uni.

Graphique 2

Détention directe de dette publique par les ménages

(en pourcentage de la dette publique totale ; 1999-2020).



Sources : SEBC, Système fédéral de réserve, Statistique Canada, Office national des statistiques et calculs de la BCE.

Notes : Pour l'Irlande et le Portugal, les détentions directes des ménages n'incluent que les dépôts antérieurs à 2013. Seuls les pays où la détention directe est ou a été proche de ou supérieure à 10 % sont inclus. La forte hausse enregistrée en 2004 aux États-Unis correspond à une rupture dans les données relatives aux obligations municipales et non aux transactions effectivement réalisées. Les dernières observations se rapportent à T3 2020.

³² Au Portugal, l'émission de nouveaux bons de caisse (*Treasury Certificates Savings Plus*) en 2013 a contribué au rebond des détentions de dépôts des ménages vis-à-vis des administrations publiques.

³³ Aux États-Unis, sans être strictement réservées aux investisseurs particuliers, les exonérations fiscales associées aux obligations des administrations locales (obligations municipales) les rendent plus attractives pour les ménages. À Malte, les investisseurs peuvent investir dans les titres publics maltais (*Malta Government Stocks*, MGS) via des adjudications concurrentielles et des candidatures particulières non concurrentielles. En Italie, l'État a émis pour la première fois en 2012 des *BTPs Italia*, qui sont des obligations indexées sur l'inflation spécialement conçues pour les investisseurs particuliers. En juin 2020, l'État a également émis de nouvelles séries d'obligations indexées sur le PIB au détail.

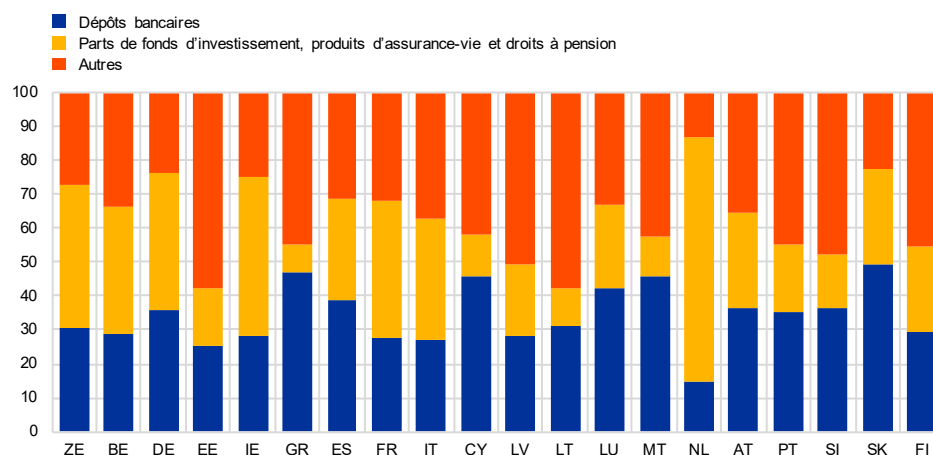
Les détentions indirectes des ménages sont moins élevées lorsque la part des banques dans l'intermédiation financière est plus importante, et plus élevées lorsque les interdépendances financières entre les autres sociétés financières sont moins fortes. Au troisième trimestre 2020, les ménages détenaient

indirectement environ 14 % de la dette publique dans la zone euro, ce qui reflète les importantes détentions de titres d'État par les fonds d'investissement et les SAFP (encadré 2). Le niveau des détentions indirectes dépend de l'importance relative des parts de fonds d'investissement et des produits des SAFP dans le total des actifs financiers des ménages. À cet égard, la part relative des dépôts bancaires est plus élevée et contribue en partie à des détentions indirectes moins élevées dans la zone euro que dans les économies telles que les États-Unis où les ASF jouent un rôle plus important dans la gestion de l'épargne des ménages. Au sein des pays de la zone euro, ce facteur explique les détentions indirectes plus faibles en Allemagne, en Espagne, à Chypre, à Malte, en Autriche, au Portugal et en Slovaquie, et plus élevées aux Pays-Bas, où les fonds de pension sont particulièrement développés (graphique 3). Le niveau de détentions indirectes est également influencé par la stratégie d'investissement des fonds d'investissement et des SAFP, à savoir dans quelle mesure ils investissent directement dans des actifs émis par le secteur non financier pour couvrir leurs besoins de financement (administrations publiques ou sociétés non financières, par exemple), ou dans quelle mesure ils investissent en fonds d'investissement qui *in fine* investissent en créances émises par le secteur non financier. Le graphique 4 montre que dans la zone euro, l'intensité des interdépendances financières entre les ASF varie selon les pays et contribue au niveau plus faible des détentions indirectes en Allemagne, aux Pays-Bas, en Autriche et en Finlande dans la mesure où seules les détentions directes de dette publique par les fonds d'investissement et les SAFP sont prises en compte.

Graphique 3

Composition des actifs financiers des ménages par instrument dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du total des actifs financiers ; T3 2020)



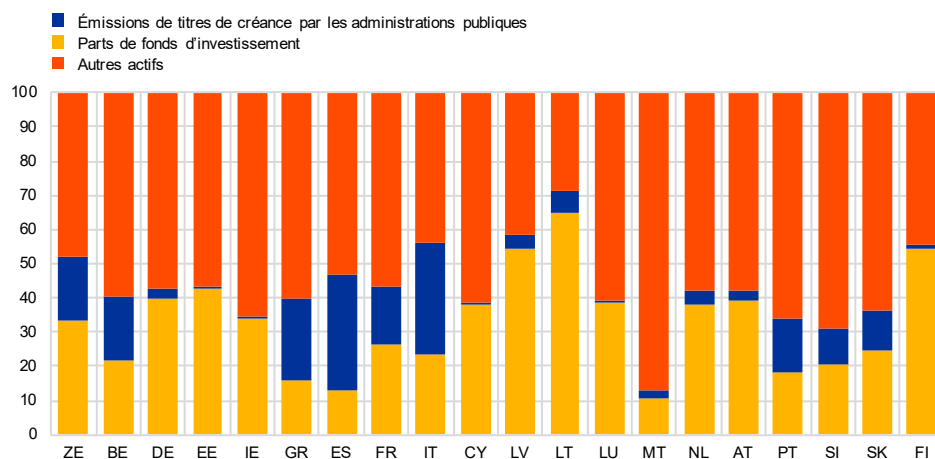
Sources : BCE, Eurostat, et calculs de la BCE.

Note : « Autres » recouvre les billets de banque, les titres de créance, les actions et autres participations, les prêts accordés par les ménages à l'ensemble des secteurs institutionnels et les autres comptes à recevoir.

Graphique 4

Composition des actifs financiers des SAFP par instrument dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du total des actifs financiers ; T3 2020)



Sources : BCE, Eurostat, et calculs de la BCE.

Note : « Autres » recouvre les billets de banque, les titres de créance émis par les secteurs autres que les administrations publiques, les actions et autres participations, les prêts accordés par les SAFP à l'ensemble des secteurs institutionnels et les autres comptes à recevoir.

Les détentions totales de dette publique par les ménages sont significatives et concentrées au sein des ménages les plus riches.

Au troisième trimestre 2020, les ménages détenaient de façon tant directe qu'indirecte environ 16 % de la dette publique dans la zone euro, près de 20 % à Malte et en Italie, de 15 % au Portugal et de 12 % en France (tableau 2).

Aux États-Unis, les ménages détiennent environ un tiers de la dette publique, tandis qu'au Canada et au Royaume-Uni, cette part est proche d'un quart.

S'agissant des pays de la zone euro, l'enquête sur les finances et la consommation des ménages³⁴ montre qu'au sein de chaque pays, les détentions de titres de créance publics concernent le haut de la distribution des revenus³⁵ (graphique 5)³⁶. Les ménages appartenant aux 20 % de revenus les plus élevés ont une plus forte propension à détenir des obligations émises par les administrations publiques. La propension globale à détenir ce type d'actifs est très faible dans la plupart des pays de la zone euro, mais il existe une hétérogénéité entre les pays dans la mesure où la propension à détenir des obligations émises par les administrations publiques est relativement élevée en

³⁴ L'enquête sur les finances et la consommation des ménages collecte des informations sur les actifs, les passifs, le revenu et la consommation des ménages. Cf. « *The Household Finance and Consumption Survey: results from the 2017 wave* », *Statistics Paper Series*, n° 36, BCE, 2020.

³⁵ Compte tenu de l'inégalité de la distribution de la richesse des ménages et du fait que certains instruments financiers sont presque exclusivement détenus (et en grande quantité) par les ménages les plus riches, la plupart des pays appliquent un suréchantillonnage des ménages riches dans leurs enquêtes. La partie supérieure de la distribution de la richesse pourrait néanmoins rester sous-représentée. Cf. Chakraborty (R.), Kavonius (I.), Pérez-Duarte (S.) et Vermeulen (P.), « *Is the top tail of the wealth distribution the missing link between the Household Finance and Consumption Survey and national accounts?* », *Working Paper Series*, n° 2187, BCE, 2018.

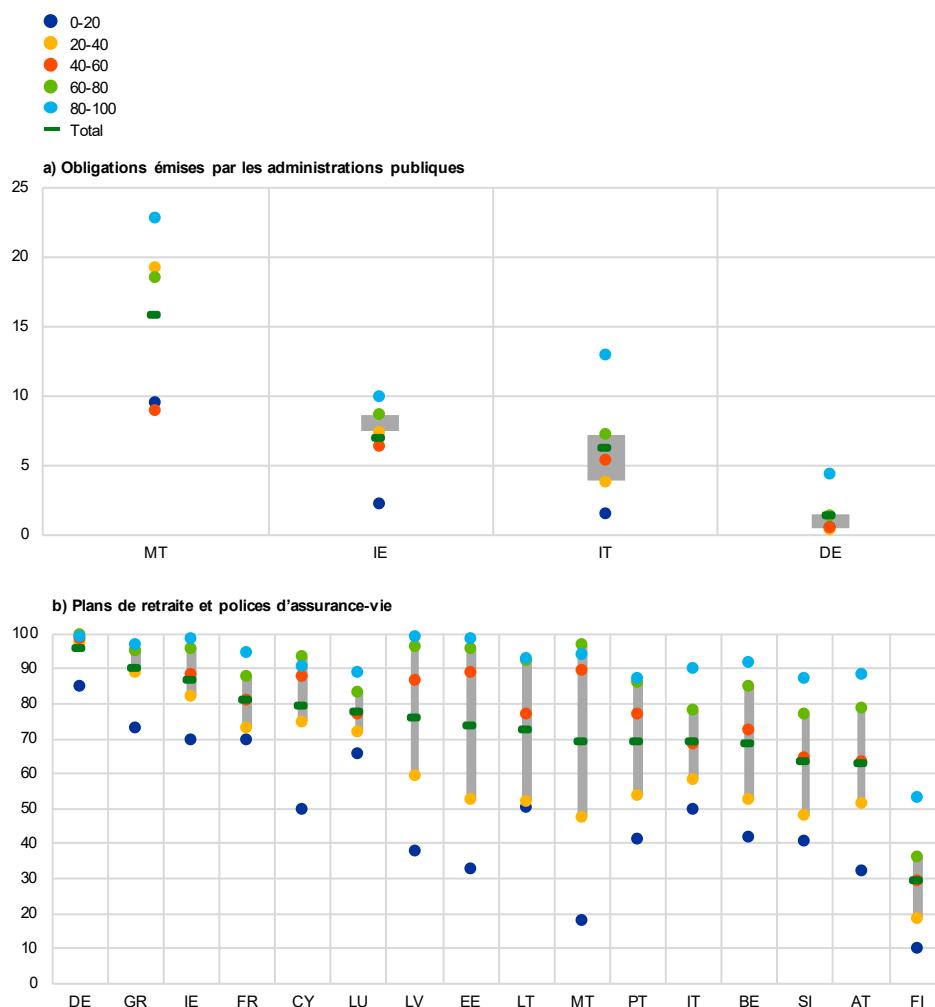
³⁶ L'enquête sur les finances et la consommation des ménages ne contribue pas à expliquer les différences entre pays au sein de la zone euro. Compte tenu des ventilations disponibles dans cette enquête, seule la propension à détenir les instruments concernés peut être évaluée et les montants détenus correspondants ne sont pas disponibles. Il est donc impossible de calculer les détentions directes et indirectes à partir des données tirées de l'enquête.

Irlande, en Italie et à Malte. De plus, les ménages appartenant aux 20 % de revenus les plus élevés ont une plus forte propension à détenir au moins un plan de retraite ou une police d'assurance-vie. Cette situation indique que ces détentions indirectes présentent également un biais en faveur des ménages les plus riches. La culture et la sophistication financières et le recours à des conseils financiers professionnels jouent un rôle important dans la composition du patrimoine des ménages et dans le rendement des investissements des ménages et constituent sans doute un déterminant important de ce biais ³⁷.

Graphique 5

Propension des ménages à détenir des actifs financiers par quintile de revenu

(propension en pourcentage par quintile de revenu)



Source : Enquête sur les finances et la consommation des ménages, résultats de la vague d'enquête de 2017.

Notes : La partie a) présente la proportion de ménages détenant des obligations émises par les administrations centrales ou les autres administrations pour les cinq quintiles de revenus. Seuls les pays pour lesquels le total des détentions est supérieur à 1 % sont présentés. La partie b) présente la proportion de ménages détenant au moins un plan de retraite ou une police d'assurance-vie. Les données pour l'Espagne ne sont pas encore disponibles. Pour les Pays-Bas et la Slovaquie, la propension à détenir au moins un plan de retraite ou une police d'assurance-vie s'élève à pratiquement 100 % pour tous les quintiles de revenu. Les barres verticales grises présentent une fourchette de la propension à la détention des ménages à revenus intermédiaires entre le 20^e et le 80^e quintile de revenu. Les pays sont classés en fonction de leur propension totale à détenir les actifs financiers concernés.

³⁷ Cf. Stolper (O.A.) et Walter (A.), « *Financial literacy, financial advice, and financial behavior* », *Journal of Business Economics*, vol. 87, n° 5, 2017, p 581-643.

5 Conclusion

Au cours des deux dernières décennies, la structure par détenteur de la dette publique a évolué, sous l'effet de l'intégration financière, des crises économiques et des réponses de politique économique. Durant les premières phases de l'UEM, l'intégration financière croissante a entraîné une hausse des détentions transfrontières de dette publique. La crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont conduit à une forte réduction des investissements de portefeuille au détriment des pays de la zone perçus comme étant en difficulté. Ce phénomène a amplifié les mécanismes d'interaction négative entre les pays souverains et les banques, dans la mesure où la santé financière des banques et des pays souverains est liée. L'importance des ASF dans le financement de la dette publique s'est également accrue au fil du temps et les changements structurels et institutionnels (tels que le vieillissement de la population et l'établissement de piliers de retraites) ont contribué à la hausse des investissements en produits de retraite et d'assurance-vie. Enfin, les achats de titres d'État réalisés par l'Eurosystème ont contribué à la réduction de la part des détentions de dette publique par les non-résidents et les banques, qui s'est amorcée en 2015.

La part des détentions directes et indirectes de dette publique par les ménages est importante et a évolué elle aussi. La part de la dette publique détenue directement par les ménages est relativement faible pour l'ensemble de la zone euro (2 % au troisième trimestre 2020), mais elle est plus élevée dans plusieurs pays de la zone et dans d'autres économies avancées, reflétant notamment des différences institutionnelles et les politiques d'offre (par exemple, l'émission d'obligations au détail ou de bons de caisse spécifiques). Toutefois, le rôle des ménages dans le financement de la dette publique va au-delà des détentions directes. Si l'on considère les détentions indirectes par le biais de fonds d'investissement et de SAEP, le rôle des ménages dans le financement de la dette publique est plus important dans la plupart des pays de la zone euro (près de 16 % au troisième trimestre 2020).

Ioana Duca-Radu et Sara Testi ¹

1 Introduction

Les systèmes de règlement brut en temps réel (RTGS) nécessitent généralement des montants importants de liquidité pour faciliter le règlement des paiements sur une base brute ². Dans le même temps, le règlement sur une base brute ³ présente des avantages pour le système de paiement en réduisant le risque de crédit ⁴ et, plus généralement, le risque systémique. Pour ces raisons, TARGET2 ⁵, le système RTGS de l'Eurosystème qui traite les paiements en monnaie de banque centrale libellés en euros, règle également les paiements sur une base brute. Pour permettre aux participants d'optimiser l'utilisation de la liquidité et de réduire leurs besoins de liquidité, TARGET2 présente plusieurs caractéristiques : des mécanismes permettant d'économiser la liquidité ⁶. En outre, lorsque la liquidité sur leurs comptes n'est pas suffisante, les participants à TARGET2 peuvent recourir à la ligne de crédit intrajournalier, qui est proposée par l'Eurosystème contre des garanties éligibles et ne supporte pas de charge d'intérêt.

Les participants à TARGET2 peuvent également contribuer à optimiser leur utilisation de la liquidité en gérant activement leur liquidité intrajournalière. En coordonnant leurs paiements entrants et sortants, les participants à TARGET2 peuvent limiter leurs besoins de liquidité et utiliser plus efficacement leurs ressources de liquidité. Les participants au système de paiement peuvent puiser dans trois sources de liquidité pour financer leurs paiements : a) les paiements entrants, c'est-à-dire les flux reçus d'autres participants ; b) les soldes positifs disponibles sur leurs comptes – les « réserves de banque centrale » ; et c) la liquidité supplémentaire accessible via la ligne de crédit intrajournalier.

¹ Les auteurs du présent article sont membres de l'un des groupes d'utilisateurs ayant accès aux données de TARGET2 conformément à l'article 1, paragraphe 2, de la décision BCE/2010/9 de la Banque centrale européenne du 29 juillet 2010 relative à l'accès à certaines données de TARGET2 et à leur utilisation. La BCE, le comité des infrastructures de marché et le comité des paiements et des infrastructures de marché se sont assurés que l'article respectait les règles de confidentialité des données au niveau des transactions définies par le comité des infrastructures de marché en vertu de l'article 1, paragraphe 4, de la décision mentionnée précédemment.

² Une autre caractéristique des systèmes RTGS est que les paiements sont réglés en continu, c'est-à-dire en temps réel. Dès qu'un paiement est réglé, il devient définitif et irrévocable, de sorte que la liquidité peut être immédiatement réutilisée par le bénéficiaire.

³ Pour qu'un paiement soit réglé sur une base brute, c'est-à-dire un par un, le compte débité, à savoir le compte de l'émetteur du paiement, doit disposer de liquidité en quantité suffisante.

⁴ Le risque de crédit est le risque qu'une contrepartie, participant ou toute autre entité, ne soit pas en mesure de remplir pleinement ses obligations financières à l'échéance ou à tout moment à venir.

⁵ Pour de plus amples informations sur TARGET2, son fonctionnement et son importance pour les établissements de crédit de la zone euro, cf. l'article intitulé « [La répartition de la liquidité et le règlement dans TARGET2](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

⁶ Par exemple, un mécanisme bien connu permettant d'économiser la liquidité est l'algorithme de compensation multilatérale qui permet d'apparier et de compenser les paiements entre plusieurs participants, réduisant ainsi leurs besoins de liquidité.

L'utilisation des différentes sources de liquidité est variable selon les participants et peut l'être également en fonction de facteurs exogènes, tels que les décisions de politique monétaire. Les taux d'intérêt fixés par la banque centrale peuvent avoir une incidence sur le coût des sources de liquidité, et en particulier des réserves de banque centrale, la détention de liquidité sur ce compte pouvant supporter le coût d'opportunité lié au fait de ne pas la placer sur le marché interbancaire. Dans le même temps, le crédit intrajournalier, ou toute mise en garantie auprès de l'Eurosystème, supporte le coût d'opportunité d'avoir une garantie éligible immobilisée à cette fin. L'utilisation des paiements entrants est la source de liquidité la moins chère, car elle n'entraîne aucun coût. Les mesures prises par la banque centrale ayant une incidence sur le niveau des réserves de banque centrale constituent également un facteur important. Lorsque les réserves de banque centrale ⁷ augmentent de manière significative, il est moins nécessaire pour les participants de synchroniser leurs paiements. C'est actuellement le cas pour les banques de la zone euro en raison des divers instruments de politique monétaire déployés par l'Eurosystème ⁸ pour maintenir la stabilité des prix dans un contexte de faiblesse prolongée de l'inflation.

Le présent article examine l'utilisation de la liquidité dans TARGET2 depuis juin 2008. Aux fins de cet article, l'utilisation de la liquidité est un terme large utilisé pour tous les aspects susceptibles de refléter l'efficacité de l'utilisation des sources de liquidité des participants. L'analyse de ces aspects peut aider à comprendre les implications du niveau élevé des réserves de banque centrale dans TARGET2 pour le bon règlement des paiements et la manière dont ce type de régime a modifié le comportement des banques en matière de règlement des paiements dans TARGET2.

Le reste de l'article est structuré de la manière suivante : la section 2 présente quelques considérations d'ordre général sur l'utilisation de la liquidité au fil du temps ; la section 3 porte sur les particularités de la gestion de la liquidité intrajournalière par les banques, ainsi que sur l'incidence des décisions de politique monétaire sur la gestion de la liquidité intrajournalière ; la section 4 présente des éléments de conclusion.

2 Vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2

La vitesse de circulation de la liquidité donne une bonne indication de l'utilisation globale de la liquidité dans un système de paiement. La vitesse de circulation de la liquidité dans un système de paiement est la valeur des paiements

⁷ Dans TARGET2, les réserves de banque centrale disponibles sur les comptes des participants dans TARGET2 peuvent être entièrement utilisées pour régler les paiements, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de distinction entre utilisation de réserves obligatoires et d'excédents de réserves. Les obligations en matière de réserves obligatoires doivent être satisfaites au cours de la période de constitution.

⁸ Par exemple, le programme d'achats d'actifs (APP), les trois séries d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et, plus récemment, le lancement du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) pour contrer l'incidence baissière de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation.

effectués pour chaque unité de liquidité utilisée pour régler des paiements⁹, et elle indique essentiellement combien de fois une unité de liquidité, en l'occurrence un euro, change de propriétaire en moyenne en un jour. La liquidité utilisée recouvre les réserves de banque centrale disponibles sur les comptes TARGET2, qui sont activement utilisées pour régler les paiements, ainsi que la liquidité tirée sur la ligne de crédit intrajournalier, c'est-à-dire les découverts¹⁰. Plusieurs composantes ont une influence sur la vitesse de circulation de la liquidité : a) les mécanismes permettant d'économiser la liquidité disponibles dans le système de paiement, qui constituent généralement un facteur constant dans le temps ; b) la manière dont les participants au système de paiement gèrent leur liquidité pour respecter leurs obligations de paiement ; et c) le montant des réserves de banque centrale dont disposent les participants pour régler les paiements. Dans la pratique, la vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2 est mesurée par le rapport entre la valeur totale des paiements réglés et la liquidité utilisée pour leur règlement. Le montant de liquidité utilisé dépend de la gestion intrajournalière de la liquidité par chaque participant, c'est-à-dire de la mesure dans laquelle le participant synchronise les paiements entrants et sortants. Toutefois, en fonction du niveau des réserves de banque centrale, il est plus ou moins nécessaire pour un participant de gérer sa liquidité de la manière la plus efficace, c'est-à-dire de synchroniser les paiements entrants avec les paiements sortants. Ainsi, la liquidité utilisée varie au gré de la liquidité disponible dans le système. La liquidité disponible sur les comptes TARGET2 des participants est à peu près égale à l'ensemble des réserves de banque centrale disponibles dans le système bancaire¹¹.

La vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2 a diminué dans le contexte de la hausse des réserves de banque centrale résultant du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème (APP) et, plus récemment, du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), ainsi que de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III). L'indicateur de vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2 a diminué, revenant de 5,1 en mars 2015 à 3,0 en novembre 2020, la majeure partie de la baisse ayant eu lieu entre mars et septembre 2015 (graphique 1).

Des évolutions similaires ont également eu lieu pendant et après la crise de la dette souveraine. La vitesse de circulation de la liquidité a diminué entre 2011 et 2012 dans un contexte de hausse du niveau des réserves de banque centrale résultant du recours massif aux deux opérations de refinancement à très long terme d'une durée de trois ans (VLTRO) effectuées par l'Eurosystème. Début 2013, la vitesse de circulation de la liquidité a recommencé à augmenter à la suite des remboursements

⁹ Dans cet article, nous appliquons la méthodologie utilisée par Benos (E.), Garratt (R.) et Zimmerman (P.), « *Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers* », *Working Paper Series*, n° 451, Bank of England, 2012. D'autres solutions existent dans la littérature, dans lesquelles, par exemple, la vitesse de circulation de la liquidité est calculée par rapport à la liquidité disponible, cf. également Garratt (R.), Antoine (M.) et McAndrews (J.), « *Turnover in Fedwire Funds Has Dropped Considerably since the Crisis, but it's Okay* », Technical Report, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, août 2014.

¹⁰ En pratique, il s'agit de la somme des positions débitrices nettes positives maximales (paiements sortants moins paiements entrants) sur les comptes TARGET2. Dans cet article, nous mesurons les positions débitrices nettes toutes les minutes. Il s'agit néanmoins d'une approximation et il existe d'autres méthodes pour la mesurer.

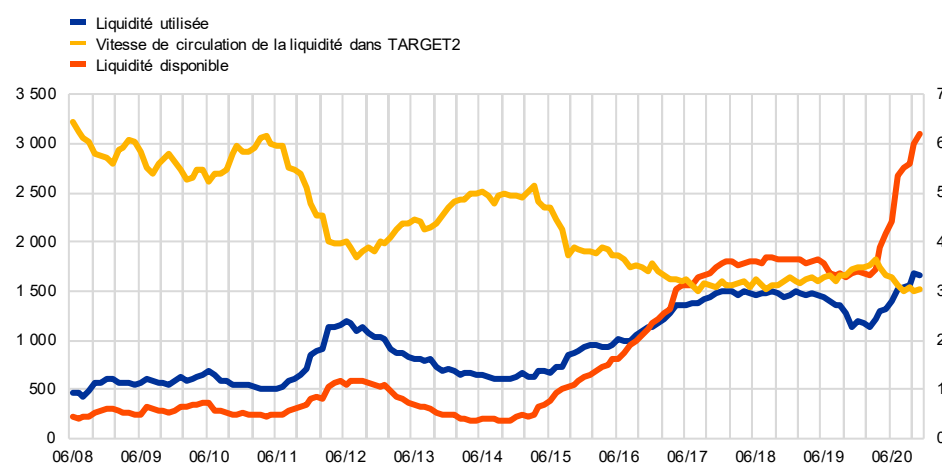
¹¹ Dans plusieurs publications, la liquidité disponible inclut également la ligne de crédit intrajournalier dont dispose le participant. Dans cet article, les deux notions sont examinées séparément.

anticipés des opérations de refinancement à très long terme, qui ont entraîné une diminution des réserves de banque centrale. Le recul constaté entre mars et août 2020 s'explique par les mesures de relance supplémentaires adoptées par l'Eurosystème dans le contexte de la pandémie de coronavirus (COVID-19), notamment le PEPP et les TLTRO-III. Dans l'ensemble, il existe une tendance au ralentissement de la vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2, qui pourrait également avoir été renforcée par l'introduction, en octobre 2008, de l'approche d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions pour garantir une offre de liquidité élastique. Ces évolutions montrent que la vitesse de circulation de la liquidité de TARGET2 est fortement et négativement corrélée ¹² avec les réserves de banque centrale disponibles, qui sont elles-mêmes corrélées positivement avec la liquidité utilisée.

Graphique 1

Liquidité utilisée et disponible par rapport à la vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2

(axe des ordonnées : liquidité utilisée et liquidité disponible, en milliards d'euros (échelle de gauche) ; vitesse de circulation de la liquidité (échelle de droite) ; axe des abscisses : mois)



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.

Note : Le graphique couvre la période allant de juin 2008 à novembre 2020 avec une périodicité mensuelle.

Depuis décembre 2016, la liquidité utilisée pour les paiements dans TARGET2 est restée inférieure à la liquidité disponible dans TARGET2.

L'écart entre la liquidité utilisée et la liquidité disponible n'a cessé de s'accroître depuis lors, avec une forte hausse courant 2020 sous l'effet des programmes de relance supplémentaires – en particulier le PEPP et les TLTRO-III – mis en œuvre par l'Eurosystème pour faire face aux conséquences de la crise de la COVID-19 (graphique 1). Plus précisément, en novembre 2020, l'écart s'élevait à 1 435,2 milliards d'euros. Par rapport à mars 2015, la liquidité utilisée en 2020 a été multipliée par 2,6, et la liquidité disponible par 12,8. Il est intéressant de noter qu'avant novembre 2016, la liquidité utilisée était encore plus élevée que les réserves de banque centrale sur les comptes TARGET2 en raison de l'utilisation du crédit intrajournalier. Au cours de cette période, la taille globale de la ligne de crédit

¹² Le coefficient de corrélation est de $-0,82$.

intrajournalier était plus élevée qu'elle ne l'est actuellement, et les découverts ont été beaucoup plus utilisés pour régler les paiements ¹³.

Toutes ces observations indiquent qu'à l'heure actuelle, les participants à TARGET2 seraient également en mesure de régler des paiements dans TARGET2 avec des soldes de compte inférieurs. En fait, à titre de comparaison, en 2020, la valeur des paiements réglés n'était supérieure, en moyenne ¹⁴, que de 5,4 % à la valeur réglée en 2012, tandis que la liquidité disponible était supérieure de 304,0 % et que la liquidité utilisée était supérieure de 29,7 %. Cela indique clairement que les réserves de banque centrale sont actuellement supérieures à ce dont les banques ont besoin pour remplir leurs obligations de paiement ¹⁵. Dans le même temps, la vitesse de circulation de la liquidité s'est également établie à sa plus faible valeur historique fin 2020. Ainsi, les données historiques montrent qu'à terme, les banques pourraient régler leurs paiements avec un niveau de réserves de banque centrale plus faible. Dans la section suivante, nous expliquons plus en détail comment les banques participant à TARGET2 utilisent les sources de liquidité dont elles disposent.

3 Sources de financement des paiements

Vue d'ensemble de l'utilisation des sources de financement

Pour financer leurs paiements, les participants à TARGET2 peuvent s'appuyer sur trois sources de financement : a) les paiements entrants ; b) le solde du compte, c'est-à-dire les réserves de banque centrale disponibles sur leur compte TARGET2 ; et c) le crédit intrajournalier ¹⁶. Les paiements entrants sont considérés comme finançant les paiements sortants lorsque ces derniers sont réglés dans la même minute que la réception des flux entrants. Il s'agit là d'un concept également appelé « recyclage de la liquidité » dans la littérature sur les paiements. Lorsque les paiements sortants dépassent les paiements entrants reçus au cours de la même minute, ils sont considérés comme financés par le solde du compte, sous réserve d'une liquidité disponible en quantité suffisante sur le compte. Lorsque les paiements entrants et le solde du compte ne suffisent pas pour régler les paiements sortants, les paiements sortants restants sont financés par la ligne de crédit intrajournalier. L'ensemble des sources de financement des paiements est également dénommé « capacité de paiement ». Comme indiqué dans l'introduction, les banques doivent généralement gérer activement leurs sources de liquidité au

¹³ Cf. Duca-Radu (I.) et Polo Friz (L.), « *La répartition de la liquidité et le règlement dans TARGET2* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

¹⁴ À des fins de comparabilité, noter que seules les données de janvier à novembre ont été prises en compte, celles de décembre 2020 n'étant pas encore disponibles.

¹⁵ Soulignons que les réserves de banque centrale sont, globalement, déterminées par les mesures de politique monétaire et que leur niveau dépend des décisions de la banque centrale.

¹⁶ Pour déterminer quantitativement la taille des sources de financement, nous appliquons la méthodologie de McAndrews (J.) et Rajan (S.), « *The timing and financing of Fedwire Funds transfers* », *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, juillet 2000. Contrairement à la méthodologie adoptée dans ce document, nous utilisons des intervalles d'une minute pour améliorer la précision des calculs.

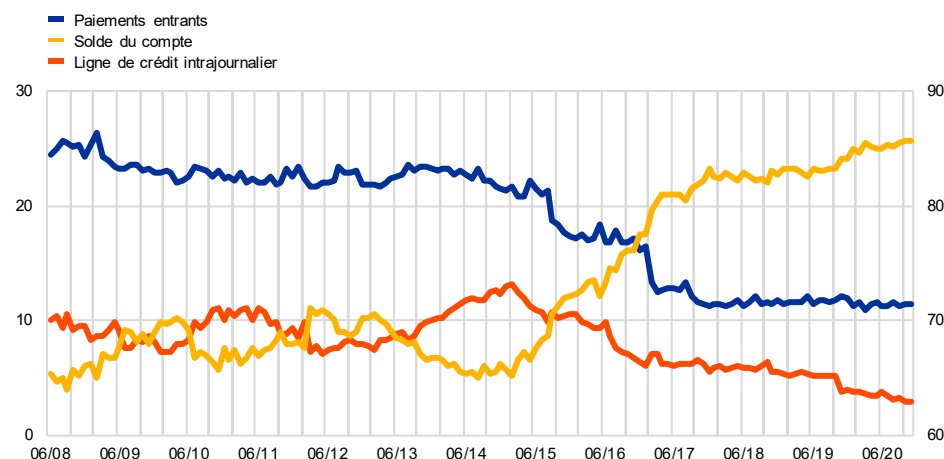
cours de la journée afin de disposer de capacités suffisantes pour régler les paiements et pour réduire les coûts de liquidité.

Dans TARGET2, la principale source de financement des paiements est le solde du compte ¹⁷. Au cours de la période analysée, les participants ont financé, en moyenne, 73,0 % de leurs paiements au moyen de la liquidité disponible sur le solde de leur compte, tandis que les paiements entrants ont constitué la deuxième source de financement, couvrant en moyenne 18,8 % des paiements sortants (graphique 2). Le crédit intrajournalier a servi à fournir des liquidités pour 8,1 % des opérations sortantes. Le fait que les participants à TARGET2 ne dépendent du crédit intrajournalier que dans une très faible mesure indique que le risque de liquidité intrajournalier pour les participants à TARGET2 est faible.

Graphique 2

Sources de financement des paiements dans TARGET2

(axe des ordonnées : paiements entrants et ligne de crédit intrajournalier, pourcentages (échelle de gauche) ; solde du compte, pourcentages (échelle de droite))



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.

Note : Le graphique couvre la période allant de juin 2008 à novembre 2020 avec une périodicité mensuelle.

L'utilisation du solde du compte s'est accrue au fil du temps, tandis que celle des paiements entrants et du crédit intrajournalier a diminué. Ces évolutions ont notamment coïncidé avec la hausse des niveaux de liquidité agrégée dans TARGET2 résultant des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème. Après l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) en mars 2015, l'utilisation des soldes intrajournaliers est passée, en moyenne, de 67,6 % à 79,4 %, tandis que celle des paiements entrants a diminué, revenant, en moyenne, de 23,0 % à 13,0 %. Dans le même temps, le recours au crédit intrajournalier a diminué, revenant de 9,4 % en moyenne au cours de la période antérieure à l'introduction du PSPP à 6,6 % au cours de la période suivante, et il a été inférieur à 4,0 % au cours de la dernière année sous revue. Les réserves de banque centrale devenant abondantes et l'activité du marché monétaire plus faible,

¹⁷ Il convient de noter que les résultats fournis dans la présente section et dans la suite de l'article reposent sur un sous-échantillon de participants à TARGET2, à savoir ceux qui se procurent techniquement un crédit intrajournalier dans TARGET2 par l'intermédiaire de la ligne de crédit intrajournalier, la méthodologie utilisée ne permettant de distinguer les trois sources de financement des paiements que de cette manière.

ces évolutions sont plutôt naturelles. Premièrement, elles indiquent une moindre nécessité pour les participants à TARGET2 de se concentrer sur les pratiques de gestion de la liquidité intrajournalière, mais ce comportement devrait s'inverser une fois que les réserves de banque centrale auront retrouvé des niveaux plus faibles. Deuxièmement, elles montrent qu'il est également moins nécessaire pour les banques de recourir à la ligne de crédit intrajournalier, ce qui entraîne une nouvelle réduction du risque de liquidité intrajournalière pour les participants à TARGET2.

Des évolutions comparables en matière de financement des paiements ont également été observées dans d'autres systèmes RTGS dans le monde, en raison de niveaux plus élevés des réserves de banque centrale. Dans le cas de Fedwire, le système RTGS géré par la Réserve fédérale, à la suite de la forte hausse des réserves amorcée en 2009, le financement des paiements par les soldes des comptes propres a presque triplé, tandis que la part des paiements financés par les découverts a fortement diminué ¹⁸. Dans le système CHAPS (*Clearing House Automated Payments System*), le système RTGS exploité par la Banque d'Angleterre, l'utilisation de fonds propres – définis comme des soldes de réserves et la ligne de crédit intrajournalier – pour effectuer des paiements n'a augmenté que de façon limitée à la suite du lancement de son programme d'assouplissement quantitatif en mars 2009 ¹⁹. Les participants britanniques sont réputés avoir principalement recours au recyclage de la liquidité pour financer leurs paiements. Il convient de reconnaître que la méthodologie utilisée pour l'analyse CHAPS n'est pas la même que celle du présent article, mais ces différences peuvent également s'expliquer par le fait que le système britannique fonctionne par paliers ²⁰, ainsi que par des recommandations portant sur les flux de traitement qui obligent les banques à régler une partie de la valeur journalière de leurs paiements dans des créneaux horaires fixes.

Le comportement en matière de financement des obligations de paiement varie considérablement entre les différentes communautés de participants à TARGET2. Le recours aux paiements entrants est élevé en Finlande, en Allemagne et en Italie, couvrant en moyenne au moins un tiers de leur trafic sortant. En revanche, le recyclage des liquidités est très faible en Belgique, aux Pays-Bas, en France et en Slovaquie, où cette source de financement des paiements est utilisée pour moins de 3,4 % des paiements sortants. Le crédit intrajournalier semble être utilisé à plus grande échelle en Slovaquie, où la ligne de crédit intrajournalier est la plus utilisée, avec 21,5 %, ainsi qu'en Allemagne, au Luxembourg et en Belgique, alors que son utilisation est relativement limitée au Portugal et en Irlande. Dans le même temps, tous les pays utilisent de manière prépondérante les soldes des comptes, l'Allemagne et la Finlande étant les deux pays à faire un usage plus équilibré des soldes des comptes et des paiements entrants, avec une différence de

¹⁸ Cf. Garratt (R.), Antoine (M.) et McAndrews (J.), « *Turnover in Fedwire Funds Has Dropped Considerably since the Crisis, but it's Okay* », Technical Report, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, août 2014.

¹⁹ Cf. Benos (E.) et Harper (G.), « *Recycling is good for the liquidity environment: Why ending QE shouldn't stop banks from being able to make CHAPS payments* », Bank Underground, mai 2016.

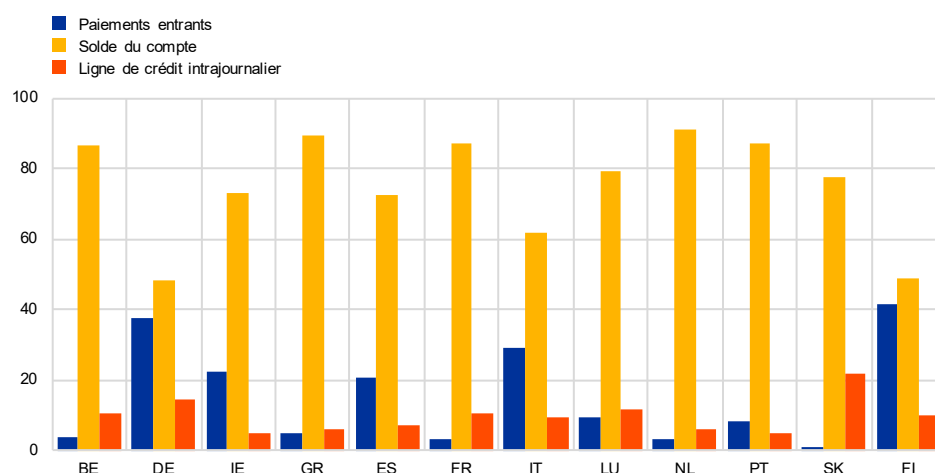
²⁰ Dans la participation par paliers à un système de paiement, un participant direct de ce système fournit des services permettant à d'autres participants d'accéder indirectement au système. Les participants connectés indirectement bénéficient donc des services de compensation et de règlement offerts par l'intermédiaire des participants directs.

moins de 11 points de pourcentage entre les deux. Ces évolutions donnent à penser que les pratiques de gestion de la liquidité intrajournalière sont hétérogènes entre les communautés bancaires nationales de la zone euro. Ces différences pourraient être dues à la structure spécifique du secteur bancaire de chaque pays et à la manière dont cela se reflète dans sa participation à TARGET2 ²¹. La suite de cette section présente une analyse plus approfondie des facteurs à l'origine de cette utilisation hétérogène des sources de financement.

Graphique 3

Recours moyen aux sources de financement des paiements pour les différentes communautés bancaires nationales

(axe des ordonnées : pourcentages)



Sources : TARGET2, calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les valeurs moyennes quotidiennes sur la période allant de juin 2008 à novembre 2020. Seuls les pays de la zone euro pour lesquels les données sont suffisamment représentatives figurent dans le graphique.

L'utilisation relative des sources de financement des paiements diffère selon les caractéristiques propres aux banques.

Les banques de plus petite taille, c'est-à-dire les banques figurant dans le premier quartile de l'échantillon classé selon le total des actifs, semblent, en moyenne, avoir davantage recours au solde sur leur compte pour régler les paiements sortants que les grandes banques (tableau 1). Cela peut s'expliquer par le fait que les banques de plus petite taille ont généralement une activité plus faible dans TARGET2 et font donc face à des difficultés plus importantes pour recycler leur liquidité. Les paiements entrants sont principalement utilisés comme source de financement par les banques de taille moyenne, c'est-à-dire les banques des deuxième et troisième quartiles par le total des actifs, avec une moyenne de 23,2 % ²². Les grandes banques, c'est-à-dire les banques du quatrième quartile par le total des actifs, en revanche, semblent avoir davantage recours aux découverts que les autres, avec une moyenne de 9,1 %. Cette conclusion est conforme aux résultats par modèle d'activité bancaire, les banques d'investissement et d'entreprises ainsi que les banques d'importance systémique mondiale (EISm) et les banques universelles ayant également plus

²¹ En Allemagne, par exemple, un grand nombre de petites caisses d'épargne ne sont pas connectées à TARGET2.

²² Avant le démarrage du PSPP en mars 2015, l'utilisation des paiements entrants par ce groupe de banques était encore plus élevée, s'établissant à 28,7 %.

largement recours aux découverts. Les banques de plus grande taille et les banques d'entreprises bénéficient de pools de garanties plus importants pour couvrir leurs besoins de liquidité intrajournalière, ce qui leur offre plus de souplesse pour utiliser cette source particulière de financement des paiements. En raison de la nature de leur activité, ces participants sont également plus susceptibles de régler des transactions de montants élevés, ce qui accroît la probabilité qu'ils utilisent la ligne de crédit intrajournalier pour couvrir des obligations de paiement spécifiques. En outre, les grandes banques peuvent offrir des services de correspondant bancaire ²³ pouvant générer des flux de paiement difficiles à prévoir. Les prêteurs diversifiés et les prêteurs de détail sont en mesure d'apparier leurs paiements entrants avec leurs paiements sortants dans une proportion importante, soit, respectivement, 22,8 % et 24,5 %, ce qui réduit le coût d'opportunité du financement de leur activité dans TARGET2. Ces banques bénéficient généralement d'un échéancier de paiement plus prévisible, ce qui leur permet de synchroniser une proportion plus élevée de transactions. Par rapport aux autres participants, elles concentrent également leurs paiements sur un laps de temps plus court et ont tendance à régler leurs paiements plus tôt dans la journée.

Tableau 1

Recours moyen aux sources de paiement selon les caractéristiques des banques

(pourcentages)

	TOTAL DES ACTIFS				MODÈLE D'ACTIVITÉ			
	1 ^{er} quartile	2 ^e quartile	3 ^e quartile	4 ^e quartile	ElSm/Univ.	Invest./Entreprises	Prêteur diversifié	Prêteur de détail
Paiements entrants	18,5	23,1	23,3	18,6	15,0	14,6	22,8	24,5
Solde du compte	75,9	70,1	68,7	72,3	77,1	75,8	70,4	69,6
Crédit intrajournalier	5,5	6,8	7,9	9,0	7,9	9,6	6,8	5,8

Sources : TARGET2, Orbis, BCE, calculs de la BCE.

Notes : En raison de la disponibilité des données, les résultats présentés sont calculés sur la base d'un sous-échantillon réduit à environ un tiers des participants à TARGET2 retenus pour cette analyse. Si le comportement global du sous-échantillon est conforme à celui observé au niveau du système, les niveaux des indicateurs individuels peuvent être différents.

Le recyclage de la liquidité est plus intense au début de la journée TARGET2 puis à nouveau, sur la période précédant la fin de journée.

Au cours des deux premières heures de la journée, lorsque l'activité est très soutenue ²⁴, les participants à TARGET2 financent de 19 % à 26 % de leurs paiements en utilisant la liquidité entrante (graphique 4). Durant la journée, l'utilisation des paiements entrants est plus faible, pour augmenter de nouveau au cours de la dernière heure de transactions, lorsque sont réglées principalement les opérations liées à l'activité interbancaire et les opérations de gestion de la liquidité, pour lesquelles un rapprochement est plus facile. L'utilisation des soldes sur les comptes reflète parfaitement les paiements entrants et atteint son maximum à 17h00, heure d'Europe centrale, où elle s'établit à 84,4 %. Le recours au crédit intrajournalier diminue régulièrement à partir de 13h00, heure d'Europe centrale, et atteint un

²³ Une banque correspondante est une banque prestataire de services de règlement pour le compte d'une autre banque.

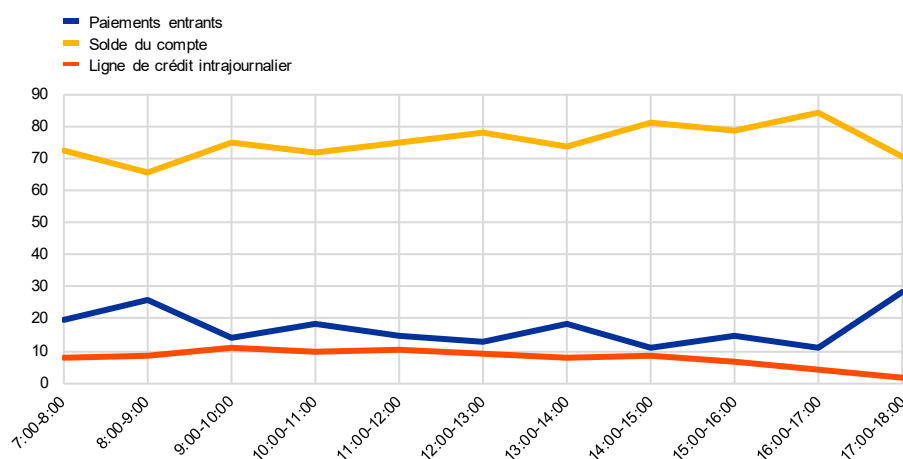
²⁴ Environ 20 % de la valeur totale des paiements dans TARGET2 sont réglés dans les deux premières heures de la journée.

niveau très bas vers la fin de la journée TARGET2, soit 1,4 % entre 17h00 et 18h00, heure d'Europe centrale. Il s'agit d'un point important, car cela dénote un faible risque que les banques ne soient pas en mesure de rembourser leurs positions négatives à l'approche de la fin de journée. Si les banques étaient dans l'incapacité de rembourser leurs positions négatives, elles devraient : a) avoir recours à la facilité de prêt marginal, ce qui suppose l'application d'un taux d'intérêt – dans le cas des contreparties éligibles aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ayant accès à la facilité de prêt marginal ; ou b) être soumises à un taux d'intérêt de pénalité – dans le cas des participants à TARGET2 n'ayant pas accès à la facilité de prêt marginal ²⁵.

Graphique 4

Profil intrajournalier des sources de financement dans TARGET2

(pourcentages)



Sources : TARGET2, calculs de la BCE.

Note : Le graphique présente les valeurs moyennes quotidiennes sur la période allant de juin 2008 à novembre 2020.

Analyse, au niveau des banques individuelles, des facteurs qui influencent l'utilisation des différentes sources de financement des paiements

Pour comprendre ce qui influence l'utilisation hétérogène des sources de financement des paiements, une analyse des données de panel a été réalisée au niveau des banques individuelles à l'aide de données recueillies selon une fréquence quotidienne (tableau 2). Les sources de financement des paiements font apparaître la part des paiements sortants réglés à l'aide d'une source spécifique, c'est-à-dire les paiements entrants, le solde du compte ou le crédit intrajournalier, et elles sont exprimées en pourcentage. L'analyse en données de panel permet de prendre en compte simultanément plusieurs caractéristiques propres à une banque, comme : a) la valeur réglée ; b) le solde de début de journée ; c) le montant de la ligne de crédit intrajournalier ; et d) la taille du réseau de

²⁵ Cf. annexe III, octroi de crédit intrajournalier, à l'Orientation BCE/2012/27 de la Banque centrale européenne du 5 décembre 2012 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2) (JO L 30, 30.01.2013, p. 1).

la banque ²⁶ ; ainsi que d'autres facteurs plus généraux : e) le taux d'intérêt au jour le jour, qui donne le coût de la liquidité ; et f) une variable dummy pour rendre compte du démarrage de l'APP ²⁷, qui équivaut à un changement de régime en termes de niveaux de réserves des banques centrales de l'Eurosystème.

La disponibilité des réserves de banque centrale sur le compte TARGET2 pèse négativement sur l'utilisation des paiements entrants et du crédit intrajournalier comme sources de financement, mais positivement sur l'utilisation du solde du compte.

Plus précisément, une augmentation de 1 milliard d'euros du solde de début de journée sur un compte TARGET2 réduit la proportion des paiements réglés par un participant via les paiements entrants de 0,2 point de pourcentage environ (tableau 2, « Solde de début de journée », (1) et (2)) et via le crédit intrajournalier de 0,6 à 0,7 point de pourcentage environ (tableau 2, « Solde de début de journée », (4) à (6)). Dans le même temps, une augmentation de 1 milliard d'euros du solde de début de journée accroît l'utilisation du solde du compte de 0,7 à 0,9 point de pourcentage environ (tableau 2, « Solde de début de journée », (7) à (9)). Ces résultats confortent les conclusions au niveau agrégé qui ont été évoquées dans la section précédente. Le solde de début de journée disponible sur les comptes des banques a considérablement augmenté depuis l'introduction de l'APP en 2015, et, selon l'analyse des données de panel au niveau des banques individuelles, cela a entraîné une diminution de 5,8 points de pourcentage, en moyenne, de l'utilisation des paiements entrants comme source de financement des paiements, une diminution de 2,2 points de pourcentage de l'utilisation du crédit intrajournalier et une augmentation de 8,0 points de pourcentage de l'utilisation du solde du compte (tableau 2, « APP », (3), (6) et (9)). Ces résultats sont non seulement statistiquement significatifs, mais démontrent également l'incidence notable de l'APP sur l'utilisation des différentes sources de financement des paiements par les participants à TARGET2.

²⁶ La taille du réseau d'une banque se mesure comme le nombre moyen de contreparties avec lesquelles chaque banque interagit quotidiennement dans TARGET2.

²⁷ Une approximation du démarrage de l'APP est fournie par le démarrage du PSPP en mars 2015, étant donné que le PSPP est le programme qui a eu la plus forte incidence sur les niveaux des réserves de banque centrale parmi ceux mis en œuvre dans le cadre de l'APP.

Tableau 2

Facteurs affectant les différentes utilisations des sources de financement des paiements – Analyse des données de panel au niveau des banques individuelles

	Paiements entrants			Crédit intrajournalier			Solde du compte		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Valeur réglée	0,150* (0,062)	0,136* (0,080)	0,100 (0,175)	0,083 (0,347)	0,075 (0,387)	0,064 (0,464)	-0,233* (0,060)	-0,212* (0,077)	-0,163 (0,159)
Solde de début de journée	-0,238*** (0,004)	-0,185** (0,014)	-0,095 (0,134)	-0,680*** (0,000)	-0,652*** (0,000)	-0,625*** (0,000)	0,917*** (0,000)	0,837*** (0,000)	0,720*** (0,001)
Taille du réseau	0,044** (0,010)	0,044*** (0,009)	0,023 (0,155)	0,032*** (0,007)	0,032*** (0,005)	0,024*** (0,033)	-0,076*** (0,000)	-0,076*** (0,000)	-0,048*** (0,011)
Montant de la ligne de crédit intrajournalier	0,067*** (0,001)	0,065*** (0,001)	0,042** (0,020)	0,138*** (0,002)	0,137*** (0,002)	0,129*** (0,002)	-0,205*** (0,000)	-0,202*** (0,000)	-0,171*** (0,000)
Taux au jour le jour		1,838*** (0,000)			0,964*** (0,000)			-2,801*** (0,000)	
APP			-5,821*** (0,000)			-2,199*** (0,000)			8,020*** (0,000)
Constante	15,520*** (0,000)	15,340*** (0,000)	19,656*** (0,000)	6,594*** (0,000)	6,498*** (0,000)	8,156*** (0,000)	77,886*** (0,000)	78,167** (0,000)	72,188*** (0,000)
R²	0,007	0,014	0,032	0,026	0,027	0,029	0,032	0,039	0,054
Nombre d'observations	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570	1 632 570

Sources : BCE, TARGET2 et calculs de la BCE.

Notes : Les données couvrent la période allant de juin 2008 à novembre 2020. Le taux des opérations en blanc au jour le jour est mesuré par l'Eonia jusqu'au 1^{er} octobre 2019, puis par l'€STR. Les résultats présentés s'appuient sur des régressions à effets fixes. La numérotation (1) à (9) représente les spécifications utilisées pour chacune des régressions. Chaque spécification utilise un ensemble différent de facteurs de régression qui sont clairement identifiés par la présence d'un coefficient. Les erreurs types robustes sont présentées entre parenthèses. *** p<0,01 ; ** p<0,05 ; * p<0,1

La taille du réseau d'une banque a un effet positif sur sa capacité à synchroniser les paiements entrants avec les paiements sortants.

L'effet est statistiquement significatif et relativement important : l'élargissement à hauteur de 70 contreparties du réseau d'une banque – équivalant à un écart type du nombre de contreparties pour les différents participants, calculé en moyenne dans le temps – se traduit par une augmentation de quelque 2,8 points de pourcentage de l'utilisation des paiements entrants comme source de financement (tableau 2, « Taille du réseau », (1) et (2)). Dans le même temps, la taille du réseau semble faire évoluer à la baisse l'utilisation du solde du compte (tableau 2, « Taille du réseau » (7) à (9)), l'effet étant encore plus fort – mais de signe opposé – que celui sur l'utilisation des paiements entrants. Le fait de compter un plus grand nombre de contreparties crée davantage de possibilités de synchronisation des paiements. De même, le règlement d'un plus grand nombre de paiements a une incidence positive sur l'utilisation des paiements entrants comme source de financement – le volume plus important de transactions facilite l'obtention de liquidités pouvant être réutilisées pour financer les obligations à payer – alors qu'il a l'effet inverse sur l'utilisation du solde du compte (tableau 2 « Valeur réglée », (1) à (3) et (7) à (9)).

Une augmentation du montant de la ligne de crédit intrajournalier est associée à une diminution du financement des paiements via le solde du compte et à une utilisation plus importante des paiements entrants et du crédit intrajournalier. Lorsqu'elles opèrent avec une liquidité limitée sur le solde de leur

compte, les banques peuvent accroître leur capacité de paiement soit en synchronisant leurs paiements sortants avec leurs paiements entrants, soit en accroissant le montant de leur ligne de crédit intrajournalier. Le montant de la ligne de crédit, qui n'est pas soumise à intérêts, dépend du montant des garanties constituées auprès de l'Eurosystème. Les participants fixent la ligne de crédit intrajournalier en début de journée et peuvent la modifier avec souplesse tout au long de la journée. Le montant de la ligne de crédit n'est pas nécessairement synonyme d'une nécessité d'accroître la capacité de paiement : les grandes banques laissent généralement d'importants portefeuilles de garanties dans le pool de l'Eurosystème quand ces garanties ne sont pas utilisées par ailleurs. La ligne de crédit pouvant fluctuer au cours de la journée, le montant quotidien de la ligne de crédit intrajournalier ouverte à chaque participant fait l'objet d'une approximation dans l'analyse des données de panel à l'aide de la valeur maximale atteinte au cours de la journée. Les modifications intrajournalières n'étant pas prises en compte, on pourrait faire valoir que la variable est exogène à la gestion de la liquidité intrajournalière. Les valeurs du tableau 2 montrent qu'une augmentation de la taille de la ligne de crédit est associée à un recours plus important au crédit intrajournalier et aux paiements entrants. Cela indique que le montant de la ligne de crédit est modifié pour accroître la capacité de paiement, ou que, lorsqu'elle est disponible, la ligne de crédit fait l'objet de tirages plus fréquents. Les résultats confirment également que, lorsque la nécessité s'en fait sentir, les participants investissent davantage dans la synchronisation de leurs paiements (tableau 2, « Montant de la ligne de crédit intrajournalier », (1) à (6)).

Une augmentation du taux d'intérêt au jour le jour se traduit par un accroissement de l'utilisation des paiements entrants et du crédit intrajournalier et une diminution de l'utilisation du solde du compte. Lorsque la banque centrale absorbe les réserves et que leur coût augmente, cela crée généralement une incitation pour les banques à prêter sur le marché monétaire, ce qui réduit les soldes sur leurs comptes individuels au profit d'opportunités de prêt rentables. Elles se retrouvent ainsi avec moins de réserves de banque centrale sur leurs comptes TARGET2, ce qui accroît la probabilité qu'elles aient recours à d'autres sources pour régler leurs paiements sortants. De même, dans le cas des banques emprunteuses, une augmentation du coût des réserves de banque centrale incite à utiliser des sources de financement des paiements autres que les soldes sur leurs comptes. L'utilisation des paiements entrants comme source de financement n'engendre aucun coût, tandis que pour le crédit intrajournalier, même s'il n'est pas soumis à intérêts, il existe un coût associé au fait qu'une garantie soit immobilisée à cette fin. Cela crée ensuite une incitation pour les banques à gérer activement leurs réserves de banque centrale. Selon l'analyse des données de panel au niveau des banques individuelles, une augmentation de 1 point de pourcentage du taux au jour le jour est associée à une augmentation de 1,8 point de pourcentage de l'utilisation des paiements entrants ou de 1,0 point de pourcentage de l'utilisation de la ligne de crédit intrajournalier (tableau 2, « Taux au jour le jour », (2) et (5)). Au contraire, l'utilisation des réserves de banque centrale diminue lorsque le taux au jour le jour augmente, ce qui laisse penser que lorsque le coût des réserves de banque centrale est élevé, les banques préfèrent générer une capacité de paiement supplémentaire

en synchronisant mieux leurs paiements ou en utilisant le crédit intrajournalier, deux possibilités moins coûteuses que l'emprunt de fonds sur le marché monétaire.

4 Conclusion

L'utilisation de la liquidité dans TARGET2 a considérablement évolué depuis 2008, principalement en raison du niveau des réserves de banque centrale disponibles dans le système. La vitesse à laquelle la liquidité circule dans TARGET2 a diminué au fil du temps, en particulier lorsque le niveau des réserves de banque centrale a augmenté durant la crise de la dette souveraine et, par la suite, après l'introduction de l'APP, ainsi que, plus récemment, avec les mesures de relance supplémentaires prises dans le cadre de la pandémie de COVID-19. À l'évidence, la vitesse de circulation de la liquidité fluctue avec le montant des réserves de banque centrale disponibles dans le système, car, en présence de niveaux plus élevés de réserves de banque centrale, les banques ont tendance à utiliser davantage de liquidité pour régler les paiements, bien qu'un volume de paiements comparable puisse être réglé même dans le cas de niveaux de réserves de banque centrale disponibles plus faibles. Pour que cela soit possible, on pourrait envisager, par exemple, que les banques synchronisent plus efficacement leurs paiements entrants avec leurs paiements sortants ou qu'elles aient recours à la ligne de crédit intrajournalier dans des proportions plus importantes. Néanmoins, la liquidité utilisée pour effectuer les paiements a augmenté à un rythme plus lent que la liquidité disponible, ce qui s'est traduit par un volume important de réserves de banque centrale sur les comptes TARGET2, qui n'est pas pour l'heure activement utilisé pour régler les paiements.

Bien que la plupart des paiements dans TARGET2 soient financés à l'aide de la liquidité disponible sur le compte, l'interaction entre les différentes sources de financement varie au fil du temps, selon les pays et les caractéristiques des banques. En moyenne, sur l'ensemble de la période analysée, les participants à TARGET2 ont financé 73,0 % de leurs paiements à l'aide de la liquidité disponible sur leur compte (solde du compte), 18,8 % en utilisant les paiements entrants et 8,1 % en utilisant le crédit intrajournalier. Les réserves de banque centrale devenant abondantes, une proportion plus élevée de paiements sortants a été réglée à l'aide du solde du compte, ce qui confirme l'argumentation développée précédemment pour expliquer la diminution de la vitesse de circulation de la liquidité dans TARGET2. L'utilisation de la liquidité diffère non seulement selon le niveau des réserves de banque centrale disponibles, mais aussi selon les caractéristiques des banques. Les banques de petite taille font face à des difficultés plus importantes pour synchroniser les paiements entrants et sortants, ce qui peut être la conséquence d'une activité plus faible dans TARGET2 et d'un plus petit nombre de connexions. Dans le même temps, les banques de plus grande taille, comme les banques d'importance systémique mondiale et les banques d'entreprises, utilisent plus largement la ligne de crédit intrajournalier, car elles bénéficient d'un pool de garanties plus important. En outre, les pratiques de gestion de la liquidité intrajournalière diffèrent considérablement selon les communautés bancaires nationales de la zone euro.

Une analyse des données de panel au niveau des banques individuelles fournit une quantification de l'incidence des décisions de politique monétaire et des caractéristiques d'un participant sur l'utilisation de la liquidité dans TARGET2.

Le fait que des niveaux plus élevés de réserves de banque centrale soient disponibles se traduit par une diminution du recyclage de la liquidité entrante et un recours accru au solde du compte. L'analyse des données de panel montre que, depuis 2015, le recyclage des paiements entrants a diminué, en moyenne, de 5,8 points de pourcentage, tandis que le recours au solde du compte pour le règlement des paiements a augmenté, en moyenne, de 8,0 points de pourcentage. Le recours au crédit intrajournalier a, quant à lui, diminué de 2,2 points de pourcentage. Un recours plus faible au crédit intrajournalier dans TARGET2 est généralement considéré comme un facteur de réduction du risque de liquidité pour les participants et de diminution de la probabilité que la facilité de prêt marginal soit utilisée en fin de journée, cette dernière impliquant un coût pour les participants. En revanche, un resserrement des taux directeurs est associé à un accroissement du recyclage des paiements et à un moindre recours au solde du compte. Plus précisément, une augmentation du coût des réserves de banque centrale incite les banques à gérer plus activement leur liquidité intrajournalière en utilisant pour leurs paiements des sources de financement autres que le solde sur leur compte. Au niveau des participants, ce qui fait la différence en termes de capacité à mieux synchroniser les paiements, c'est la taille du réseau ou le montant des paiements à régler, offrant dans les deux cas davantage de possibilités de recycler la liquidité.

En conclusion, avec l'accroissement des réserves de banque centrale, l'utilisation de la liquidité dans TARGET2 a été moins efficiente, les banques ayant moins d'incitations à gérer activement leur liquidité intrajournalière.

C'est logique, la nécessité pour les banques de synchroniser leurs paiements ou d'avoir recours au crédit intrajournalier se faisant moins sentir en présence de soldes plus élevés sur leur compte et de faibles coûts d'opportunité ainsi que de possibilités réduites d'utiliser différemment ces soldes. Les données historiques montrent toutefois que, lorsque des niveaux plus faibles de réserves de banque centrale ont été observés, les participants ont été à même d'utiliser leur liquidité de manière plus efficiente. Il est donc probable que, dans l'hypothèse d'une réduction des réserves de banque centrale, les participants seront en mesure de revenir à une gestion plus active de la liquidité intrajournalière, contribuant ainsi à la poursuite du bon règlement des paiements dans TARGET2.

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⁾						IPC						
	(variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						(variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,3	-9,9	-4,8	2,3	-6,6	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 T1	-3,2	-1,3	-2,8	-0,6	-9,7	-3,8	2,1	2,2	2,1	0,2	0,5	5,0	1,1
T2	-6,6	-9,0	-19,5	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
T3	7,8	7,5	16,9	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
T4	2,1	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 Octobre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Novembre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
Décembre	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 Janvier	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
Février	-	-	-	-	-	-	1,7	1,6	1,7	0,4	-0,4	.	0,9
Mars	-	-	-	-	-	-	.	.	2,6	.	.	.	1,3

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises 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
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,6	3,2	6,0
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,7	-4,5
2020 T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,5	-8,5	-8,4
T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,8	8,8	6,8
T4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,3	4,8	3,7
2021 T1	54,3	59,3	.	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,2	.	.	.
2020 Octobre	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,7	54,3	50,4	7,3	8,1	6,5
Novembre	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,6	5,6	6,6	4,4
Décembre	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,4	4,3	4,8	3,7
2021 Janvier	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,4	4,9
Février	54,2	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	.	.	.
Mars	55,3	59,7	.	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,6	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 Septembre	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Octobre	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Novembre	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
Décembre	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10
2021 Janvier	-0,56	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,22	-0,08
Février	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09
Mars	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 Septembre	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Octobre	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Novembre	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
Décembre	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 Janvier	-0,62	-0,70	-0,75	-0,74	-0,51	0,19	0,99	0,46	-0,78	-0,82	-0,58	-0,04
Février	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32
Mars	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37

Source : Calculs de la BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx											États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	21697,2
2020	360,0	3274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	22703,5
2020 Sept.	359,2	3260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	23306,9
Oct.	355,1	3180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	23451,4
Nov.	377,7	3391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	25384,9
Déc.	394,0	3530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	26773,0
2021 Janv.	403,1	3592,2	877,5	251,5	170,7	91,6	140,8	734,6	743,4	391,6	254,3	835,5	28189,1
Fév.	410,0	3667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	29458,8
Mars	422,4	3813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	29315,3

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2020	Mars	0,02	0,36	0,31	0,64	5,60	16,19	5,47	5,45	5,88	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
	Avril	0,02	0,36	0,23	0,73	5,38	16,06	3,60	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
	Mai	0,02	0,36	0,24	0,70	5,26	16,06	4,12	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
	Juin	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
	Juillet	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
	Août	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
	Septembre	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
	Octobre	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
	Novembre	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
	Décembre	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021	Janvier	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33
	Février ^(p)	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,10	5,24	5,81	1,97	1,30	1,49	1,27	1,33	1,59	1,31

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 (TAE³⁾).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 2)}

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	Mars	0,00	-0,08	0,25	1,98	1,90	2,18	1,97	1,57	1,51	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,97	2,00	1,16	1,70	1,61	0,92	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
	Mai	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,87	1,21	1,62	1,54	0,86	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
	Juin	0,00	-0,12	0,32	1,94	1,89	1,50	1,79	1,55	1,13	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
	Juillet	0,00	-0,18	0,27	1,86	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,24	1,17	1,38	1,52
	Août	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
	Septembre	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,95	2,11	1,94	1,55	1,43	1,49	1,22	1,32	1,31	1,52
	Octobre	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,95	2,21	1,96	1,56	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
	Novembre	-0,01	-0,20	0,42	1,83	2,00	2,01	1,98	1,58	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
	Décembre	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,04	1,94	1,94	1,62	1,43	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021	Janvier	-0,01	-0,14	0,39	1,83	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,51
	Février ^(p)	-0,01	-0,21	0,26	1,84	1,99	2,01	1,95	1,59	1,45	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

		Encours							Émissions brutes ¹⁾						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admini- strations pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- strations pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2018		1215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019		1283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020		1527	454	144	.	97	714	118	457	180	70	.	45	114	49
2020	Septembre	1691	511	165	.	113	754	146	474	203	63	.	43	126	40
	Octobre	1662	504	161	.	114	742	141	416	202	46	.	36	93	40
	Novembre	1630	493	158	.	116	731	132	418	217	40	.	37	83	41
	Décembre	1527	454	144	.	97	714	118	347	176	60	.	30	51	31
2021	Janvier	1582	495	139	.	99	718	131	478	232	45	.	37	121	43
	Février	1540	474	141	.	102	702	121	354	149	42	.	32	103	27
Long terme															
2018		15745	3687	3162	.	1247	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019		16312	3817	3398	.	1321	7151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020		17243	3892	3172	.	1450	8004	725	295	68	71	.	27	114	16
2020	Septembre	17286	3946	3179	.	1461	8006	694	315	65	80	.	27	124	19
	Octobre	17287	3937	3203	.	1456	7978	713	275	47	78	.	27	91	32
	Novembre	17267	3915	3187	.	1456	7987	722	219	42	63	.	18	79	17
	Décembre	17243	3892	3172	.	1450	8004	725	204	40	104	.	17	36	7
2021	Janvier	17360	3897	3177	.	1459	8091	736	318	90	55	.	21	133	19
	Février	17537	3906	3207	.	1465	8208	751	305	56	67	.	18	144	19

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2018		16959,8	4189,8	3332,2	.	1318,5	7445,8	673,5	7024,3	465,0	1099,2	5460,1
2019		17594,9	4366,8	3578,5	.	1405,9	7557,2	686,5	8587,9	538,4	1410,6	6638,9
2020		18770,3	4346,3	3315,7	.	1546,6	8718,5	843,1	8448,2	469,3	1341,0	6638,0
2020	Septembre	18976,9	4457,9	3344,5	.	1574,0	8760,5	839,9	7537,2	364,9	1127,7	6044,6
	Octobre	18948,7	4440,3	3364,1	.	1570,0	8720,1	854,1	7230,8	348,2	1100,2	5782,4
	Novembre	18897,2	4408,0	3344,4	.	1572,7	8717,8	854,2	8232,3	448,2	1313,7	6470,4
	Décembre	18770,3	4346,3	3315,7	.	1546,6	8718,5	843,1	8448,2	469,3	1341,0	6638,0
2021	Janvier	18941,4	4392,2	3315,4	.	1558,0	8809,1	866,7	8331,3	446,6	1316,9	6567,8
	Février	19077,0	4380,4	3347,5	.	1566,9	8910,0	872,1	8652,2	520,6	1405,6	6726,0
Taux de croissance												
2018		1,9	1,7	3,0	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019		3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020		7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2020	Septembre	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
	Octobre	8,2	2,5	4,5	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
	Novembre	7,5	1,7	2,6	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,2	1,1
	Décembre	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2021	Janvier	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,4	1,5	0,0	4,5	1,0
	Février	7,6	-0,3	3,5	.	10,8	11,8	25,1	1,7	0,0	4,7	1,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,7	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,5	93,9	119,4	94,0
2020 T2	98,8	93,1	93,2	88,5	81,7	94,0	118,1	93,3
T3	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,4	121,7	95,6
T4	101,3	94,9	95,3	90,1	75,6	94,0	122,3	95,7
2021 T1	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5
2020 Octobre	101,4	94,9	95,4	—	—	—	122,4	95,8
Novembre	100,7	94,4	94,7	—	—	—	121,6	95,2
Décembre	101,9	95,4	95,9	—	—	—	123,0	96,1
2021 Janvier	101,4	95,6	95,8	—	—	—	122,4	96,2
Février	100,8	94,8	95,1	—	—	—	121,5	95,3
Mars	100,4	94,4	94,9	—	—	—	121,3	95,0
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2021 Mars	-0,3	-0,4	-0,2	—	—	—	-0,2	-0,4
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2021 Mars	1,5	1,4	1,6	—	—	—	2,9	2,0

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 T2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
T3	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
T4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 T1	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2020 Octobre	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Novembre	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
Décembre	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
2021 Janvier	7,873	7,565	26,141	7,439	359,194	126,308	4,533	0,893	4,8732	10,095	1,079	1,217
Février	7,814	7,573	25,876	7,437	358,151	127,493	4,497	0,873	4,8750	10,089	1,086	1,210
Mars	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2021 Mars	-0,9	0,1	1,2	0,0	2,1	1,5	2,3	-1,6	0,3	0,8	1,9	-1,6
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2021 Mars	-0,3	0,1	-1,5	-0,5	5,8	8,8	3,6	-4,0	1,2	-6,5	4,5	7,6

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)													
2020	T1	27 543,9	27 617,6	-73,7	11 321,4	9 344,7	8 906,1	11 168,3	-98,6	6 548,6	7 104,6	866,3	15 535,9
	T2	28 197,7	28 206,3	-8,5	11 372,0	9 477,9	9 860,0	11 935,5	-71,0	6 131,8	6 792,9	905,0	15 289,1
	T3	28 109,8	28 049,0	60,8	11 175,1	9 326,8	9 998,3	12 030,1	-97,0	6 123,9	6 692,1	909,6	15 127,9
	T4	28 403,2	28 312,0	91,1	11 065,0	9 292,4	10 685,8	12 286,4	-86,2	5 858,8	6 733,2	879,8	14 846,5
encours en pourcentage du PIB													
2020	T4	250,8	250,0	0,8	97,7	82,1	94,4	108,5	-0,8	51,7	59,5	7,8	131,1
Flux													
2020	T1	576,4	573,2	3,2	-60,5	-66,3	-133,8	51,5	11,1	755,1	588,1	4,6	-
	T2	140,1	113,0	27,1	68,9	178,3	380,5	200,4	40,8	-353,3	-265,7	3,2	-
	T3	182,1	83,1	98,9	23,8	-0,7	96,2	74,7	-31,8	90,5	9,1	3,4	-
	T4	-7,2	-129,9	122,7	-119,2	3,8	342,5	-259,6	-19,2	-213,4	125,9	2,1	-
2020	Septembre	-31,3	-78,6	47,3	-45,7	-15,0	22,1	12,2	-7,8	-2,5	-75,7	2,6	-
	Octobre	91,3	39,5	51,8	-7,1	-65,4	74,8	-11,3	2,4	18,2	116,1	2,9	-
	Novembre	131,6	133,6	-2,0	6,9	122,0	100,7	-97,0	8,9	17,7	108,5	-2,6	-
	Décembre	-230,1	-302,9	72,9	-119,0	-52,8	167,0	-151,3	-30,5	-249,3	-98,8	1,7	-
2021	Janvier	304,2	292,3	11,9	51,1	37,5	107,1	76,9	5,5	141,5	177,9	-0,9	-
	Février	126,9	83,7	43,1	17,8	6,3	92,7	0,6	5,4	12,6	76,8	-1,6	-
flux cumulés sur 12 mois													
2021	Février	731,5	401,8	329,7	-15,8	168,1	803,7	-21,5	-2,9	-63,1	255,2	9,7	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2021	Février	6,5	3,5	2,9	-0,1	1,5	7,1	-0,2	0,0	-0,6	2,3	0,1	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2018	11 588,3	11 120,2	6 222,7	2 369,1	2 431,4	1 178,2	746,0	500,7	97,0	468,0	5 575,9	5 107,9
2019	11 937,2	11 489,6	6 376,3	2 454,4	2 622,8	1 258,0	771,1	586,9	36,1	447,7	5 758,9	5 311,2
2020	11 322,8	10 872,1	5 896,8	2 555,2	2 437,3	1 208,5	679,0	542,7	-17,2	450,7	5 157,7	4 707,0
2020 T1	2 912,7	2 819,7	1 538,1	627,9	645,9	310,2	174,8	159,1	7,8	93,0	1 388,8	1 295,7
T2	2 599,3	2 519,4	1 343,9	630,2	541,6	273,0	142,1	124,7	3,8	79,9	1 108,1	1 028,2
T3	2 899,8	2 763,2	1 529,6	646,1	616,2	309,7	179,0	125,6	-28,7	136,6	1 297,1	1 160,5
T4	2 900,0	2 761,7	1 483,2	651,5	628,2	312,9	180,7	132,8	-1,2	138,3	1 357,4	1 219,1
en pourcentage du PIB												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,2	4,0	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2020 T1	-3,8	-3,4	-4,4	-0,2	-5,9	-2,7	-9,5	-7,5	—	—	-3,8	-2,9
T2	-11,6	-11,1	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,7	—	—	-18,7	-18,1
T3	12,5	10,3	14,2	4,7	13,8	13,7	25,8	0,6	—	—	16,7	11,8
T4	-0,7	-0,7	-3,3	0,3	1,9	0,7	1,2	6,1	—	—	4,0	4,5
variations annuelles en pourcentage												
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	—	—	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,4	—	—	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,3	-8,0	1,2	-8,2	-5,5	-12,8	-8,2	—	—	-9,3	-9,0
2020 T1	-3,3	-1,7	-3,9	1,2	0,8	-2,7	-10,2	26,9	—	—	-3,1	0,3
T2	-14,6	-14,0	-16,1	-1,3	-20,8	-14,4	-27,3	-25,4	—	—	-21,4	-20,5
T3	-4,1	-4,0	-4,5	2,5	-4,6	-3,5	-8,5	-1,7	—	—	-8,9	-9,1
T4	-4,9	-5,8	-7,7	2,5	-8,4	-2,3	-6,6	-21,8	—	—	-5,1	-7,1
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2020 T1	-3,8	-3,2	-2,4	0,0	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	—	—
T2	-11,6	-10,7	-6,7	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,8	—	—
T3	12,5	10,1	7,5	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	—	—
T4	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,4	0,1	0,1	0,3	0,6	0,0	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	—	—
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	—	—
2020	-6,6	-6,1	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	—	—
2020 T1	-3,3	-1,6	-2,1	0,3	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,7	—	—
T2	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,1	—	—
T3	-4,1	-3,8	-2,4	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	—	—
T4	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-1,9	-0,2	-0,4	-1,2	-0,1	0,7	—	—

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)												
2018	10 384,2	174,6	2 052,2	528,1	1 964,0	500,5	476,9	1 167,2	1 207,0	1 957,5	356,2	1 204,0
2019	10 695,4	178,8	2 064,2	570,0	2 027,9	530,7	481,5	1 204,8	1 252,7	2 020,0	364,9	1 241,9
2020	10 187,6	176,9	1 931,3	559,0	1 778,7	535,9	473,1	1 216,2	1 157,2	2 045,8	313,3	1 135,2
2020 T1	2 620,5	44,5	498,6	141,3	478,9	133,1	121,4	302,0	306,1	508,2	86,3	292,2
T2	2 341,0	45,0	427,4	125,6	379,5	127,6	115,5	296,2	262,1	492,8	69,4	258,3
T3	2 607,0	43,9	493,4	144,5	469,3	137,1	118,2	306,5	292,2	520,1	81,9	292,8
T4	2 604,8	43,7	512,5	146,9	449,6	136,5	117,6	307,0	297,1	519,5	74,4	295,2
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2020 T1	-3,4	-2,1	-3,8	-3,5	-6,3	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,9	-6,8
T2	-11,8	0,2	-15,0	-12,3	-21,3	-4,3	-2,2	-2,4	-15,1	-6,3	-23,8	-9,5
T3	12,3	0,5	16,0	14,4	23,4	7,3	2,9	3,0	11,8	9,0	22,6	14,5
T4	-0,7	0,4	3,1	0,7	-4,4	-0,7	-0,4	-0,4	1,0	-1,0	-12,1	-0,2
variations annuelles en pourcentage												
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	1,0	-0,9	3,0	2,0	4,7	1,3	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6
2020	-6,5	-0,9	-7,6	-5,7	-13,2	0,3	-1,1	-0,8	-8,9	-2,4	-17,9	-7,1
2020 T1	-2,9	-1,5	-4,9	-3,1	-5,9	2,0	-0,5	0,3	-2,8	-1,3	-6,5	-6,2
T2	-14,6	-1,1	-18,9	-14,9	-25,9	-4,6	-3,1	-2,5	-17,7	-7,8	-29,0	-15,2
T3	-4,2	-0,5	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	0,0	-8,2	0,4	-12,8	-3,5
T4	-5,0	-0,9	-2,3	-2,6	-13,0	0,7	-0,7	-1,0	-7,4	-1,1	-23,5	-3,6
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2020 T1	-3,4	0,0	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	–
T2	-11,8	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	–
T3	12,3	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	0,6	–
T4	-0,7	0,0	0,6	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,4	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–
2020	-6,5	0,0	-1,5	-0,3	-2,5	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	–
2020 T1	-2,9	0,0	-1,0	-0,2	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	–
T2	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	–
T3	-4,2	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	–
T4	-5,0	0,0	-0,4	-0,1	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾											Taux de vacance d'emp- loi ³⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes	
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2020			100,0			80,9		19,1		51,5		48,5			
2018	162,443	3,7	13,204	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,805	7,8	6,400	8,5	2,1	
2019	163,198	3,5	12,215	7,5	3,3	9,984	6,7	2,231	15,6	6,266	7,2	5,949	7,9	2,3	
2020	161,377	3,5	12,593	7,8	3,0	10,185	6,9	2,408	17,4	6,487	7,5	6,106	8,1	1,8	
2020	T1	162,759	3,4	12,000	7,4	3,0	9,730	6,6	2,270	15,7	6,131	7,0	5,869	7,8	1,9
	T2	159,216	3,6	12,056	7,6	2,5	9,744	6,7	2,312	17,3	6,313	7,4	5,743	7,8	1,6
	T3	161,621	3,6	13,412	8,3	3,1	10,785	7,3	2,627	18,8	6,827	7,9	6,586	8,7	1,7
	T4	161,911	3,5	12,903	8,0	3,2	10,482	7,1	2,422	17,6	6,676	7,7	6,228	8,3	1,9
2020	Septembre	—	—	14,251	8,7	—	11,698	7,8	2,553	18,1	7,167	8,2	7,084	9,3	—
	Octobre	—	—	13,841	8,5	—	11,405	7,6	2,435	17,5	6,975	8,0	6,865	9,0	—
	Novembre	—	—	13,471	8,3	—	11,083	7,4	2,388	17,3	6,811	7,8	6,660	8,8	—
	Décembre	—	—	13,411	8,2	—	11,030	7,4	2,381	17,4	6,796	7,8	6,615	8,7	—
2021	Janvier	—	—	13,523	8,3	—	11,120	7,4	2,403	17,4	6,882	7,9	6,641	8,7	—
	Février	—	—	13,571	8,3	—	11,177	7,5	2,394	17,3	6,903	7,9	6,668	8,8	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Construc- tion	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,8	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020	-8,7	-9,2	-7,4	-13,4	-4,8	-5,4	-5,6	-10,7	-1,0	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 T2	-20,2	-21,2	-19,4	-28,1	-13,3	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,7	-29,1	-50,8
	-6,9	-7,3	-5,7	-12,0	-2,2	-4,4	-2,1	-7,6	2,4	2,5	3,3	-4,9	-6,9
	-1,6	-1,7	1,5	-3,4	-2,9	-1,7	-0,8	-1,7	1,3	4,4	1,0	-13,8	-9,2
2021 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4
2020 Octobre	-3,7	-4,3	-1,0	-8,3	-2,2	0,5	-1,9	-2,7	4,5	5,0	5,7	-9,0	-4,8
	-0,7	-0,4	1,5	-0,2	-2,7	-4,6	-0,5	-1,6	-1,6	2,4	-2,2	-18,2	-14,9
	-0,1	-0,2	4,5	-1,4	-3,9	-1,0	-0,2	-0,7	1,2	5,5	-0,1	-14,5	-8,0
2021 Janvier	0,1	-0,1	1,5	1,4	-3,7	0,6	-2,6	-2,0	-5,2	5,9	-11,3	-16,9	-18,8
	-1,6	-1,8	-0,1	-2,2	-3,7	-1,5	-5,8	1,9	-2,9	1,9	-5,5	-13,0	-20,8
	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	88,2
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2020 Octobre	2,5	2,4	2,1	3,2	0,4	2,4	0,0	2,6	1,6	2,1	1,6	-3,7	3,0
	2,2	2,9	1,8	7,8	-1,3	-3,6	2,4	0,8	-5,3	-2,1	-7,1	-10,5	-7,2
	-0,1	-0,2	1,3	-1,0	-0,7	1,7	-1,4	0,2	2,0	2,0	1,4	4,1	10,4
2021 Janvier	0,8	0,7	0,0	1,2	0,1	0,3	0,8	1,8	-5,2	1,0	-9,9	-0,9	-22,5
	-1,0	-1,0	-0,7	-1,9	0,2	-1,2	-2,1	2,0	3,0	-1,1	6,8	3,7	-1,1
	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,2

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	—	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,6	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 T2	72,0	-27,3	70,2	-18,5	-14,5	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
T3	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
T4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 T1	95,3	-2,4	.	-13,7	-6,0	-16,6	-14,7	.	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 Octobre	92,5	-9,3	76,3	-15,5	-8,0	-6,9	-12,0	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Novembre	89,3	-10,2	—	-17,6	-9,0	-12,7	-17,0	—	53,8	55,3	41,7	45,3
Décembre	92,4	-6,8	—	-13,8	-8,0	-13,2	-17,1	—	55,2	56,3	46,4	49,1
2021 Janvier	91,5	-6,1	77,5	-15,5	-7,7	-18,5	-17,7	85,1	54,8	54,6	45,4	47,8
Février	93,4	-3,2	—	-14,8	-7,5	-19,1	-17,0	—	57,9	57,6	45,7	48,8
Mars	100,9	2,0	—	-10,8	-2,7	-12,2	-9,3	—	62,5	63,3	49,6	53,2

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,1	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,6	4,7	35,4	5,8	77,5	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,5	5,7	77,3	2,4	3,3	1,9
2020 T1	13,8	93,7	0,4	2,6	-1,6	3,1	4,5	33,6	4,7	78,4	2,4	0,2	2,1
T2	16,6	95,0	-3,2	3,3	-15,3	4,2	4,5	31,2	4,1	82,9	2,6	-27,4	1,8
T3	17,8	95,7	1,2	3,5	-3,4	3,8	4,6	30,7	3,5	83,3	3,0	-13,6	2,0
T4	19,6	96,3	0,7	4,0	0,2	5,4	5,1	30,4	3,3	84,2	3,5	-12,9	2,1

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital 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
2020	T1	1063,5	1009,7	53,7	586,5	497,1	241,7	251,5	205,4	194,0	30,0	67,1	12,2	11,0
	T2	870,4	841,4	29,0	466,0	412,2	192,5	182,6	185,2	176,5	26,6	70,1	11,2	15,8
	T3	952,1	884,3	67,8	548,2	455,6	192,5	186,4	182,9	179,7	28,5	62,6	11,5	10,4
	T4	1013,7	922,8	90,9	581,8	478,7	220,1	194,6	182,8	171,8	29,1	77,6	23,5	24,4
2020	Septembre	326,6	297,3	29,2	187,5	154,9	68,2	62,8	61,4	58,3	9,5	21,3	3,6	3,9
	Octobre	334,0	306,0	28,1	191,1	156,5	73,2	65,6	59,9	60,5	9,8	23,4	4,4	5,1
	Novembre	339,1	313,7	25,4	194,8	162,1	73,3	64,7	61,1	57,2	9,8	29,7	4,3	6,0
	Décembre	340,6	303,2	37,4	195,9	160,1	73,5	64,4	61,7	54,1	9,5	24,6	14,8	13,3
2021	Janvier	345,1	310,4	34,7	196,9	159,0	77,9	65,5	60,6	61,5	9,7	24,4	3,4	3,4
	Février	345,1	319,2	25,9	199,2	166,7	78,0	66,6	57,8	60,0	10,1	25,9	3,9	3,4
flux cumulés sur 12 mois														
2021	Février	3854,9	3596,2	258,7	2174,9	1825,0	834,2	775,8	732,2	714,7	113,6	280,7	58,0	61,8
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2021	Février	34,1	31,8	2,3	19,2	16,1	7,4	6,9	6,5	6,3	1,0	2,5	0,5	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés		Pétrole
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2020	T1	-1,6	-4,2	578,1	274,6	116,0	176,7	482,1	507,4	282,6	82,9	134,6	371,5	56,1
	T2	-23,6	-21,7	447,7	217,9	87,6	133,0	369,3	422,5	220,3	77,4	119,1	319,6	26,1
	T3	-8,7	-11,5	531,4	248,2	108,4	164,7	447,7	469,1	243,1	84,3	133,9	359,1	34,2
	T4	-2,9	-5,9	566,6	264,3	113,8	177,7	477,7	489,9	259,7	85,8	134,7	377,5	35,3
2020	Septembre	-3,4	-6,8	182,4	85,7	37,4	55,8	154,5	159,6	83,1	28,2	45,7	122,3	11,0
	Octobre	-9,0	-11,7	185,9	85,9	37,7	58,9	157,2	160,6	85,3	27,2	44,8	122,2	11,0
	Novembre	-1,1	-4,1	189,2	88,9	37,2	59,8	160,2	164,9	87,0	29,4	45,5	127,7	11,2
	Décembre	2,5	-1,2	191,4	89,5	38,9	59,0	160,2	164,4	87,4	29,2	44,4	127,6	13,0
2021	Janvier	-8,9	-14,2	190,9	91,8	37,4	57,7	155,5	162,2	88,2	29,0	41,7	118,7	13,7
	Février	-5,4	-2,7	186,1	.	.	.	156,6	167,7	.	.	.	124,6	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2020	T1	-4,1	-4,8	103,7	106,5	100,4	102,9	102,6	104,0	103,4	100,4	109,2	105,2	98,1
	T2	-23,6	-16,4	81,7	86,5	76,1	78,9	79,1	92,2	90,1	94,6	97,1	91,1	81,8
	T3	-7,2	-6,9	98,5	100,0	95,4	99,2	97,8	101,7	97,1	105,5	110,5	104,0	80,9
	T4	-1,5	-1,1	104,0	105,5	99,2	106,1	103,4	104,9	101,8	106,7	110,7	108,6	84,5
2020	Août	-10,8	-9,6	98,0	99,5	95,0	98,2	96,9	100,6	95,7	103,9	110,2	103,8	81,1
	Septembre	-1,1	-0,9	101,9	104,5	98,7	101,2	101,9	104,4	100,0	107,6	113,3	106,9	81,8
	Octobre	-7,6	-6,8	103,0	103,1	99,6	106,3	102,8	104,4	101,6	103,4	110,9	106,3	83,6
	Novembre	0,2	0,7	104,4	107,1	97,1	107,0	104,1	106,1	103,0	108,9	112,1	110,3	83,6
	Décembre	3,8	3,5	104,7	106,2	101,0	105,2	103,2	104,4	100,9	107,7	109,1	109,2	86,4
2021	Janvier	-8,0	-11,0	103,1	106,6	97,8	102,0	99,4	101,3	98,9	106,3	102,8	101,3	83,3

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	—	—	—	—	—	—	0,2	0,6
2020 T2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
T3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4
T4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,7	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 T1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,5	-0,4	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4
2020 Octobre	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,4	0,0	0,4	0,1	-0,4	0,6
Novembre	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5
Décembre	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,5
2021 Janvier	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,2	2,0	3,8	0,3	0,8	1,3
Février	105,5	0,9	1,1	0,7	1,2	0,0	0,2	0,3	-0,6	0,9	0,1	0,8	1,5
Mars	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,1	0,0	0,0	-0,6	2,6	0,1	1,3	1,4

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie	Loyers					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2020 T2	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
T3	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4
T4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2021 T1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2020 Octobre	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2
Novembre	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3
Décembre	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3
2021 Janvier	1,5	1,3	2,0	-0,1	1,5	-4,2	1,2	1,1	1,0	-0,3	1,8	1,5
Février	1,3	1,3	1,5	0,3	1,0	-1,7	1,3	1,2	0,8	-0,3	1,2	1,5
Mars	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ³⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,2	2,6
2020 T1	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,8
T2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,0	5,1
T3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,8	5,1	1,6
T4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,8	-0,1
2020 Septembre	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	—	—	—
Octobre	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	—	—	—
Novembre	102,4	-2,0	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,4	0,7	-7,6	—	—	—
Décembre	103,3	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	—	—	—
2021 Janvier	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,0	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,6	—	—	—
Février	105,6	1,5	0,9	1,2	2,4	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	—	—	—

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,8	1,5	1,1	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 T2	107,3	2,3	1,3	0,7	4,7	1,2	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
T3	106,4	0,9	0,6	0,1	2,1	0,7	-1,8	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
T4	107,2	1,2	1,0	0,0	2,1	1,5	-1,4	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,2	24,6
2020 Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	34,4	2,5	2,1	2,9	-0,4	-1,9	1,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	3,3	-0,1	6,6	-2,1	-7,9	5,0
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	41,0	6,3	-1,5	14,0	1,0	-8,0	12,0
2021 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	44,8	10,5	3,7	17,0	5,8	-1,9	14,8
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	51,2	16,8	8,0	25,5	12,7	4,1	22,9
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	54,8	28,4	16,4	40,4	24,4	14,0	36,9

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 T2	-6,9	-3,6	-7,4	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
T3	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
T4	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 T1	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2020 Octobre	0,5	3,2	-2,1	-7,0	9,2	52,9	53,1	50,5	48,7
Novembre	0,2	1,4	-4,0	-8,2	6,9	55,9	51,5	51,6	47,7
Décembre	4,1	3,3	-2,0	-8,3	4,7	61,4	53,1	52,6	48,4
2021 Janvier	4,8	2,8	-3,1	-6,0	5,3	68,3	53,2	52,2	47,3
Février	9,8	3,9	-3,2	-5,6	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1
Mars	17,6	8,2	0,9	0,1	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,3	2,4	2,3	2,7	2,6	2,1	2,0
2019	106,7	2,4	2,6	1,8	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,7	1,4	2,8	3,8	1,8
2020 T1	103,3	3,8	3,9	3,3	3,3	4,8	2,0
T2	115,5	4,1	4,9	1,2	4,0	4,1	1,7
T3	104,9	1,5	2,2	-0,3	1,3	2,2	1,7
T4	116,6	3,1	3,5	1,6	2,6	4,1	2,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et 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
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,4	2,4
2019	105,3	1,9	-1,1	3,3	1,0	1,4	0,7	0,5	2,5	1,0	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-1,8	3,3	4,5	6,2	1,4	0,4	0,5	6,6	5,7	15,6
2020 T1	109,0	4,4	-0,9	4,2	2,5	5,2	2,5	-0,1	1,7	4,9	5,1	6,6
T2	114,0	8,6	-3,3	11,4	7,5	12,1	3,5	1,7	-4,6	9,5	10,5	22,1
T3	108,5	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,1	-0,7	2,1	6,2	2,8	11,5
T4	110,0	3,9	-1,0	-0,9	4,3	6,0	1,6	0,7	2,9	6,6	5,3	25,3
Rémunération par tête												
2018	105,3	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	107,3	1,9	1,8	1,6	2,0	2,1	1,8	2,2	2,5	1,4	2,1	2,6
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,8	-4,4	0,3	-0,1	0,0	-0,6	2,6	-1,8
2020 T1	107,2	0,5	1,0	-0,5	-1,9	-1,3	2,0	-0,3	2,3	1,3	2,4	0,0
T2	102,2	-4,5	-0,4	-7,7	-7,7	-11,9	-2,1	-0,3	-5,5	-5,6	1,7	-7,8
T3	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,0	-1,4	0,2	-0,2	2,0	1,0	2,6	1,0
T4	108,7	0,7	0,5	-0,8	1,1	-3,2	1,1	0,6	1,1	1,0	3,4	-0,5
Productivité par personne employée												
2018	101,8	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,9	-0,3	0,8
2019	101,9	0,1	3,0	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,8
2020	96,8	-5,0	2,3	-5,8	-6,0	-10,0	-1,0	-0,4	-0,5	-6,7	-3,0	-15,0
2020 T1	98,4	-3,7	1,9	-4,5	-4,2	-6,2	-0,5	-0,2	0,6	-3,4	-2,5	-6,2
T2	89,6	-12,1	3,0	-17,1	-14,2	-21,4	-5,4	-2,0	-0,9	-13,8	-7,9	-24,5
T3	99,9	-2,1	2,7	-3,2	-3,9	-4,9	1,3	0,4	-0,1	-4,9	-0,2	-9,5
T4	98,8	-3,0	1,4	0,1	-3,1	-8,7	-0,5	-0,1	-1,7	-5,3	-1,8	-20,6
Rémunération par heure travaillée												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,7	1,8	2,8	1,6	2,3	2,9
2020	112,8	5,2	2,5	2,9	3,9	6,1	3,0	2,0	5,2	4,6	4,9	7,2
2020 T1	110,8	4,5	3,9	3,5	3,4	4,0	3,3	1,9	5,7	4,4	5,1	7,2
T2	117,3	9,8	4,0	7,0	8,8	12,6	4,0	4,7	6,4	7,1	7,7	14,7
T3	111,2	3,4	0,8	1,2	2,3	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
T4	113,4	5,1	2,0	2,4	3,6	6,5	2,6	2,0	5,6	4,3	4,8	6,4
Productivité horaire du travail												
2018	102,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,4	0,5	-0,4	0,4
2019	102,4	0,4	3,7	-1,1	1,2	1,0	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,6	-0,1	0,4	0,4	2,0	2,2	6,3	-1,3	-0,4	-5,3
2020 T1	102,7	0,6	2,4	-0,4	1,1	-0,2	1,1	2,4	4,9	0,0	0,3	1,3
T2	105,1	2,7	6,1	-3,2	3,4	1,7	1,1	3,7	17,4	-1,0	-1,5	-1,5
T3	103,3	0,8	1,5	0,0	-2,2	0,3	4,3	2,1	3,4	-1,7	0,6	-6,9
T4	104,3	1,6	1,5	3,5	0,2	0,6	1,5	1,6	2,1	-1,8	-0,3	-13,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											
		M2						M3-M2					
		M1		M2-M1									
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois		Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2018		1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3
2019		1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,1	2 362,4	3 435,5	12 383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,0
2020		1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14 525,2
2020	T1	1 265,3	8 079,2	9 344,5	1 075,1	2 368,6	3 443,7	12 788,2	109,9	536,1	48,1	694,1	13 482,3
	T2	1 302,8	8 425,2	9 728,0	1 075,3	2 400,8	3 476,1	13 204,1	95,2	579,7	20,1	695,1	13 899,2
	T3	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5
	T4	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14 525,2
2020	Septembre	1 330,5	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5
	Octobre	1 338,1	8 683,6	10 021,7	1 060,5	2 431,8	3 492,3	13 514,0	96,3	611,4	18,4	726,2	14 240,2
	Novembre	1 351,2	8 781,7	10 132,9	1 029,5	2 446,3	3 475,8	13 608,7	101,2	611,9	19,7	732,8	14 341,5
	Décembre	1 359,2	8 898,0	10 257,2	1 039,9	2 447,2	3 487,1	13 744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14 525,2
2021	Janvier	1 380,4	8 995,8	10 376,2	1 003,7	2 456,8	3 460,5	13 836,7	111,5	629,6	29,6	770,7	14 607,4
	Février ^(p)	1 390,3	9 066,9	10 457,2	985,5	2 472,2	3 457,7	13 914,9	108,8	608,7	35,2	752,7	14 667,6
Flux													
2018		50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019		57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,7	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,7	610,3
2020		137,7	1 255,4	1 393,1	-27,2	85,6	58,4	1 451,5	19,2	123,9	13,9	157,0	1 608,5
2020	T1	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,1	397,6	30,9	9,2	26,8	66,8	464,4
	T2	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	43,7	-28,8	0,8	416,0
	T3	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-11,7	24,2	349,4
	T4	28,7	295,7	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,2	27,6	65,3	378,6
2020	Septembre	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,4	153,4
	Octobre	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,8	72,5
	Novembre	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,5	1,8	3,1	109,8
	Décembre	8,0	121,9	130,0	12,1	1,0	13,1	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,3	196,3
2021	Janvier	21,2	94,8	116,0	-37,2	11,3	-25,8	90,2	10,6	-17,3	-3,4	-10,0	80,1
	Février ^(p)	9,9	70,5	80,4	-18,4	15,4	-3,0	77,4	-2,9	-20,9	6,2	-17,6	59,8
Taux de croissance													
2018		4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019		4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020		11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2020	T1	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	52,0	9,7	7,5
	T2	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-45,8	9,4	9,3
	T3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,7	12,7	10,4
	T4	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2020	Septembre	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,7	12,7	10,4
	Octobre	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-25,8	14,4	10,5
	Novembre	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,7	15,5	11,0
	Décembre	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2021	Janvier	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,3	16,2	4,8	18,5	12,5
	Février ^(p)	12,3	17,0	16,4	-7,0	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	34,3	14,2	12,3

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2018	2 334,2	1 901,4	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2 482,3	2 068,7	256,9	150,2	6,5	7 041,2	4 397,1	492,3	2 151,0	0,8	1 032,6	217,1	468,0
2020	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 T1	2 610,9	2 191,4	264,0	147,9	7,6	7 173,7	4 535,9	472,2	2 165,0	0,6	1 151,4	224,3	472,6
T2	2 869,9	2 396,8	318,7	148,3	6,2	7 349,4	4 683,7	462,8	2 202,0	0,9	1 084,7	226,5	466,0
T3	2 958,3	2 481,3	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,2	240,4	469,6
T4	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 Septembre	2 958,3	2 481,3	323,3	146,9	6,9	7 491,0	4 816,7	446,5	2 226,9	1,0	1 058,2	240,4	469,6
Octobre	2 968,9	2 488,2	328,5	147,0	5,1	7 534,8	4 856,9	443,3	2 233,5	1,1	1 052,2	236,9	479,5
Novembre	2 966,9	2 502,2	312,7	146,4	5,5	7 595,0	4 903,6	441,0	2 249,2	1,1	1 074,6	238,9	483,5
Décembre	2 985,0	2 528,4	310,3	143,1	3,3	7 647,5	4 954,6	437,5	2 254,6	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 Janvier	3 008,3	2 556,9	302,4	142,2	6,9	7 707,4	5 009,5	430,7	2 266,3	0,8	1 114,8	229,7	507,6
Février ^(p)	3 027,9	2 585,5	293,3	143,2	5,9	7 760,8	5 051,6	426,6	2 281,7	1,0	1 119,8	227,0	497,9
Flux													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,7	467,7	55,8	-6,9	-3,0	611,5	561,1	-53,8	104,3	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 T1	126,0	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
T2	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,0	-9,1	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
T3	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
T4	31,8	51,6	-12,6	-3,7	-3,5	158,3	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,1	39,2
2020 Septembre	20,0	18,5	-1,0	0,0	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Octobre	9,1	6,8	4,0	0,1	-1,8	43,6	40,1	-3,2	6,6	0,1	-7,0	-3,5	9,8
Novembre	1,3	16,4	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Décembre	21,4	28,4	-1,5	-3,3	-2,2	53,5	51,6	-3,2	5,4	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Janvier	22,8	27,2	-7,1	-1,0	3,6	60,5	54,1	-7,0	13,4	0,1	5,7	-8,4	-1,1
Février ^(p)	19,3	28,4	-9,1	1,0	-1,0	53,2	41,9	-4,2	15,4	0,2	4,5	-2,7	-9,7
Taux de croissance													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
T2	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
T3	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
T4	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 Septembre	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Octobre	20,5	21,6	26,9	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
Novembre	20,3	21,5	24,6	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	11,0	6,7	3,2
Décembre	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2021 Janvier	21,8	24,0	19,0	-5,3	71,9	9,2	13,3	-11,4	5,3	-6,3	15,6	5,4	8,3
Février ^(p)	21,2	23,7	16,0	-4,4	14,4	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,8

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2018		4 684,1	1 008,4	3 664,3	13 416,5	11 123,0	11 483,4	4 405,0	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019		4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,4	11 452,3	11 839,5	4 475,7	5 931,1	893,5	152,0	1 562,5	850,6
2020		5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2020	T1	4 794,6	1 007,2	3 775,6	14 055,9	11 692,0	12 067,7	4 605,0	5 965,4	960,7	160,9	1 564,9	799,0
	T2	5 279,2	1 005,9	4 261,6	14 244,9	11 781,7	12 163,6	4 718,4	5 995,4	912,6	155,2	1 646,7	816,6
	T3	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,1	912,6	157,9	1 517,9	814,2
	T4	5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2020	Septembre	5 737,1	1 003,0	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,1	912,6	157,9	1 517,9	814,2
	Octobre	5 803,5	1 003,7	4 788,0	14 232,9	11 900,3	12 260,0	4 738,4	6 092,6	910,3	158,9	1 528,8	803,9
	Novembre	5 850,1	1 006,4	4 831,6	14 288,5	11 926,8	12 285,8	4 735,9	6 106,6	927,5	156,7	1 541,0	820,7
	Décembre	5 925,0	996,1	4 916,9	14 341,1	11 927,1	12 300,8	4 723,5	6 119,9	916,1	167,7	1 548,8	865,2
2021	Janvier	5 948,7	988,1	4 959,1	14 355,3	11 944,7	12 309,5	4 720,4	6 135,5	940,2	148,6	1 547,5	863,0
	Février ^(p)	5 986,9	993,6	4 991,7	14 392,5	11 971,2	12 334,7	4 729,8	6 153,2	941,7	146,5	1 549,9	871,3
Flux													
2018		91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019		-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	425,4	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020		1 046,4	13,3	1 033,0	737,2	540,0	560,8	288,8	209,1	26,2	15,8	169,6	27,7
2020	T1	145,4	19,8	125,7	242,5	253,4	249,2	135,7	40,5	68,4	8,8	20,2	-31,1
	T2	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
	T3	258,8	-2,8	261,6	154,4	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	44,3	5,0
	T4	176,6	-1,9	178,3	155,2	83,9	120,0	3,5	60,7	10,0	9,7	28,8	42,5
2020	Septembre	96,1	2,3	93,8	30,4	25,8	21,4	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
	Octobre	54,9	1,0	53,8	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
	Novembre	42,8	2,9	39,6	47,4	34,6	40,2	2,1	15,1	19,6	-2,1	6,7	6,1
	Décembre	78,9	-5,8	84,9	71,0	16,8	42,7	-6,2	18,9	-6,9	11,0	10,3	43,9
2021	Janvier	33,1	-8,3	51,8	16,4	18,4	11,0	-2,2	16,3	23,5	-19,2	-0,7	-1,3
	Février ^(p)	63,2	5,8	57,3	36,1	28,5	28,7	10,7	19,1	0,8	-2,1	1,6	6,0
Taux de croissance													
2018		2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019		-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020		22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020	T1	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,1	5,0	3,3	11,3	20,7	3,0	-0,6
	T2	13,5	0,4	17,2	4,8	4,7	4,9	6,5	3,2	3,9	17,1	7,2	0,7
	T3	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
	T4	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020	Septembre	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
	Octobre	20,3	0,0	25,9	4,9	4,7	4,7	6,3	3,6	1,7	14,0	10,4	-1,3
	Novembre	21,2	0,4	27,0	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,3	-1,3
	Décembre	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2021	Janvier	22,9	-0,1	29,4	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,9	3,0
	Février ^(p)	23,9	0,5	30,5	5,1	4,4	4,5	6,3	3,2	3,6	-2,5	10,7	3,8

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans		Total	Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2018	4 405,0	4 489,1	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,7	4 577,8	967,4	878,0	2 630,3	5 931,1	6 224,0	720,1	4 524,6	686,4
2020	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2020 T1	4 605,0	4 706,2	1 003,2	917,4	2 684,5	5 965,4	6 254,1	714,9	4 565,8	684,7
T2	4 718,4	4 829,8	957,8	993,4	2 767,2	5 995,4	6 276,5	701,0	4 603,8	690,6
T3	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,1	6 066,1	6 334,1	702,4	4 667,6	696,1
T4	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2020 Septembre	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,1	6 066,1	6 334,1	702,4	4 667,6	696,1
Octobre	4 738,4	4 845,5	916,4	1 011,3	2 810,7	6 092,6	6 359,5	704,4	4 690,3	697,9
Novembre	4 735,9	4 842,3	911,8	1 004,9	2 819,3	6 106,6	6 376,2	701,7	4 708,6	696,4
Décembre	4 723,5	4 841,3	898,8	1 012,2	2 812,5	6 119,9	6 389,8	700,2	4 725,1	694,6
2021 Janvier	4 720,4	4 836,3	888,4	1 006,1	2 826,0	6 135,5	6 402,4	696,7	4 745,3	693,5
Février ^(p)	4 729,8	4 846,9	893,1	1 002,1	2 834,6	6 153,2	6 420,9	698,1	4 761,3	693,8
Flux										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,9	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	40,9	168,6	-9,2
2020	288,8	325,2	-54,0	139,1	203,7	209,1	194,7	-11,9	210,7	10,3
2020 T1	135,7	137,9	33,2	44,0	58,5	40,5	38,3	-3,7	45,0	-0,8
T2	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
T3	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,1	1,3
T4	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 Septembre	-11,7	-5,4	-12,9	0,8	0,4	29,9	22,1	-0,5	30,1	0,2
Octobre	7,7	2,2	-13,2	-2,9	23,8	26,7	26,4	2,3	22,7	1,7
Novembre	2,1	7,3	-2,7	-5,2	10,0	15,1	17,7	-3,7	19,3	-0,6
Décembre	-6,2	12,9	-9,6	6,9	-3,5	18,9	23,6	-0,4	19,4	-0,1
2021 Janvier	-2,2	-3,1	-10,4	-6,0	14,2	16,3	13,7	-2,7	20,2	-1,2
Février ^(p)	10,7	12,9	5,4	-3,6	8,9	19,1	20,3	2,0	16,2	0,9
Taux de croissance										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 T1	5,0	5,6	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
T2	6,5	7,2	-1,2	16,1	6,2	3,2	3,1	0,3	4,1	0,4
T3	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
T4	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 Septembre	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Octobre	6,3	6,9	-5,2	16,3	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
Novembre	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3
Décembre	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2021 Janvier	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,6	4,5	1,3
Février ^(p)	6,3	7,1	-4,7	13,9	7,8	3,2	3,0	-2,8	4,5	1,3

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Passif des IFM					Actif des IFM				
		Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro				Position extérieure nette	Autre			
			Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans		Capital et réserves	Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2018		389,2	6 817,4	1 940,0	56,1	2 099,7	2 721,6	1 030,0	460,2	187,0	194,9
2019		364,2	7 058,9	1 946,1	50,1	2 156,5	2 906,2	1 455,7	452,3	178,9	187,2
2020		749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	524,4	130,1	139,2
2020	T1	409,5	7 036,5	1 937,1	47,2	2 119,9	2 932,3	1 562,5	515,4	183,7	196,5
	T2	673,3	7 042,9	1 934,5	44,1	2 080,4	2 983,8	1 562,5	528,7	159,2	174,3
	T3	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	499,6	139,9	147,3
	T4	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	524,4	130,1	139,2
2020	Septembre	806,2	7 039,7	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,7	1 574,2	499,6	139,9	147,3
	Octobre	864,3	7 038,0	1 933,5	42,7	2 036,5	3 025,3	1 578,9	527,3	148,7	154,3
	Novembre	753,6	6 973,2	1 938,1	42,4	2 012,4	2 980,3	1 469,4	460,4	148,2	147,1
	Décembre	749,0	6 965,7	1 915,5	42,1	1 994,9	3 013,3	1 449,5	524,4	130,1	139,2
2021	Janvier	678,5	6 925,3	1 911,6	42,0	1 970,4	3 001,2	1 473,9	433,2	147,4	146,7
	Février ^(p)	684,9	6 878,6	1 905,2	41,5	1 971,7	2 960,2	1 448,2	403,5	145,4	145,7
Flux											
2018		45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019		-24,3	107,8	-5,2	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020		321,6	-34,3	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	140,8	-48,8	-48,0
2020	T1	45,6	-45,4	-6,8	-2,9	-47,5	11,8	67,6	9,0	4,7	9,3
	T2	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,0	-24,5	-22,2
	T3	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,1	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
	T4	-57,1	0,6	-5,1	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,9	-9,8	-8,1
2020	Septembre	-13,5	10,9	-6,0	-0,1	19,6	-2,6	23,0	1,3	-30,5	-30,3
	Octobre	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,8	8,8	7,1
	Novembre	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-36,9	-0,5	-7,3
	Décembre	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,1	-18,1	-7,9
2021	Janvier	-70,6	-38,1	-5,4	-0,1	-30,6	-2,0	22,2	-100,2	17,3	7,5
	Février ^(p)	6,4	3,2	-6,5	-0,5	-1,9	12,1	10,4	-40,3	-2,0	-1,0
Taux de croissance											
2018		13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	—	—	8,1	7,7
2019		-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	—	—	-1,5	-1,5
2020		88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	—	—	-27,3	-25,7
2020	T1	11,7	0,3	-0,1	-11,1	-2,6	2,9	—	—	-0,3	0,6
	T2	81,0	-0,4	-1,3	-19,6	-3,3	2,6	—	—	-10,5	-8,8
	T3	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	—	—	-24,1	-25,6
	T4	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	—	—	-27,3	-25,7
2020	Septembre	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	—	—	-24,1	-25,6
	Octobre	108,5	-0,5	-0,7	-17,5	-3,6	2,2	—	—	-32,8	-34,6
	Novembre	85,3	-0,7	-0,1	-17,1	-4,3	1,8	—	—	-30,0	-34,6
	Décembre	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	—	—	-27,3	-25,7
2021	Janvier	65,0	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,0	—	—	-13,9	-19,5
	Février ^(p)	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	—	—	-18,3	-23,8

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes					Dépenses en capital
			Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 T4	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 T1	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,7	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
T2	46,8	46,3	13,0	12,9	15,4	0,5	50,5	46,6	10,4	5,7	1,6	24,1	4,0
T3	46,8	46,3	13,0	12,9	15,5	0,5	51,8	47,7	10,6	5,8	1,6	24,8	4,2

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	IFM	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 T4	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 T1	86,2	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	95,0	3,2	14,3	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	97,3	3,2	14,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valo- risation et autres change- ments de volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 T4	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 T1	-0,1	-0,5	0,4	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
T2	8,9	2,2	3,4	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,3	0,6	3,3	7,4
T3	11,5	3,4	3,2	3,3	2,9	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,2	4,9	8,5

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Émissions	Rembour- sements	
													Durées ≤ 1 an
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	15,0	13,7	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2019 T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 T1	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
T2	15,4	14,0	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
T3	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
2020 Octobre	15,7	14,3	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
Novembre	15,4	14,0	3,9	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
Décembre	15,0	13,7	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 Janvier	15,3	14,0	5,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7
Février	15,4	14,0	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6
Mars	15,6	14,2	5,4	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,3	0,0	0,5

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2019 T4	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2020 T1	-2,6	1,1	-0,9	0,1	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	2,1
T2	-6,0	-1,4	-2,9	-1,9	-1,8	-6,9	-5,9	-4,8	-2,2
T3	-7,0	-2,9	-3,5	-3,6	-4,6	-8,1	-6,1	-6,7	-4,4
Dette des administrations publiques									
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2019 T4	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2020 T1	103,4	61,0	8,9	58,9	180,7	99,0	101,3	137,6	96,2
T2	114,1	67,4	18,5	62,7	191,4	110,2	114,0	149,3	113,3
T3	113,2	70,0	18,5	62,0	199,9	114,1	116,5	154,2	119,5

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 T4	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2020 T1	-0,7	-0,2	1,3	-1,5	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,2
T2	-1,8	-2,4	-2,2	-5,1	-1,6	-3,4	-1,9	-4,8	-3,5	-3,3
T3	-3,4	-4,3	-3,6	-8,0	-3,1	-5,5	-4,0	-5,4	-4,7	-4,5
Dette des administrations publiques										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 T4	36,9	35,9	22,0	42,4	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2020 T1	37,1	33,0	22,2	43,9	49,5	73,1	119,5	69,0	49,7	64,3
T2	42,9	41,4	23,9	51,0	55,2	82,5	126,0	78,3	60,3	68,6
T3	44,6	45,9	26,1	53,7	55,2	79,1	130,8	78,5	60,8	66,9

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2021**

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'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 21 avril 2021.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-21-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général