



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2021



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	9
2 Évolutions financières	19
3 Activité économique	26
4 Prix et coûts	33
5 Monnaie et crédit	41
6 Évolutions budgétaires	50
Encadrés	55
1 Évolutions du compte des transactions courantes de la zone euro durant la pandémie	55
2 L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie	63
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 janvier au 27 avril 2021	69
4 L'impact de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro selon une répartition hommes/femmes	76
5 Les évolutions des prix des logements durant la pandémie de COVID-19	85
6 La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro	89
7 Implications des programmes de stabilité 2021 pour les politiques budgétaires de la zone euro	94
Article	99
1 La mondialisation et ses implications pour l'inflation dans les économies avancées	99
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Après la contraction enregistrée au premier trimestre de l'année, une réouverture graduelle de l'économie de la zone euro s'opère alors que la situation pandémique liée au coronavirus (COVID-19) s'améliore et que les campagnes de vaccination progressent nettement. Les données les plus récentes signalent un rebond de l'activité dans les services et le maintien de la dynamique positive à l'œuvre dans le secteur manufacturier. L'activité économique devrait s'accélérer au second semestre de l'année, sous l'effet de la poursuite de la levée des mesures d'endiguement. Une hausse des dépenses de consommation, la vigueur de la demande mondiale et des politiques monétaire et budgétaires accommodantes apporteront un soutien crucial à la reprise. Cela étant, des incertitudes demeurent dans la mesure où les perspectives économiques à court terme continuent de dépendre de l'évolution de la pandémie et de la réponse de l'économie au processus de réouverture. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, largement en raison d'effets de base, de facteurs transitoires et d'une hausse des prix de l'énergie. Cette tendance devrait se poursuivre au second semestre, avant un ralentissement lié à la dissipation des facteurs temporaires. Les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème indiquent une accélération graduelle des tensions inflationnistes sous-jacentes sur l'ensemble de l'horizon de projection, même si ces tensions restent modérées dans le contexte d'une sous-utilisation toujours importante des capacités économiques, qui ne se résorbera que progressivement sur l'horizon de projection. L'inflation totale devrait rester inférieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs sur l'horizon de projection.

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, tant pour les entreprises que pour les ménages, sont demeurées globalement stables depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars. Les taux d'intérêt de marché ont toutefois continué d'augmenter. Une hausse durable des taux de marché, si elle reflète en partie une amélioration des perspectives économiques, pourrait se traduire par un resserrement des conditions de financement au sens large, qui sont pertinentes pour l'économie dans son ensemble. Un tel resserrement serait prématuré et constituerait un risque pour la reprise économique en cours et les perspectives d'inflation. Dans ce contexte et sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 juin 2021

Les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème suggèrent que la reprise de l'activité économique mondiale s'est poursuivie au tournant de l'année, malgré l'intensification de la pandémie, les économies de marché émergentes devenant l'épicentre des nouvelles infections au niveau mondial. Alors que l'activité au quatrième trimestre 2020 s'est révélée légèrement plus forte qu'anticipé dans les projections précédentes, l'économie mondiale a démarré l'année dans un contexte moins porteur, sur fond de recrudescence des infections et de durcissement des mesures d'endiguement. Des enquêtes récentes signalent une dynamique soutenue de l'activité mondiale, même si des signes de divergence entre les économies avancées et les économies de marché émergentes, ainsi qu'entre le secteur manufacturier et celui des services, deviennent plus visibles. La relance budgétaire de grande ampleur approuvée par l'Administration Biden devrait renforcer la reprise aux États-Unis, avec des retombées positives au niveau mondial. Dans ce contexte, les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont peu évolué par rapport aux projections précédentes. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'établir à 6,2 % cette année, avant de se ralentir à 4,2 % et 3,7 % en 2022 et 2023, respectivement. Toutefois, la demande étrangère adressée à la zone euro a été révisée à la hausse par rapport aux projections précédentes. Elle devrait augmenter de 8,6 % cette année et de 5,2 % en 2022 et 3,4 % en 2023. Cette évolution reflète principalement un renforcement de la demande en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni, qui sont les principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour cette année dans un contexte de hausse des prix des matières premières et d'augmentation de la demande. Les risques entourant le scénario de base mondial sont principalement liés à l'évolution future de la pandémie. Les autres risques pesant sur les perspectives d'évolution de l'activité mondiale sont jugés globalement équilibrés, tandis que ceux entourant l'inflation mondiale sont orientés à la hausse.

Les conditions financières ont continué de se durcir légèrement dans la zone euro depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, dans un contexte de sentiment positif à l'égard du risque. Au cours de la période sous revue (du 11 mars au 9 juin 2021), les rendements des obligations souveraines de la zone euro et leurs écarts de rendement par rapport au taux des *swaps* au jour le jour (OIS) ont légèrement augmenté, principalement dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques au vu des progrès des campagnes de vaccination dans la zone euro et de la poursuite des mesures de soutien. La courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA) s'est inscrite en légère hausse sur les échéances à moyen et long terme, tandis que la partie courte de la courbe est restée largement inchangée, laissant penser qu'aucune modification imminente des taux directeurs n'est anticipée à très court terme. Les prix des actions ont également augmenté, soutenus par une combinaison de taux d'actualisation toujours relativement bas et de forte reprise des anticipations de croissance des bénéfices des entreprises. Reflétant les prix des actions, les écarts de rendement des

obligations du secteur des entreprises de la zone euro ont continué de se réduire et sont ressortis à des niveaux observés pour la dernière fois avant mars 2020. Sur les marchés des changes, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement raffermi.

Au premier trimestre de l'année, le PIB en volume de la zone euro s'est une nouvelle fois contracté, de 0,3 %, pour s'établir à un niveau inférieur de 5,1 % à son niveau d'avant la pandémie au quatrième trimestre 2019. Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs et les indicateurs à haute fréquence signalent une amélioration notable de l'activité au deuxième trimestre de l'année. Les enquêtes auprès des entreprises laissent entrevoir une forte reprise de l'activité dans le secteur des services avec la baisse du nombre d'infections, ce qui va permettre une normalisation progressive des activités entraînant de nombreux contacts. La production manufacturière reste robuste, soutenue par la vigueur de la demande mondiale, bien que des goulets d'étranglement du côté de l'offre puissent ralentir l'activité industrielle à court terme. Le renforcement des indicateurs de la confiance des consommateurs suggère un net rebond de la consommation privée dans la période à venir. L'investissement des entreprises résiste, malgré la détérioration des bilans et l'incertitude persistante pesant sur les perspectives économiques. En ce qui concerne l'avenir, la croissance devrait continuer de se renforcer fortement au second semestre 2021 grâce au nouvel assouplissement des mesures d'endiguement permis par les progrès dans les campagnes de vaccination. À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait être favorisée par une demande mondiale et intérieure plus forte et par le soutien continu apporté par les politiques monétaire et budgétaires.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2021 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 4,6 % en 2021, 4,7 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, les perspectives concernant l'activité économique ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, et demeurent inchangées pour 2023.

Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés. D'une part, une reprise encore plus forte pourrait être projetée sur la base de perspectives plus favorables concernant la demande mondiale et d'une diminution plus rapide que prévu de l'épargne des ménages lorsque les restrictions sociales et en matière de déplacements auront été levées. De l'autre, la poursuite de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et ses implications sur les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro s'est accélérée, passant de 1,3 % en mars à 1,6 % en avril et 2,0 % en mai 2021. Cette évolution est principalement due à une forte augmentation des prix de l'énergie, reflétant à la fois d'importants effets de base haussiers et des hausses en rythme mensuel, et, dans une moindre mesure, à une légère augmentation des prix des biens industriels non énergétiques. L'inflation totale devrait encore

s'accélérer à l'automne, surtout en raison de la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne. Elle devrait se ralentir à nouveau au début de l'année prochaine, avec la dissipation des facteurs temporaires et l'atténuation des évolutions des prix mondiaux de l'énergie. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître légèrement cette année, du fait de contraintes temporaires sur l'offre et de la reprise de la demande intérieure. Ces tensions demeureront cependant modérées dans l'ensemble, reflétant notamment la faiblesse des tensions sur les salaires, dans le contexte d'une sous-utilisation des capacités économiques toujours forte, 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 sous-jacente 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 faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2021 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, qui anticipent une inflation annuelle de 1,9 % en 2021, 1,5 % en 2022 et 1,4 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 des services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Elles sont restées inchangées pour 2023, car l'accélération de l'inflation sous-jacente est compensée, dans une large mesure, par le ralentissement attendu de la hausse des prix de l'énergie. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, révisée à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection par rapport aux projections de mars 2021, devrait se renforcer et passer de 1,1 % en 2021 à 1,3 % en 2022 et à 1,4 % en 2023.

La création monétaire dans la zone euro s'est ralentie en avril 2021, montrant les premiers signes d'une stabilisation après la très forte expansion monétaire associée à la crise du coronavirus. La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie, s'établissant à 9,2 % en avril 2021, après 10,0 % en mars et 12,3 % en février. Le ralentissement observé en mars et avril a été en partie dû à de forts effets de base baissiers liés à l'arrêt de la prise en compte des importantes entrées enregistrées au cours de la phase initiale de la pandémie dans les statistiques de la croissance annuelle. Cette évolution reflète également une modération des dynamiques monétaires à plus court terme, en raison principalement d'une atténuation des évolutions des dépôts des ménages et des entreprises en avril et d'une baisse des besoins de liquidité avec l'amélioration de la situation pandémique. Les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème restent la plus importante source de création monétaire. Bien qu'il enregistre également une baisse, l'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Sa forte contribution est en adéquation avec une préférence toujours marquée pour la liquidité dans le secteur détenteur de

monnaie et un faible coût d'opportunité de la détention des formes de monnaie les plus liquides.

Le taux de croissance en rythme annuel des prêts au secteur privé est revenu à 3,2 % en avril, après 3,6 % en mars et 4,5 % en février. Cette baisse est intervenue dans un contexte de dynamiques opposées du crédit aux sociétés non financières et de celui consenti aux ménages. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a fléchi, revenant à 3,2 % en avril après 5,3 % en mars et 7,0 % en février. Ce ralentissement reflète d'importants effets de base négatifs et des octrois anticipés de prêts, accordés en mars plutôt qu'en avril. Le taux de croissance en rythme annuel des prêts aux ménages a atteint 3,8 % en avril, contre 3,3 % en mars et 3,0 % en février, grâce à d'importants flux mensuels et à des effets de base positifs. Globalement, les mesures prises par le Conseil des gouverneurs, combinées aux mesures adoptées par les gouvernements nationaux et les autres institutions européennes, restent essentielles pour soutenir les conditions du crédit bancaire et favoriser l'accès au financement, en particulier pour ceux qui sont les plus affectés par la pandémie.

Sous l'effet du ralentissement économique très prononcé durant la pandémie de coronavirus et d'une réaction budgétaire vigoureuse, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro a fortement augmenté pour atteindre 7,3 % du PIB en 2020 contre 0,6 % en 2019. Cette année, de nouvelles vagues de la pandémie ayant touché les pays de la zone euro, de nombreuses mesures d'urgence ont été prolongées et un soutien supplémentaire à la reprise a été mis en place. En conséquence, les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème ne prévoient qu'une légère amélioration du solde budgétaire des administrations publiques dans la zone euro qui ressortirait à – 7,1 % du PIB en 2021. Toutefois, avec l'atténuation de la pandémie et la confirmation de la reprise économique, le ratio de déficit devrait diminuer plus rapidement, pour ressortir à 3,4 % en 2022 et 2,6 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. La dette de la zone euro devrait atteindre un pic juste au-dessous de 100 % du PIB en 2021 et revenir à 95 % du PIB environ en 2023, soit quelque 11 points de pourcentage de plus qu'avant la crise du coronavirus. Néanmoins, une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle car un retrait prématuré du soutien budgétaire pourrait affaiblir la reprise et aggraver les séquelles à long terme de la crise. Il convient donc que les politiques budgétaires nationales maintiennent leur soutien crucial, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie en cours et aux mesures d'endiguement associées. Cependant, les mesures budgétaires doivent rester temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. En complément des mesures budgétaires nationales, le plan *Next Generation EU* devrait jouer un rôle essentiel en contribuant à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme. Il devrait accroître la résilience économique et le potentiel de croissance des économies des États membres de l'UE, en particulier si les fonds sont déployés en faveur de dépenses publiques productives et si cela s'accompagne de politiques structurelles de renforcement de la productivité. Selon les projections macroéconomiques de juin, la combinaison des dons et des prêts dans le cadre du

programme *Next Generation EU* devrait apporter un soutien représentant environ 0,5 % du PIB par an entre 2021 et 2023.

Les décisions de politique monétaire

Le 10 juin 2021, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire afin de préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie, qui sont indispensables à la poursuite de la reprise économique et au maintien de la stabilité des prix.

1. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE. Il prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.
2. Le Conseil des gouverneurs continuera à effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), avec une enveloppe totale 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. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats nets au titre du PEPP se poursuivront à un rythme nettement plus élevé au cours du trimestre à venir 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. De plus, 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.

3. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. De plus, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
4. Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. Les financements obtenus par le biais de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, 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 continuera également de surveiller les évolutions du taux de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs est prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème suggèrent que la reprise de l'activité économique mondiale s'est poursuivie au tournant de l'année. Alors que l'activité au quatrième trimestre 2020 s'est révélée légèrement plus forte qu'anticipé dans les projections précédentes, l'économie mondiale a démarré l'année 2021 dans un contexte moins porteur, sur fond de recrudescence des infections à la Covid-19 et de durcissement des mesures d'endiguement. Des enquêtes récentes signalent une dynamique soutenue de l'activité mondiale, même si des signes de divergence entre les économies avancées et les économies de marché émergentes, ainsi qu'entre le secteur manufacturier et celui des services, deviennent plus visibles. La relance budgétaire de grande ampleur approuvée par l'Administration Biden devrait renforcer la reprise aux États-Unis, avec des retombées positives au niveau mondial. Dans ce contexte, les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont peu évolué par rapport aux projections précédentes. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'établir à 6,2 % cette année, avant de revenir à 4,2 % en 2022 et 3,7 % en 2023. Toutefois, la demande étrangère adressée à la zone euro a été révisée à la hausse par rapport aux projections précédentes. Elle devrait augmenter de 8,6 % cette année et de 5,2 % et 3,4 %, respectivement, en 2022 et 2023. Cette évolution reflète principalement un renforcement de la demande en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni, qui sont les principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour cette année dans un contexte de hausse des prix des matières premières et d'augmentation de la demande. Les risques entourant les projections de référence au niveau mondial sont principalement liés à l'évolution future de la pandémie. Les autres risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale sont jugés globalement équilibrés, tandis que ceux pour l'inflation mondiale sont orientés à la hausse.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

La reprise de l'activité économique mondiale s'est poursuivie au tournant de l'année, malgré l'intensification de la pandémie. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) s'est établie à 2,6 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2020, un niveau plus élevé que ne le prévoyaient les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE. Toutefois, l'économie mondiale a démarré l'année dans un contexte moins porteur, car une recrudescence des infections a conduit les gouvernements à durcir les mesures d'endiguement. Par conséquent, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'être fortement ralentie au premier trimestre 2021, revenant à 0,7 % en rythme trimestriel. Ce profil d'évolution reflète le ralentissement de la croissance dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. Cela étant, l'activité dans les économies avancées a mieux résisté que prévu dans les projections précédentes, les ménages et les entreprises s'étant mieux adaptés

aux confinements et des mesures de soutien supplémentaires ayant été mises en place. En revanche, le ralentissement a été plus prononcé dans les économies de marché émergentes (EME).

La pandémie s'est intensifiée dans les EME, tandis que la situation s'est sensiblement améliorée dans les économies avancées avec le déploiement des campagnes de vaccination. Plus tôt cette année, la situation s'est également détériorée en Europe, tandis que la rapidité de la vaccination au Royaume-Uni et aux États-Unis a contribué à faire baisser le nombre de nouvelles infections dans les économies avancées dans leur ensemble. La situation pandémique dans les EME demeure précaire et continue d'être le facteur essentiel déterminant les évolutions économiques dans les différents pays.

À l'heure actuelle, les données d'enquêtes font état d'une dynamique soutenue de l'activité mondiale avec des signes plus visibles de divergence entre les différents pays et secteurs. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a atteint 58,8 en mai – un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme et qui se situe également en dehors de son intervalle interquartile historique. Même si la dynamique soutenue est généralement constatée aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les services, certaines différences entre les pays et les secteurs sont devenues plus visibles dernièrement. Premièrement, la dynamique de croissance dans les économies avancées est robuste et s'est encore renforcée récemment. Cette situation contraste avec les EME où l'activité continue de s'améliorer à un rythme plus lent (graphique 1, partie haute). Deuxièmement, le rythme de l'expansion économique s'est fortement accéléré dans le secteur des services avec la levée des restrictions. L'expansion rapide doit également être considérée dans le contexte d'une reprise qui débute à partir de niveaux bas, en particulier dans les services nécessitant de nombreux contacts. En revanche, la production manufacturière, qui s'est montrée plus résistante au plus fort de la pandémie, continue de croître à un rythme plus faible, mais toujours soutenu, dans un contexte marqué par des facteurs défavorables liés à des contraintes d'offre (graphique 1, partie basse).

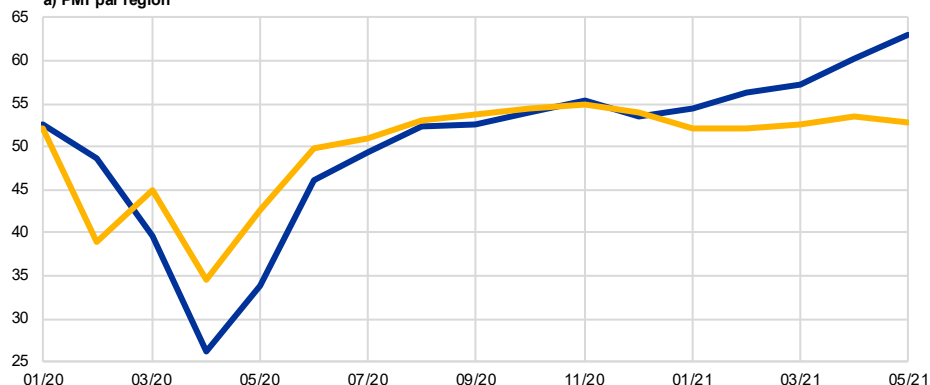
Graphique 1

Indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) par régions et secteurs

(indices de diffusion)

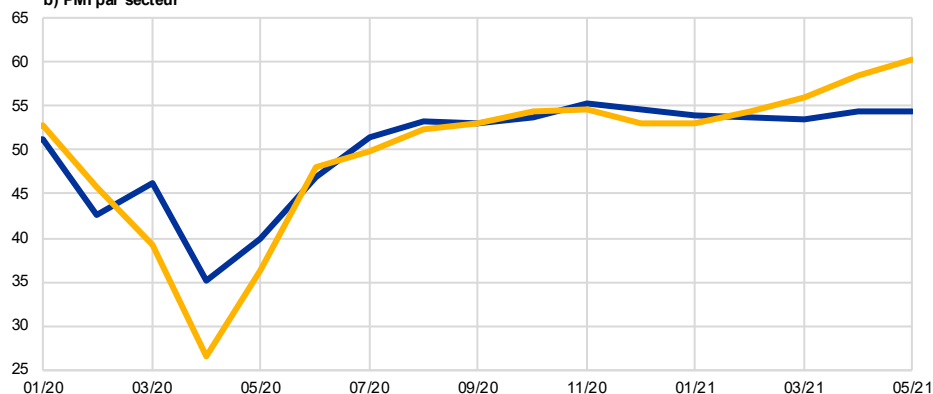
— Économies avancées hors zone euro
— Économies de marché émergentes

a) PMI par région



— Secteur manufacturier
— Services

b) PMI par secteur



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2021.

La reprise mondiale a été soutenue par des conditions financières très accommodantes.

Dans les économies avancées et les économies de marché émergentes, les conditions financières demeurent favorables, la hausse des rendements obligataires ayant été compensée par la hausse des prix des actions et la réduction des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises.

Les perspectives à court terme pour l'économie mondiale continuent d'être déterminées par l'évolution potentielle de la pandémie.

Dans les économies avancées hors zone euro, le déploiement rapide de la vaccination laisse espérer que la pandémie pourra être contenue et que les économies pourront rouvrir progressivement puis se redresser assez rapidement. Cela contraste avec la situation pandémique dans certaines grandes économies émergentes, où l'activité économique devrait s'être encore affaiblie malgré les restrictions relativement limitées imposées à ce jour par les autorités sur les déplacements.

L'importante relance budgétaire approuvée par l'Administration Biden, qui renforcera la reprise aux États-Unis, devrait avoir des répercussions positives sur l'économie mondiale.

Le plan de sauvetage américain (*American Rescue Plan*, ARP) portant au total sur 1 900 milliards de dollars (8,9 % du PIB) comprend un nouvel allongement de la durée d'indemnisation du chômage, des versements ponctuels supplémentaires aux ménages et une augmentation des dépenses au niveau local et au niveau des États pour financer les efforts de santé publique et l'éducation. Les chèques de relance supplémentaires envoyés depuis la promulgation de la loi relative à l'ARP à la mi-mars, devraient stimuler la consommation privée au cours des prochains trimestres, entraînant des répercussions positives sur les autres pays par le biais des liens commerciaux. Dans le même temps, l'Administration Biden a annoncé deux nouveaux plans budgétaires à moyen terme, à savoir le plan pour l'emploi américain (*American Jobs Plan*) et le plan pour les familles américaines (*American Families Plan*). Le premier plan propose que divers investissements en infrastructures soient financés en partie par une augmentation de l'impôt sur les sociétés, tandis que le second, qui se concentre sur les dépenses de protection sociale et les crédits d'impôt, est presque entièrement financé par une augmentation de l'impôt sur le revenu. Dans l'ensemble, on estime que l'impact des deux plans sur l'activité économique est plus limité que celui de l'ARP en raison de leur mise en œuvre sur une décennie et du fait qu'ils seront financés par une augmentation des impôts.

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont peu évolué par rapport aux projections précédentes.

La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'établir à 6,2 % cette année, avant de se ralentir à 4,2 % en 2022 et 3,7 % en 2023. Elle a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage en 2021 et à la hausse de 0,3 point de pourcentage en 2022 par rapport aux projections précédentes et elle est demeurée inchangée pour 2023. Cette évolution s'explique par l'interaction de plusieurs facteurs, notamment l'aggravation de la pandémie dans les économies avancées au début de l'année et dans les EME plus récemment, ainsi que par les effets macroéconomiques de la relance budgétaire massive aux États-Unis et par l'amélioration des perspectives dans d'autres économies avancées en raison du déploiement rapide des vaccins. Parmi les EME, les perspectives à court terme se sont fortement détériorées en Inde en raison de l'aggravation des conditions épidémiologiques. Toutefois, les indicateurs relatifs à la mobilité et les indicateurs économiques suggèrent que les retombées de la vague actuelle pourraient ne pas être aussi graves que celles observées au printemps dernier.

Aux États-Unis, l'activité économique devrait croître sous l'effet des mesures de soutien de grande ampleur et d'une réouverture progressive de l'économie.

Après une robuste croissance trimestrielle de 6,4 % en termes annualisés au premier trimestre 2021, l'activité devrait continuer de s'accélérer au deuxième trimestre, dans un contexte de fortes dépenses de consommation soutenues par le versement du soutien public direct au revenu accordé aux ménages. Dans le même temps, sur le marché du travail, le taux de vacance d'emploi s'est établi à des niveaux élevés, tandis que le taux de chômage est demeuré relativement haut. Cela laisse penser que l'inadéquation entre les compétences des demandeurs d'emploi et

celles réclamées par les entreprises ainsi que la pénurie de travailleurs dans les secteurs des services nécessitant de nombreux contacts pourraient constituer des facteurs défavorables au moment où l'économie rouvre. Les enquêtes sur l'emploi indiquent que la croissance du salaire horaire s'est accélérée en avril et que le nombre d'heures travaillées par semaine a atteint un niveau record, en particulier dans les secteurs où le nombre de postes vacants est élevé, tels que la restauration. La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 4,2 % en avril. Si la hausse de l'inflation totale a principalement résulté d'une forte augmentation annuelle de la composante énergie, l'inflation sous-jacente a également fortement augmenté, les secteurs durement touchés par la pandémie ayant sensiblement relevé leurs prix au fur et à mesure de la réouverture de l'économie, par exemple les prix des billets d'avion et des hébergements. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales ont pesé sur la production automobile aux États-Unis et devraient avoir contribué à la hausse des prix des voitures d'occasion en avril.

Au Royaume-Uni, les dépenses budgétaires et la prolongation des mesures clés prises en réponse à la crise du coronavirus devraient soutenir l'économie.

La croissance du PIB en volume s'est contractée de 1,5 % au premier trimestre 2021, lorsqu'un confinement strict était en vigueur. Cette contraction relativement modérée suggère que les entreprises et les ménages se sont bien adaptés aux restrictions gouvernementales. La consommation privée a néanmoins contribué négativement, de même que l'inversion significative des stocks accumulés à la fin de l'année dernière en réponse aux craintes d'un Brexit « sans accord ». Toutefois, vers la fin du premier trimestre, avec les progrès de la vaccination et l'assouplissement progressif des restrictions imposées sur les déplacements, l'activité économique a commencé à se redresser. Les enquêtes auprès des entreprises, la confiance des consommateurs et les indicateurs de suivi de la mobilité font tous état d'un fort rebond au deuxième trimestre. La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 1,5 % en avril, après 0,7 % le mois précédent, tandis que l'inflation sous-jacente s'est accélérée pour s'établir à 1,3 % en avril, après 1,1 % en mars. La hausse de l'inflation a principalement résulté des prix de l'énergie, l'augmentation récente des prix du pétrole ayant commencé à se répercuter sur les prix de l'énergie au niveau des ménages, ce qui a accentué la hausse des prix des transports. En ce qui concerne l'avenir, au cours des prochains mois, l'inflation totale devrait poursuivre sa hausse vers la cible de 2 % fixée par la Banque d'Angleterre, principalement en raison d'effets de base découlant de la faiblesse des tensions sur les prix au printemps 2020 et de l'incidence des récentes hausses des prix de l'énergie.

En Chine, l'activité économique devrait continuer de croître à un rythme régulier sur l'horizon de projection. En mai, les données d'enquêtes ont fait état d'une dynamique de croissance régulière. Cette évolution fait suite à des résultats plus faibles que prévu de la croissance de la production industrielle et des ventes au détail au cours du mois précédent, tandis que la croissance des exportations a été solide en avril et se généralise dans le contexte d'un renforcement de la demande mondiale. Les politiques expansionnistes ont également continué de soutenir la reprise, même si l'orientation devient progressivement plus équilibrée. À plus long terme, avec l'amélioration des perspectives en termes d'emploi et de revenus, la

consommation privée devrait remplacer l'investissement comme principal moteur de l'activité économique. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement accélérée, ressortant à 1,3 % en mai contre 0,9 % en avril. La hausse des prix à la consommation est demeurée modérée dans l'ensemble. Alors que les prix de l'énergie ont fortement augmenté, la hausse des prix des produits alimentaires reste contenue grâce à la reprise de l'offre de viande de porc, après l'épidémie de peste porcine africaine survenue l'an dernier. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production a atteint 9,0 % en mai.

Au Japon, la reprise devrait reprendre plus fermement plus tard cette année et se poursuivre à un rythme modéré par la suite.

La demande intérieure plus forte, à la suite d'un assouplissement des mesures d'endiguement ainsi que la poursuite du soutien budgétaire et le redressement de la demande extérieure devraient favoriser la reprise progressive mais régulière de l'activité. Le PIB en volume a chuté de 1,3 % au premier trimestre 2021, lorsque le deuxième état d'urgence, entré en vigueur entre début janvier et mi-mars, a pesé sur la consommation privée et l'investissement des entreprises. Le troisième état d'urgence annoncé fin avril et les progrès limités en matière de vaccination devraient reporter une reprise plus ferme au second semestre de cette année. La hausse annuelle de l'IPC global s'est établie à - 0,4 % en avril, l'impact de la hausse des prix de l'énergie ayant été contrebalancé par une forte baisse des frais de téléphonie mobile. La hausse annuelle de l'IPC devrait s'accélérer progressivement sur l'horizon de projection, tout en restant inférieure à l'objectif de la Banque du Japon.

Dans les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE, la reprise s'est sensiblement ralentie au tournant de l'année.

Elle devrait encore se ralentir à court terme, la détérioration de la situation pandémique continuant de peser sur l'activité. Une fois que les confinements seront assouplis et que des progrès seront accomplis en matière de vaccination, l'activité devrait se raffermir progressivement, soutenue par des politiques budgétaires et monétaires accommodantes.

Dans les grands pays exportateurs de matières premières, l'activité économique se redresse dans le sillage du renforcement de la demande mondiale.

En Russie, après une récession relativement modérée l'année dernière, l'activité économique a légèrement augmenté au premier trimestre selon les estimations. À plus long terme, la hausse de la demande mondiale de pétrole, ainsi que le rebond de la consommation et de l'investissement devraient soutenir l'activité sur l'horizon de projection. Au Brésil, l'activité a continué de se redresser au premier trimestre et s'est inscrite à des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant la pandémie malgré la recrudescence des infections. À l'avenir, le renforcement de la demande étrangère et de la consommation privée devrait alimenter la reprise. En revanche, la politique monétaire a été durcie récemment, tandis que la marge de manœuvre budgétaire reste limitée.

En Turquie, la demande intérieure se ralentit dans un contexte de retrait progressif des mesures de relance du crédit.

En outre, l'incertitude accrue quant à la politique suivie par les autorités et l'affaiblissement de la confiance des marchés continuent de peser sur les perspectives économiques à court terme. L'impact du ralentissement de l'absorption domestique sur l'activité économique a été compensé

par une amélioration des performances à l'exportation au premier trimestre 2021. À plus long terme, à condition que le récent changement de cap de la politique économique au profit de la stabilité macroéconomique soit durable, la croissance du PIB en volume devrait rester modérée mais plus équilibrée.

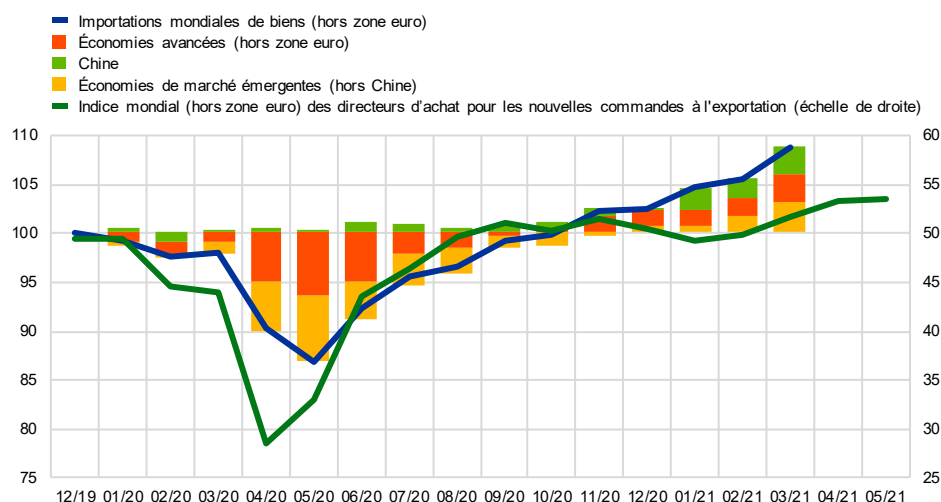
La reprise des échanges internationaux se poursuit à un rythme soutenu, la demande intérieure se renforçant dans les économies avancées et en Chine.

Après la reprise dynamique des importations mondiales de biens (hors zone euro) fin 2020, la dynamique de la croissance s'est légèrement ralentie plus récemment. La reprise est principalement liée à une amélioration de l'absorption domestique dans les principales économies avancées et en Chine, malgré un accès de volatilité observé autour de la période des fêtes du Nouvel An lunaire (graphique 2). Même si les échanges internationaux de services s'accélèrent, leur remontée par rapport au point bas atteint à la fin du printemps 2020 demeure progressive, dans la mesure où les mesures d'endiguement et les restrictions imposées sur les déplacements restent en vigueur. À court terme, la reprise des échanges commerciaux devrait se poursuivre au même rythme. L'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a encore augmenté en mai, restant bien au-dessus de sa moyenne de long terme, ce qui va dans le sens d'une nouvelle accélération du commerce mondial à court terme. Toutefois, les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales continuent de créer des obstacles à la reprise du commerce mondial. Les indicateurs à haute fréquence relatifs aux goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, tels que l'indice des directeurs d'achat (PMI) concernant les arriérés de travail, ont atteint leurs niveaux les plus élevés depuis la période qui a suivi la crise financière mondiale, tandis que les délais de livraison des fournisseurs ressortant du PMI se sont allongés et se situent désormais à un niveau proche du point haut historique enregistré au plus fort de la pandémie. En outre, le niveau élevé du PMI relatif au ratio nouvelles commandes/stocks et de celui concernant les arriérés de travail indique que la production a du mal à répondre à une demande forte et croissante, en particulier dans les secteurs de la technologie et de l'automobile.

Graphique 2

Importations mondiales de biens (hors zone euro) et nouvelles commandes à l'exportation

(échelle de gauche : indice, décembre 2019 = 100 ; échelle de droite : indice 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 mai 2021 pour les données de l'indice des directeurs d'achat et à mars 2021 pour les importations mondiales de marchandises.

L'amélioration des perspectives économiques pour les principaux partenaires commerciaux de la zone euro a entraîné une augmentation de la demande étrangère adressée à la zone euro.

La demande étrangère adressée à la zone euro devrait croître de 8,6 % cette année et de 5,2 % et 3,4 % en 2022 et 2023, respectivement – soit une révision à la hausse pour les trois années par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE. Cette évolution reflète principalement la demande plus forte que prévu en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni, malgré des résultats plus faibles qu'attendu au premier trimestre. Globalement, des résultats plus positifs au début de l'année et une amélioration des perspectives économiques pour certains partenaires commerciaux importants de la zone euro impliquent que l'écart entre la trajectoire du commerce mondial et sa trajectoire antérieure à la pandémie s'est encore réduit. Les importations mondiales (hors zone euro) ont également été révisées à la hausse sur l'horizon de projection et leur croissance devrait s'établir à 10,8 % en 2021, avant de se ralentir à 4,9 % en 2022 et 3,7 % en 2023.

Les risques pesant sur les projections de référence relatives à la croissance mondiale sont jugés globalement équilibrés, tandis que ceux entourant l'inflation mondiale sont orientés à la hausse.

Conformément aux exercices de projection précédents, deux scénarios alternatifs relatifs aux perspectives économiques mondiales sont utilisés pour illustrer l'incertitude entourant l'évolution future de la pandémie. Ces scénarios reflètent l'interaction entre les évolutions de la pandémie et la trajectoire d'évolution associée des mesures d'endiguement ¹. D'autres risques pesant sur les perspectives d'évolution de l'activité mondiale sont

¹ Pour plus de précisions, cf. la section 5 intitulée « Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro » dans les Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021.

liés à la réduction plus rapide que prévu actuellement de l'excédent d'épargne accumulé dans les économies avancées durant la pandémie. Cela pourrait conduire à une augmentation de la consommation privée dans ces économies et donc de l'activité et de l'inflation. Les perspectives d'une reprise plus forte et plus rapide dans les économies avancées peuvent modifier les anticipations des intervenants de marché relatives aux perspectives d'évolution de la politique monétaire au niveau mondial et accroître le risque d'une réévaluation des prix sur les marchés financiers mondiaux. Ce type de réévaluation des prix pèse généralement davantage sur les EME, notamment celles dont les fondamentaux sont faibles. Elle accentuerait les risques associés à un endettement élevé dans les économies de marché avancées et émergentes. Si les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales durent plus longtemps que supposé actuellement, il pourrait en résulter des tensions inflationnistes plus fortes et des facteurs défavorables à la reprise de l'activité et des échanges au niveau mondial.

Évolutions des prix au niveau mondial

Les prix mondiaux des matières premières ont encore augmenté depuis les précédentes projections. La flambée des prix qui avait déjà commencé l'été dernier s'est interrompue temporairement en mars dans un contexte de volatilité du sentiment du marché face à la hausse des rendements des obligations souveraines. Cela a entraîné une légère correction des prix du pétrole, tandis que les prix des produits alimentaires et des métaux sont restés globalement stables. Depuis lors, toutefois, les prix ont augmenté, dans la mesure où les politiques publiques accommodantes, conjuguées à la poursuite du déploiement des vaccins et à la levée attendue des mesures d'endiguement, ont entraîné une amélioration des perspectives relatives à la demande de produits de base. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande mondiale de pétrole devrait recouvrer la majeure partie du volume perdu durant la pandémie d'ici fin 2021. Dans ce contexte, l'OPEP+ a progressivement révisé à la hausse ses objectifs de production, ce qui inclut également la suppression progressive des réductions unilatérales de la production par l'Arabie saoudite. Globalement, les prix mondiaux du pétrole sont déterminés par la combinaison d'une hausse de la demande et d'un accroissement progressif de l'offre et sont également soutenus par un sentiment positif à l'égard du risque au niveau mondial.

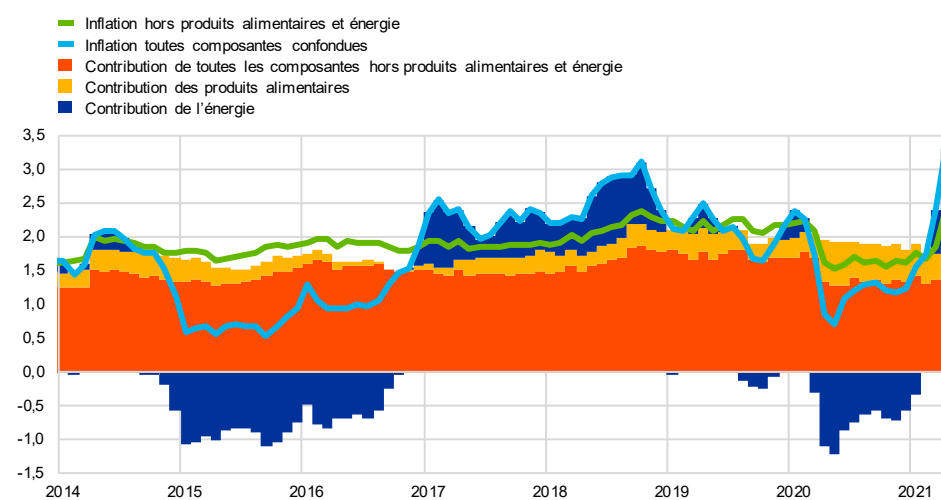
La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale devrait s'accroître dans un contexte d'augmentation des prix des matières premières et de redressement de la demande. Toutefois, la hausse prévue de l'inflation devrait être transitoire, compte tenu du niveau de sous-utilisation des capacités dans l'économie mondiale et de l'ancrage des anticipations d'inflation. Dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 3,3 % en avril contre 2,4 % en mars (graphique 3). Les prix de l'énergie ont fortement augmenté, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires a continué de se ralentir en avril. La hausse de l'indice sous-jacent des prix à la consommation (hors produits alimentaires et énergie) a atteint 2,4 % en avril après 1,8 % le mois précédent. La hausse annuelle

des prix à la consommation s'est accélérée dans toutes les économies avancées mais est restée en territoire négatif au Japon. En ce qui concerne les principales EME n'appartenant pas à l'OCDE, en Chine, l'inflation totale annuelle a renoué plus fermement avec des valeurs positives après deux trimestres d'inflation proche de zéro.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

La hausse de l'inflation observée cette année et son ralentissement progressif attendu par la suite sont également intégrés dans les projections relatives aux prix à l'exportation des concurrents de la zone euro. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale) devraient nettement augmenter au cours de l'année. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour cette année dans un contexte de hausse des prix des matières premières et d'augmentation de la demande. À plus long terme, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro sont globalement comparables aux projections antérieures.

Si la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le haut sur les échéances de moyen à long terme, la partie courte de la courbe est restée majoritairement identique, ce qui suggère l'absence d'anticipations d'une modification imminente des taux directeurs à très court terme. Au cours de la période sous revue (du 11 mars au 9 juin 2021), les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont modérément augmenté, principalement dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques en raison des progrès des campagnes de vaccination dans l'ensemble de la zone euro, conjugués à la poursuite du soutien apporté par les politiques publiques. Le creusement plus récent des écarts de rendement souverains par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) dans toutes les juridictions peut également être lié en partie aux spéculations relatives à un ralentissement précoce des achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Les cours des actions ont également augmenté, à la faveur d'une forte reprise des prévisions de croissance des bénéfices des entreprises, tandis que les taux d'actualisation sont restés relativement bas. De façon symétrique aux cours des actions, les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de se resserrer pour ressortir à des niveaux observés pour la dernière fois antérieurement à mars 2020. Sur les marchés des changes, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement apprécié.

L'Eonia et le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 48 points de base et – 57 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue². L'excédent de liquidité a augmenté de 516 milliards d'euros approximativement pour s'établir à 4 207 milliards environ, reflétant principalement les achats d'actifs dans le cadre du 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. Ces injections de liquidités ont été partiellement contrebalancées par les évolutions des facteurs autonomes et par l'arrivée à échéance des opérations TLTRO II.

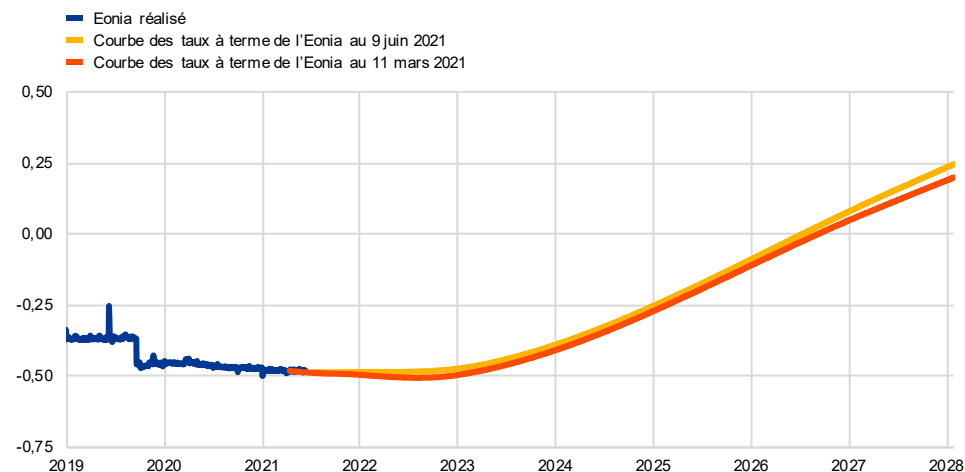
Si la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le haut sur les échéances de moyen à long terme au cours de la période sous revue, la partie à court terme de la courbe est restée globalement inchangée et continue d'indiquer l'absence d'anticipations d'une modification imminente du taux de la facilité de dépôt (graphique 4). La partie courte de la courbe des taux à terme de l'Eonia est actuellement presque totalement plate, ce qui laisse penser que les intervenants sur les marchés financiers n'anticipent pas une réduction ou un relèvement imminent des taux. Le taux au comptant à dix ans de l'Eonia a augmenté de 6,2 points de base.

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

Graphique 4

Taux à terme de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

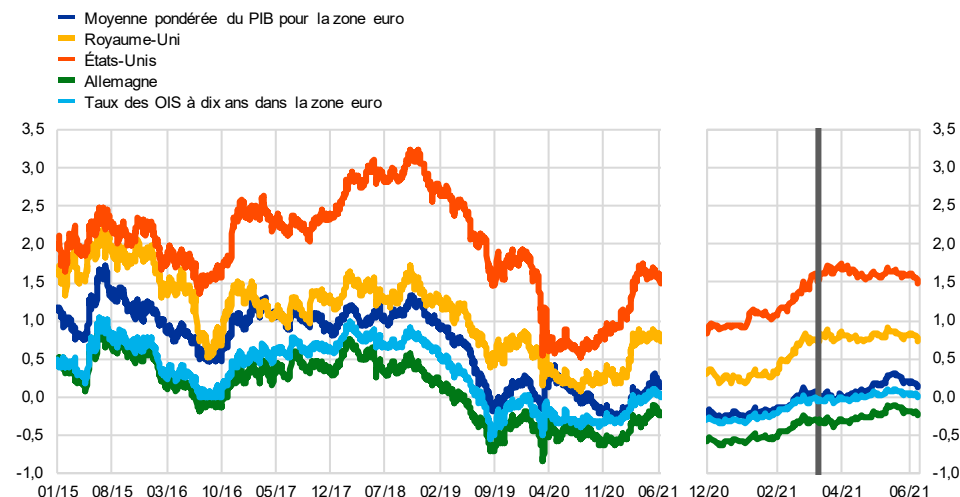
Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro se sont légèrement accrus au cours de la période sous revue (graphique 5).

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté, notamment sous l'effet de primes de terme devenant moins négatives. L'embellie sur le front sanitaire et l'amélioration correspondante de l'évaluation des perspectives économiques par les intervenants de marché ont contribué à cette évolution. Plus précisément, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 14 points de base pour atteindre 0,13 %. Dans le même temps, les rendements des obligations souveraines à dix ans aux États-Unis et au Royaume-Uni ont légèrement baissé pour s'établir à 1,49 % et à 0,73 %, respectivement.

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 mars 2021). La dernière observation se rapporte au 9 juin 2021.

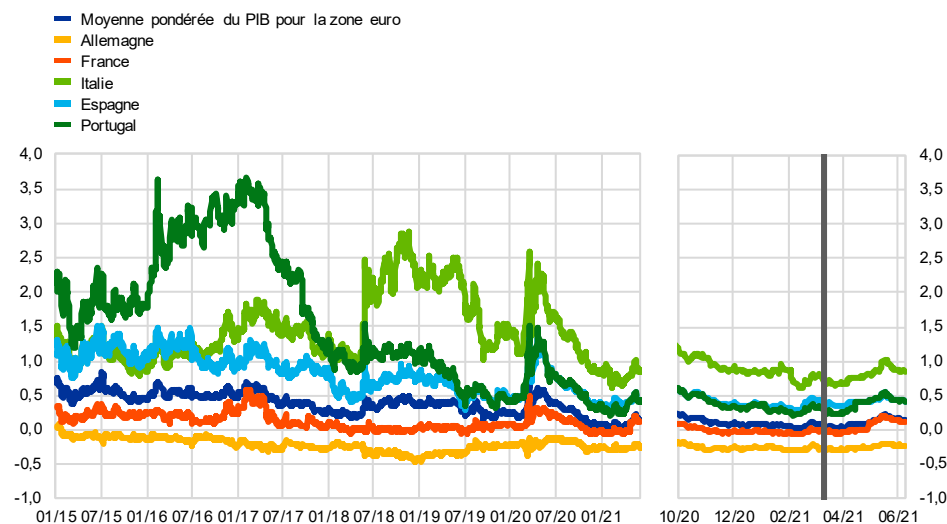
Les écarts de rendement à long terme des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux OIS ont modérément augmenté (graphique 6).

Si le creusement des écarts de rendement au cours de la période sous revue peut être attribué en partie à une augmentation des primes de risque de crédit, les variations observées plus récemment pourraient là encore être liées aux spéculations relatives à des ajustements du rythme des achats dans le cadre du PEPP ainsi qu'à une offre importante d'obligations souveraines. Dans l'ensemble, la hausse des écarts souverains a concerné l'ensemble des pays, les écarts de rendement à dix ans italien, portugais et français augmentant de 16, 15 et 15 points de base pour s'établir à 0,83 %, 0,40 % et 0,11 %, respectivement. Sur la même période, les écarts de rendement à dix ans allemand et espagnol ont augmenté, de 3 points de base et 4 points de base, pour atteindre respectivement – 0,25 %, et 0,41 %.

Graphique 6

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

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

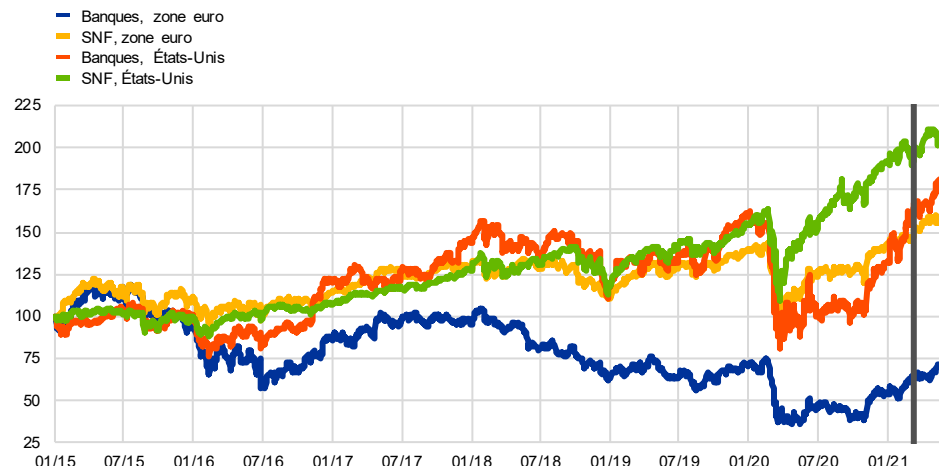
Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 mars 2021). La dernière observation se rapporte au 9 juin 2021.

Les cours des actions ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, atteignant des sommets historiques aux États-Unis, sur fond de hausse des prévisions de croissance des bénéfices et de taux d'actualisation restant à des niveaux toujours relativement bas (graphique 7). Les cours des actions de la zone euro ont augmenté dans un contexte de faiblesse persistante des taux d'actualisation et, surtout, de forte reprise des prévisions de croissance des bénéfices des entreprises. Toutefois, les marchés boursiers continuent de signaler une reprise inégale selon les secteurs et les pays. Dans le même temps, il n'y a pas de signes manifestes de surévaluation ou de prise de risque excessive. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté de 7,9 % et 5,4 %, respectivement, tandis que les cours des actions des banques dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté de 11 % et 8,6 %.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

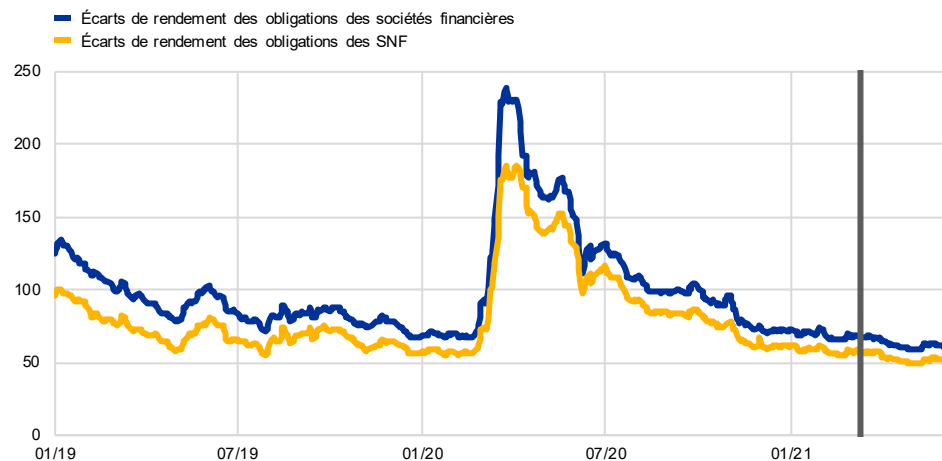
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 mars 2021). La dernière observation se rapporte au 9 juin 2021.

Les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro se sont légèrement resserrés, à des niveaux observés pour la dernière fois antérieurement à mars 2020 (graphique 8). De façon symétrique à la hausse des cours des actions, les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de diminuer. Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier (par rapport au taux sans risque) se sont resserrés de 8 points de base et 9 points de base, respectivement, pour s'établir aux niveaux d'avant la pandémie. Les raisons de la poursuite de ce resserrement sont probablement liées à de nouvelles améliorations des perspectives macroéconomiques, conjuguées au soutien sans précédent apporté par les politiques publiques, et à l'opinion actuellement relativement favorable des agences de notation à l'égard des risques de crédit à court terme. Pourtant, des poches de vulnérabilité subsistent et le niveau actuel des écarts de rendement semble être fondé sur le maintien du soutien apporté par les politiques publiques.

Graphique 8

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

(en points de base)



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

Notes : Les écarts de rendement correspondent au différentiel entre les taux des *swaps* sur actifs et le taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an) et les mieux notées. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (11 mars 2021). La dernière observation se rapporte au 9 juin 2021.

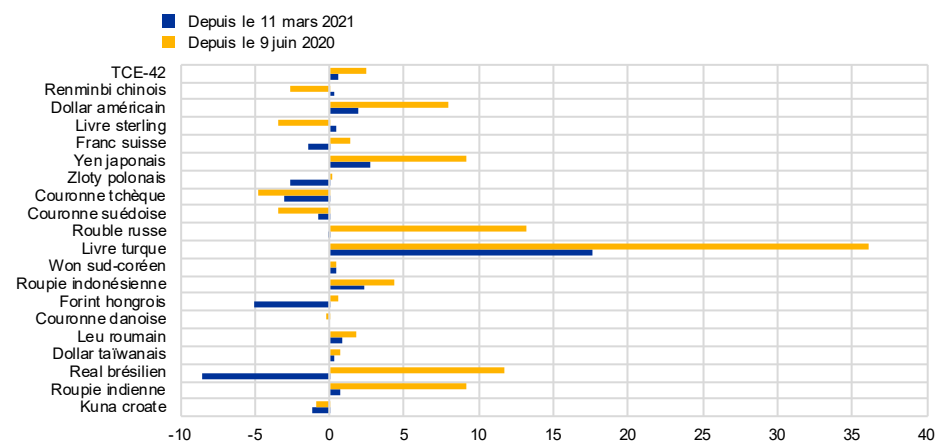
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 9) dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques pour la zone euro.

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 renforcé de 0,5 %. L'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar des États-Unis (de 1,9 %), reflétant l'amélioration des perspectives pour l'économie de la zone euro, avec l'accélération du rythme de la vaccination, associée à la faiblesse du dollar, qui a fléchi depuis fin mars parallèlement à la baisse des rendements des bons du Trésor américain. L'euro s'est également apprécié vis-à-vis du yen japonais (de 2,7 %), de la livre sterling (de 0,4 %) et du renminbi chinois (de 0,3 %). L'euro s'est fortement apprécié (de 17,5 %) vis-à-vis de la livre turque, qui a connu une faiblesse généralisée, mais s'est nettement déprécié (de 8,5 %) vis-à-vis du réal brésilien, qui s'est globalement renforcé sous l'effet du rebond des prix des matières premières. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du franc suisse (de 1,4 %) et des devises de plusieurs États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, dont le forint hongrois, la couronne tchèque et le zloty polonais.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-42 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 juin 2021.

Le PIB a de nouveau baissé au premier trimestre 2021, de 0,3 %, pour s'établir à un niveau inférieur de 5,1 % à celui enregistré au quatrième trimestre 2019, avant la pandémie. La demande intérieure a apporté une contribution négative à la croissance au premier trimestre 2021, tandis que la contribution des exportations nettes a été légèrement positive. La variation des stocks a exercé un fort impact positif sur la croissance. Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs, et les indicateurs à haute fréquence signalent une amélioration notable de l'activité au deuxième trimestre. La production manufacturière reste robuste, soutenue par la vigueur de la demande mondiale, même si des goulets d'étranglement du côté de l'offre pourraient ralentir l'activité industrielle à court terme. Dans le même temps, les enquêtes auprès des entreprises indiquent une forte reprise de l'activité dans le secteur des services avec la baisse du nombre d'infections, ce qui va permettre une normalisation progressive des activités entraînant de nombreux contacts. Le renforcement des indicateurs de la confiance des consommateurs suggère un net rebond de la consommation privée dans la période à venir. L'investissement des entreprises résiste, malgré la détérioration des bilans et l'incertitude persistante qui pèse sur les perspectives économiques. Le net renforcement de la croissance devrait se poursuivre au second semestre 2021 grâce au nouvel assouplissement des mesures d'endiguement que devraient permettre les progrès des campagnes de vaccination. À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait être favorisée par une demande mondiale et intérieure plus forte et par le soutien continu apporté par les politiques monétaire et budgétaires.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 4,6 % en 2021, 4,7 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, les perspectives concernant l'activité économique ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, et demeurent inchangées pour 2023.

Globalement, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont évalués comme étant largement équilibrés. D'une part, une reprise encore plus forte pourrait être projetée sur la base de perspectives plus favorables concernant la demande mondiale et d'une diminution plus rapide que prévu de l'épargne des ménages lorsque les restrictions sociales et en matière de déplacements auront été levées. D'autre part, la poursuite de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et ses implications sur les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

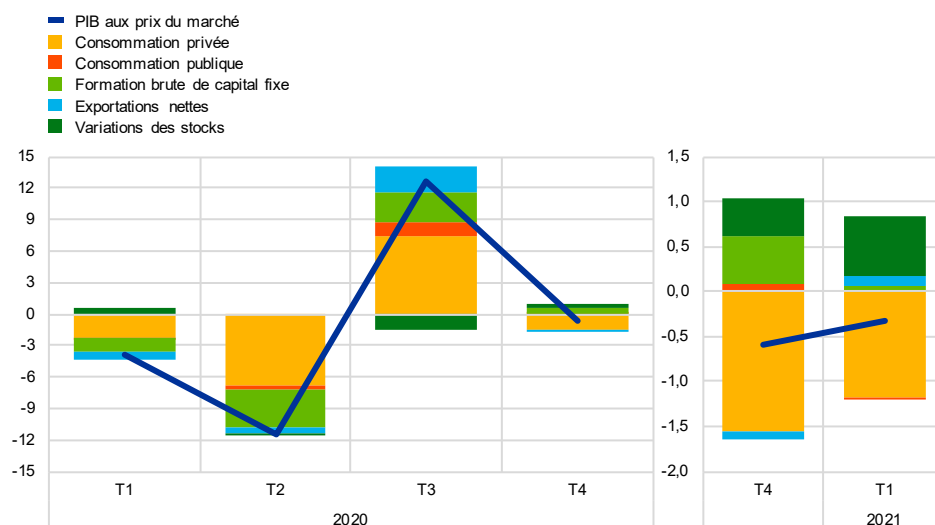
Après une nouvelle contraction de la production au premier trimestre 2021, l'activité économique dans la zone euro devrait rebondir au deuxième trimestre. Au premier trimestre 2021, le PIB en volume a encore reculé, de 0,3 % en rythme trimestriel, après une baisse de 0,6 % au quatrième trimestre 2020 (graphique 10). Cette baisse a été légèrement moins prononcée que la contraction de 0,4 % prévue dans les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par

les services de la BCE. La baisse de la production observée au premier trimestre a résulté de la demande intérieure, notamment la consommation privée, tandis que la variation des stocks a eu un fort impact positif, avec, une fois encore, une faible contribution positive des exportations nettes. Du côté de la production, les évolutions au premier trimestre ont continué de nettement différer d'un secteur à l'autre. Alors que la valeur ajoutée dans le secteur des services a continué de diminuer, la production dans le secteur industriel (hors construction) a encore augmenté.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

Le marché du travail de la zone euro continue de bénéficier d'un soutien important des pouvoirs publics qui atténue l'impact de la pandémie.

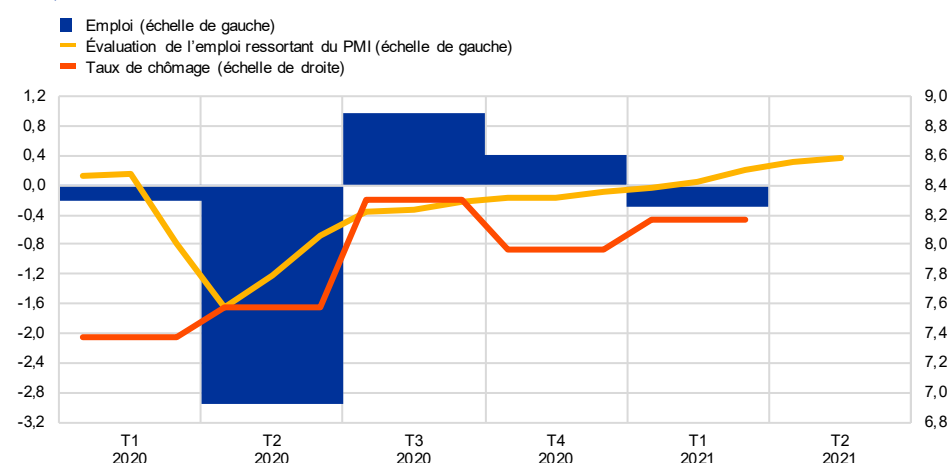
Selon l'estimation rapide préliminaire publiée, l'emploi a diminué de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2021, après une hausse de 0,3 % au quatrième trimestre 2020 (graphique 11). Par conséquent, le taux de chômage pour ce trimestre s'est établi à 8,2 %, après 8,0 % au trimestre précédent. Au premier trimestre 2021, l'emploi était inférieur de 2,2 % à son niveau du quatrième trimestre 2019, avant la pandémie. Le nombre d'heures travaillées continue de jouer un rôle important dans l'ajustement des marchés du travail de la zone euro et des mesures mises en œuvre face aux défis posés par la pandémie. Le nombre total d'heures travaillées a diminué de 1,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2020 (le dernier point de données disponible) après une hausse de 14,7 % au troisième trimestre, demeurant 6,4 % au-dessous du niveau observé fin 2019. Dans le même temps, le taux de chômage est revenu à 8,0 % en avril 2021, contre 8,1 % le mois précédent, un niveau inférieur au pic de 8,7 % enregistré pendant la pandémie en août 2020. Néanmoins, le taux de chômage dépasse le niveau de 7,3 % enregistré en février 2020, avant la pandémie. Selon les estimations, les travailleurs couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi représentaient environ 6 % de la population active en mars 2021, contre près de 20 % en avril 2020. Toutefois, le nombre de travailleurs couverts par ces dispositifs augmente

depuis octobre 2020 en raison des nouvelles mesures d'endiguement prises dans certains pays. Pour l'avenir, le nombre important de travailleurs encore couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi présente un risque à la hausse pour l'évolution du taux de chômage.

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi (PMI) est présenté selon une périodicité mensuelle ; l'emploi et le chômage sont présentés selon une périodicité trimestrielle. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021 pour l'emploi, à mai 2021 pour le PMI et à avril 2021 pour le taux de chômage.

Malgré une amélioration des indicateurs à court terme du marché du travail, les anticipations des ménages relatives au chômage demeurent élevées.

En mai 2021, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la zone euro a continué d'augmenter, indiquant une expansion. Depuis février de cette année, il fait état d'une croissance de l'emploi. Plus récemment, les anticipations des ménages relatives aux conditions du chômage futur se sont améliorées. Si les anticipations relatives au chômage ont baissé depuis mars 2021, elles demeurent cependant nettement supérieures aux niveaux d'avant la pandémie.

Après une baisse de la consommation privée au premier trimestre, les consommateurs sont progressivement devenus plus optimistes, bien que leur situation financière reste fragile.

Après un premier trimestre maussade, la consommation ayant baissé de 2,3 %, les dépenses de consommation devraient se redresser au deuxième trimestre même si cela n'apparaît pas encore clairement dans un certain nombre d'indicateurs publiés au début de ce trimestre. En avril 2021, le volume du commerce de détail s'est contracté de 3,1 %, en rythme mensuel, s'établissant néanmoins à un niveau supérieur de 0,3 % à sa moyenne du premier trimestre. Les immatriculations de voitures ont légèrement baissé en avril (de 0,4 % en rythme mensuel), pour s'établir à un niveau inférieur de plus de 20 % à ceux de février 2020. Du côté positif, en mai, la confiance des consommateurs a retrouvé son niveau d'avant la pandémie (- 5,1 après - 8,1 en avril et - 10,8 en mars).

Les dernières hausses sont largement attribuables à l'amélioration des anticipations

des ménages relatives à la situation économique générale, tandis que l'évaluation de leur situation financière personnelle actuelle demeure bien inférieure à ses niveaux d'avant la crise. Avec le redressement de l'économie, le revenu du travail devrait soutenir de façon croissante le revenu des ménages, réduisant ainsi leur dépendance au soutien budgétaire. En avril, les consommateurs ont également commencé à moins épargner sous forme de dépôts bancaires, en phase avec le redressement progressif de la consommation privée (cf. également section 5). L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs suggère que les dépenses de consommation continueront d'augmenter au cours des douze prochains mois, sans toutefois montrer de signes d'exubérance.

L'investissement des entreprises (hors construction) a légèrement diminué au premier trimestre 2021, mais un fort rebond est attendu au deuxième trimestre et pour le reste de l'année.

Les goulets d'étranglement le long de la chaîne de production et un durcissement des mesures d'endiguement dans certains pays de la zone euro ont contribué à une contraction de 0,4 % en rythme trimestriel de l'investissement hors construction au premier trimestre, après un taux de croissance trimestriel élevé au quatrième trimestre 2020. La baisse enregistrée au premier trimestre reflète une forte réduction de l'investissement dans les véhicules à moteur et un retournement marqué du niveau élevé d'investissement en droits de propriété intellectuelle observé au dernier trimestre 2020, ce qui a plus que compensé la forte croissance de l'investissement dans les autres machines. Au deuxième trimestre 2021, les indicateurs à court terme suggèrent un renforcement marqué et généralisé à l'ensemble des pays. En particulier, les données d'enquêtes jusqu'en mai font apparaître une forte hausse de la confiance dans le secteur des biens d'équipement, reflétant une demande vigoureuse et des commandes à l'exportation élevées après un niveau record des anticipations de production en avril. Du côté de l'offre, au début du deuxième trimestre, l'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens d'équipement a également été nettement supérieure à son niveau d'avant la pandémie, tandis que les contraintes pesant sur la production liées à des pénuries d'équipements ont fortement augmenté. Pour l'ensemble de l'année, les données d'enquêtes confortent l'idée d'une accélération de la croissance de l'investissement des entreprises pour la période à venir. Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE ³), réalisée en mars et en avril 2021, les décisions des entreprises relatives à la FBCF se sont stabilisées malgré une incertitude toujours élevée et une détérioration des bilans ⁴. L'enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements d'avril 2021 prévoit une croissance de l'investissement industriel de 7 % en 2021 (soit environ deux fois le taux prévu dans l'enquête de novembre 2020), principalement à des fins d'agrandissement et de remplacement, plutôt que pour rationaliser la production.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a encore augmenté au premier trimestre 2021, une tendance positive qui devrait se poursuivre. Au premier trimestre, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,5 % en

³ Cf. « [Enquête sur l'accès des entreprises au financement](#) », BCE, 1^{er} juin 2021.

⁴ Cf. également la section intitulée « [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#) », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021.

rythme trimestriel, demeurant toutefois inférieur de 1,2 % à son niveau du quatrième trimestre 2019, avant la crise. Pour l'avenir, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro devrait poursuivre sa tendance positive, même si, à court terme, les contraintes d'offre devraient peser sur la vigueur du mouvement haussier. Du côté de la demande, les données de l'enquête de la Commission européenne montrent que les intentions des consommateurs à court terme d'acheter ou de faire construire un logement ont atteint leur plus haut niveau depuis début 2003, tandis que leurs intentions de rénover leur logement ont atteint leur plus haut niveau jamais enregistré. Du côté de l'offre, la confiance dans le secteur de la construction a continué de s'améliorer en avril et en mai. La forte hausse des estimations, par les entreprises, du niveau global des commandes indique une demande de logements robuste. Dans le même temps, toutefois, les inquiétudes relatives à l'offre se sont intensifiées. Selon les données tirées de l'enquête de la Commission européenne, les entreprises du bâtiment ont été confrontées à des contraintes historiquement élevées sur la production au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre en raison de pénuries de matériaux et de main-d'œuvre. Les contraintes d'offre se reflètent également dans les enquêtes PMI pour le secteur de la construction, qui suggèrent un allongement marqué des délais moyens de livraison des fournisseurs en avril et en mai, par rapport au premier trimestre 2021. De plus, les anticipations des entreprises pour l'année à venir ont légèrement baissé, même si elles continuent d'indiquer une expansion.

La croissance des échanges commerciaux de la zone euro s'est ralentie au premier trimestre 2021, donnant lieu à une contribution légèrement positive des exportations nettes au PIB. Après des taux de croissance soutenus au second semestre 2020, le redressement des exportations de la zone euro s'est ralenti au premier trimestre 2021 (+ 1,0 % en rythme trimestriel). Les perturbations résultant du Brexit et les contraintes liées au transport maritime et aux intrants ont constitué un frein. Les données relatives aux échanges de biens en termes nominaux révèlent que les échanges avec le Royaume-Uni n'ont que partiellement effacé la forte baisse de janvier 2021 liée au Brexit, les importations nominales, particulièrement affectées, s'établissant en mars 2021 à 75 % de leur niveau de décembre 2020. S'agissant des autres destinations, les contributions positives à la croissance des volumes des exportations de biens hors zone euro ont émané de la Chine. D'un point de vue sectoriel, un ralentissement semble affecter toutes les catégories, à l'exception des biens d'équipement. Des délais de livraison importants et une hausse des coûts du fret, ainsi qu'une pénurie de consommations intermédiaires (comme les produits chimiques, le bois, les plastiques, les métaux et les semi-conducteurs) ont pesé sur la croissance des exportations manufacturières de la zone euro (encadré 6). Toutefois, les indicateurs prospectifs fondés sur les commandes font état d'une dynamique solide pour l'avenir s'agissant des exportations de biens. Les échanges de services montrent des signes de redressement, l'arrivée de l'été et les anticipations d'amélioration de la mobilité soutenant les exportations de services de voyage. Globalement, les importations se sont accrues au même rythme que les exportations au premier trimestre 2021 (+ 0,9 % en rythme trimestriel) et devraient être soutenues par le redressement de la demande domestique dans les prochains trimestres.

Les informations disponibles font état d'une nette amélioration de l'activité dans la zone euro au deuxième trimestre 2021.

Les données d'enquêtes se sont améliorées et vont également dans le sens d'une robustesse persistante de la croissance au deuxième trimestre 2021. Ce récent renforcement a été généralisé à l'ensemble des secteurs ainsi qu'aux différents pays. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production, qui est passé de 48,1 au quatrième trimestre 2020 à 49,9 au premier trimestre 2021, a récemment encore augmenté, s'établissant en moyenne à 55,4 en avril et en mai. Cette amélioration reflète les évolutions dans le secteur manufacturier et dans les services – deux secteurs qui génèrent actuellement des résultats allant dans le sens de la croissance. Les progrès des campagnes de vaccination semblent avoir encore dopé la confiance, en particulier dans le secteur des services. La confiance s'est accrue dans l'ensemble des sous-secteurs des services, même si elle demeure nettement inférieure à ses niveaux d'avant la pandémie dans les activités entraînant de nombreux contacts. Cette hausse de la confiance est de bon augure pour le redressement attendu des services, mais l'écart très important par rapport aux niveaux d'activité d'avant la crise dans les sous-secteurs nécessitant de nombreux contacts suggère qu'ils continueront de pâtir d'importantes capacités inutilisées.

La pandémie actuelle de COVID-19 a affaibli la croissance ces derniers mois, mais la reprise est imminente et un fort rebond est attendu à partir du second semestre 2021.

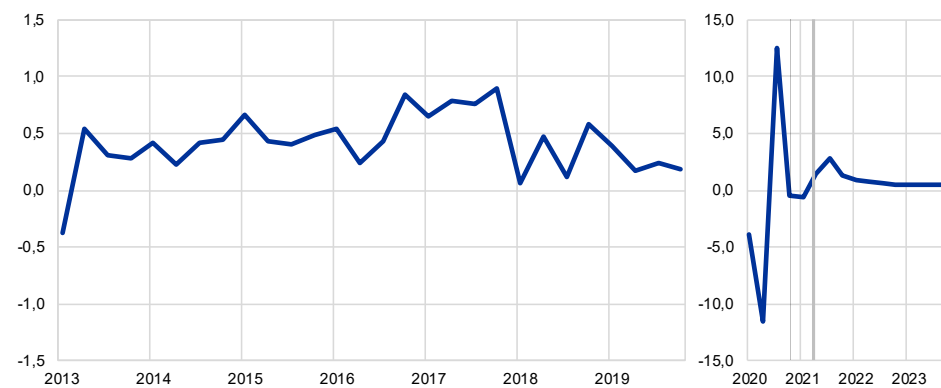
En dépit d'un prolongement des mesures strictes d'endiguement sur la majeure partie du premier semestre 2021, les effets d'apprentissage, la résilience de la production manufacturière et de la demande étrangère, ainsi que le soutien apporté par les mesures de politique monétaire et budgétaire, ont limité les pertes de production dans une plus large mesure que lors de la première vague de la pandémie, malgré des goulets d'étranglement du côté de l'offre qui ont freiné la production dans certains secteurs. À court terme, l'accélération du déploiement de la vaccination et la baisse concomitante des taux d'infection devraient permettre un retrait plus rapide que prévu des mesures d'endiguement par rapport à leur niveau plus strict au premier semestre 2021. Ces perspectives ressortent des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une croissance du PIB annuel en volume de 4,6 % en 2021, de 4,7 % en 2022 et de 2,1 % en 2023 (graphique 12). L'activité dans la zone euro devrait renouer avec la croissance au deuxième trimestre 2021 et, sous l'effet d'un fort rebond de la consommation privée et d'une atténuation des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, se redresser fortement au second semestre, permettant ainsi au PIB en volume de dépasser son niveau d'avant la crise à partir du premier trimestre 2022 ⁵.

⁵ Cf. l'encadré 4 de l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021](#) », publié le 10 juin 2021 sur le site internet de la BCE.

Graphique 12

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021](#) », publié le 10 juin 2021 sur le site internet de la BCE.

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

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle dans la zone euro a augmenté pour s'établir à 2,0 % en mai 2021, après 1,3 % en mars et 1,6 % en avril. Cette hausse est principalement due à une forte augmentation des prix de l'énergie (reflétant à la fois d'importants effets de base haussiers et des progressions en rythme mensuel), mais également, dans une moindre mesure, à une légère hausse des prix des biens industriels non énergétiques. L'inflation totale devrait encore s'accélérer à l'automne, surtout en raison de la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne. Elle devrait se ralentir à nouveau au début de l'année prochaine, avec la dissipation de l'impact des facteurs temporaires et l'atténuation des évolutions des prix mondiaux de l'énergie. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître légèrement cette année, du fait de contraintes temporaires sur l'offre et de la reprise de la demande intérieure. Cependant, ces tensions devraient demeurer modérées dans l'ensemble, reflétant notamment la faiblesse des tensions sur les salaires, dans le contexte d'une forte sous-utilisation des capacités économiques, ainsi que les effets de l'appréciation récente des 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 sous-jacente à moyen terme. Les indicateurs tirés d'enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme demeurent faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter.

Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2021 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, qui anticipent une hausse annuelle de l'IPCH de 1,9 % en 2021, 1,5 % en 2022 et 1,4 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021 des services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Elles restent inchangées pour 2023, car l'augmentation attendue de l'inflation sous-jacente est compensée, dans une large mesure, par le ralentissement attendu de la hausse des prix de l'énergie. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,1 % en 2021, à 1,3 % en 2022 et à 1,4 % en 2023, avec des révisions à la hausse sur l'ensemble des horizons de projection par rapport à l'exercice de projection de mars 2021.

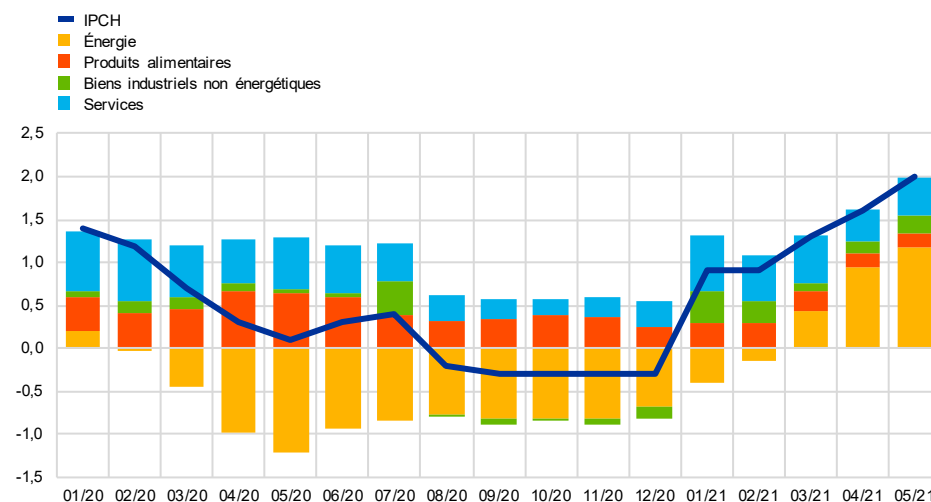
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est encore accentuée en mai. Elle est ressortie à 2,0 % ce même mois, après 1,6 % en avril et 1,3 % en mars, reflétant principalement la poursuite du renforcement de la hausse des prix de l'énergie (graphique 13). Les effets de base haussiers associés aux fortes baisses des prix du pétrole et de l'énergie observées au printemps 2020 ont

représenté la moitié environ l'intégralité de la hausse de l'inflation totale entre décembre 2020 et mai 2021 ⁶.

Graphique 13

Inflation totale et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2021 (estimation rapide).

Les évolutions de l'inflation totale observées au cours des derniers mois reflètent également l'influence d'autres facteurs temporaires.

Par exemple, les modifications des pondérations de l'IPCH au début de l'année se sont traduites par de fortes hausses de l'inflation en janvier, mais cet effet s'est plus ou moins résorbé au cours des mois suivants (avril étant le mois le plus récent pour lequel ce calcul peut être effectué) ⁷. De la même manière, l'augmentation temporaire des prix des produits alimentaires non transformés en avril 2020 a entraîné un effet de base baissier en avril 2021, qui a contrebalancé en partie la pression à la hausse exercée par les effets de base liés aux prix de l'énergie (graphique 14). Les effets de calendrier ont également eu un impact sur les taux d'inflation au cours des derniers mois. En effet, la hausse des prix des services s'est accentuée, ressortant à 1,1 % en mai, après 0,9 % le mois précédent, en partie du fait du calendrier des fêtes de Pâques et des autres vacances durant cette période. Dans le même temps, les modifications du calendrier et de l'étendue des périodes de soldes dans les magasins ont eu un fort impact haussier sur l'augmentation des prix des biens industriels non énergétiques (BINE) en janvier et en février, mais cet effet s'est résorbé depuis, et le chiffre de 0,7 % enregistré en mai – légèrement supérieur à la moyenne de long terme de 0,6 % – constitue probablement une meilleure indication

⁶ Pour de plus amples informations concernant l'impact de ces effets de base sur la hausse des prix de l'énergie, cf. l'encadré intitulé « [La dynamique récente des prix de l'énergie : le rôle des effets de base et de la fiscalité](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

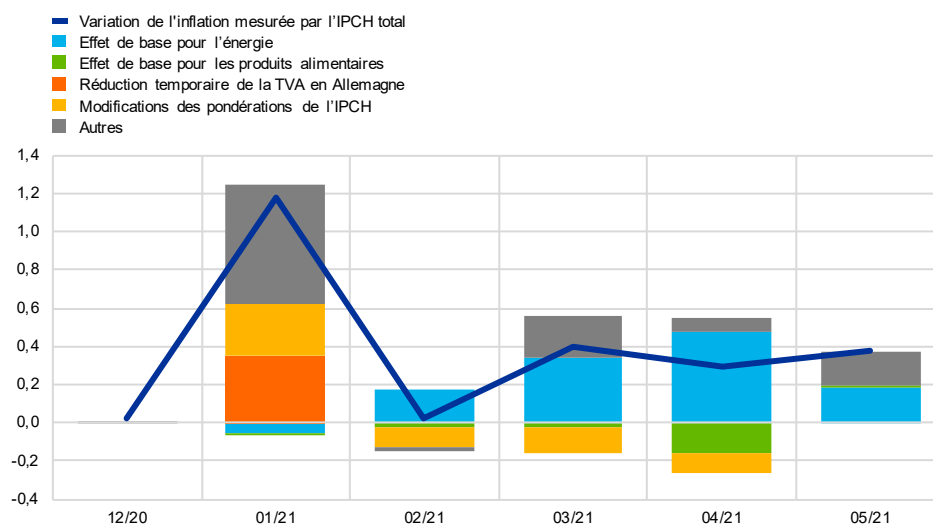
⁷ La pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné d'importantes modifications des dépenses des ménages en 2020. Ces modifications se reflètent dans les pondérations de l'IPCH en 2021 – et, par conséquent, dans les chiffres relatifs à l'inflation annuelle qui en résultent. Pour une analyse de la complexité de cet impact, cf. l'encadré intitulé « [Les pondérations de l'IPCH pour 2021 et leurs conséquences sur la mesure de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

de l'ampleur de la hausse des coûts des consommations intermédiaires le long de la chaîne d'approvisionnement au cours des derniers mois.

Graphique 14

Contributions des effets de base et d'autres facteurs temporaires aux évolutions mensuelles de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH

(variations et contributions en points de pourcentage)



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

Notes : La contribution de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne est calculée à partir d'estimations figurant dans le [Rapport mensuel de novembre 2020](#) de la Deutsche Bundesbank. La contribution apportée par les modifications des pondérations de l'IPCH ne peut être calculée pour mai 2021 (les données nécessaires n'étant pas encore disponibles) ; elle est par conséquent déduite de la composante « Autres ». Les dernières observations se rapportent à mai 2021 (sur la base de l'estimation rapide).

Les imputations de prix impliquent une persistance de l'incertitude entourant le signal de tensions sous-jacentes sur les prix. D'après les données provisoires d'Eurostat, les parts d'imputation n'ont que légèrement diminué entre janvier et mai, revenant de 13 % à 10 % pour l'IPCH, et de 18 % à 13 % pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Cela s'explique essentiellement par la part des imputations pour les services, qui a été relativement stable (autour d'un cinquième) depuis novembre de l'année dernière, sous l'effet des parts importantes des services de loisirs et des services liés aux voyages. En revanche, la part d'imputation des rubriques de biens industriels non énergétiques a fortement diminué, revenant de 17 % en janvier à seulement 6 % en mai. Toutefois, étant donné la plus forte pondération attribuée aux services, ces évolutions continuent d'impliquer un degré d'incertitude élevé entourant le signal de tensions sous-jacentes sur les prix.

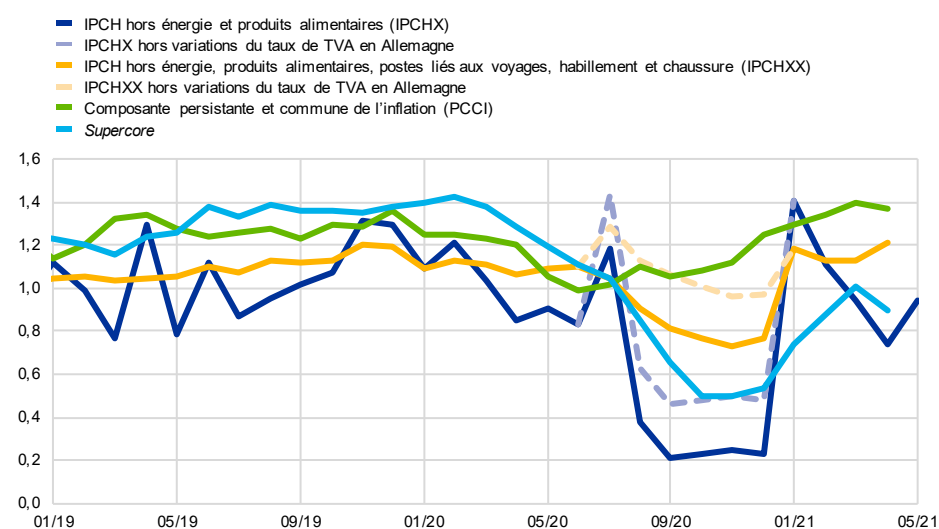
Les mesures de l'inflation sous-jacente n'indiquent pas de tendance globale à un accroissement soutenu des tensions inflationnistes (graphique 15). Après avoir fortement augmenté en janvier, l'inflation mesurée par l'IPCHX a nettement diminué, revenant à 0,9 % en mars et 0,7 % en avril, avant de remonter à 0,9 % en mai. Ce profil d'évolution au cours des premiers mois de 2021 est principalement attribuable aux évolutions dans les secteurs de l'habillement et de la chaussure ainsi que des services liés aux voyages (y compris les voyages organisés, les services

d'hébergement et le transport aérien de passagers)⁸. L'inflation mesurée par l'IPCHXX, qui exclut ces rubriques de l'habillement et des services liés aux voyages, a été plus stable que l'inflation mesurée par l'IPCHX, s'établissant à 1,2 % en avril (dernier chiffre disponible). S'agissant des autres mesures de l'inflation sous-jacente, la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) s'est inscrite autour de 1,4 % en avril, sans changement pratiquement par rapport à mars, tandis que l'indicateur *Supercore* a légèrement diminué (revenant de 1,0 % à 0,9 %) au cours de la même période.

Graphique 15

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2021 pour l'indicateur relatif à l'IPCHX (estimation rapide) et à avril 2021 pour le reste.

Les tensions observées en amont de la chaîne des prix des biens de consommation industriels non énergétiques continuent de s'accroître considérablement – quoique principalement au début de la chaîne des prix jusqu'à présent. À cet égard, la hausse des prix à la production des biens intermédiaires s'est encore accentuée, s'établissant à 6,9 % en avril, soit 2,5 points de pourcentage de plus qu'en mars et 4,4 points de pourcentage de plus qu'en février. De même, la hausse des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est fortement accrue, ressortant à 7,1 % en avril, après 4,6 % en mars et 1,5 % en février. Ces évolutions reflètent probablement les pressions à la hausse exercées par les coûts de transport, des goulets d'étranglement et des niveaux élevés de hausse des prix des matières premières. Ces pressions sont moins visibles en aval de la chaîne des prix, ce qui est conforme à l'expérience passée d'amortissement substantiel le long de la chaîne des prix. Toutefois, à 0,9 % en mars et 1,0 % en avril, la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation

⁸ Pour de plus amples informations concernant les rubriques des services liés aux voyages qui ont été impactées par les confinements dus à la COVID-19, cf. l'encadré intitulé « [Les prix des voyages pendant la pandémie de COVID-19 : existe-t-il des similitudes entre les pays et les postes concernés ?](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

non alimentaires s'est accentuée et a dépassé sa moyenne de long terme de 0,6 %. L'impact des prix à la production domestiques sur la hausse des prix des biens de consommation est, en partie, contenu par les taux de croissance annuels négatifs des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires (– 0,8 % en avril, après – 0,5 % en mars), qui restent modérés en raison de l'impact de l'appréciation passée du taux de change ⁹.

La croissance des salaires négociés s'est considérablement affaiblie au premier trimestre 2021 (graphique 16). La croissance de 1,4 % en rythme annuel observée ce même trimestre représente un ralentissement substantiel par rapport aux taux enregistrés au quatrième trimestre 2020 (2,0 %) et sur l'ensemble de l'année 2020 (1,8 %). Comme anticipé, l'impact de la COVID-19 sur les salaires négociés ne s'est pas concrétisé avant l'expiration des accords conclus avant le début de la pandémie, et les nouveaux accords ont été soit retardés soit conclus à des taux de salaire plus bas ¹⁰. Étant donné les éventuels problèmes de couverture et de calendrier, la croissance des salaires négociés qui a été observée au premier trimestre n'indique pas nécessairement une croissance effective des salaires. Les indicateurs de la croissance effective des salaires, tels que la rémunération par tête ou la rémunération horaire, continuent d'être fortement affectés par les dispositifs de maintien de l'emploi et de chômage technique, qui ont un impact sur les salaires et sur les heures travaillées, et tendent à faire baisser la rémunération par tête et à faire augmenter la rémunération horaire. Au premier trimestre 2021, la différence entre les taux de croissance de ces deux indicateurs a diminué mais est demeurée significative. Tandis que la croissance annuelle de la rémunération par tête a augmenté à 1,9 % au premier trimestre de l'année, après 1,0 % au quatrième trimestre 2020, la croissance annuelle de la rémunération horaire est revenue de 5,2 % à 3,2 % au cours de la même période.

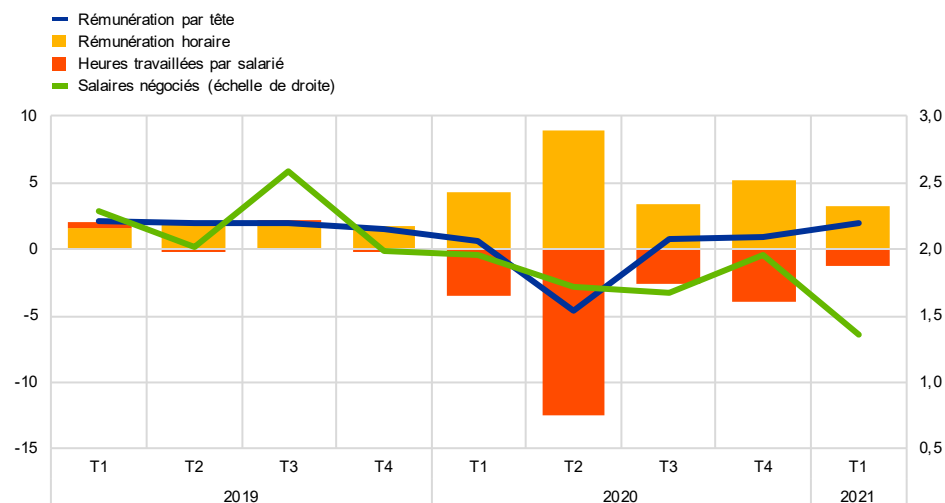
⁹ Pour une vue d'ensemble stylisée de la chaîne des prix de la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH, cf. l'encadré intitulé « [Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

¹⁰ Pour une analyse détaillée de l'indicateur des salaires négociés, y compris de ses évolutions récentes et du rôle que l'indicateur joue dans l'évaluation et la prévision des évolutions salariales au stade actuel, cf. l'encadré intitulé « [L'évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

Graphique 16

Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

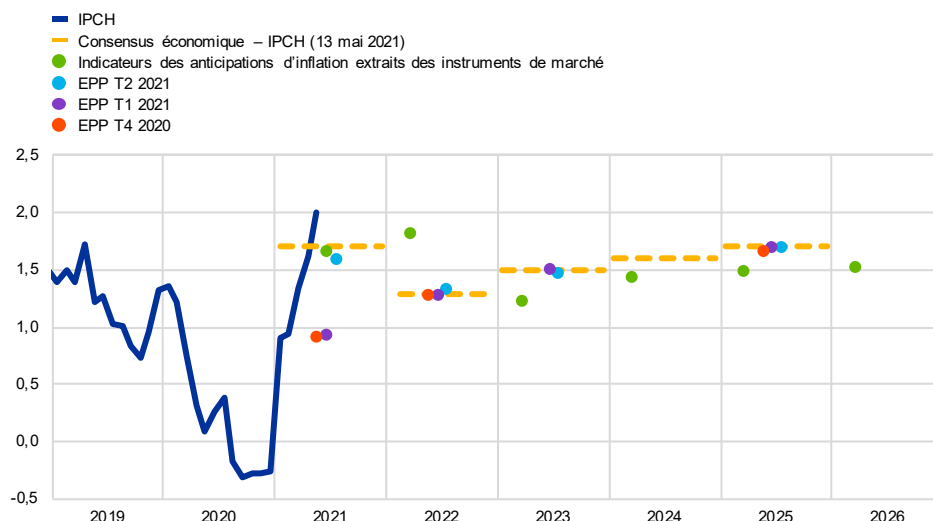
Les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter.

Les indicateurs de compensation de l'inflation à court et à long terme, extraits des instruments de marché, demeurent orientés à la hausse, dans le contexte d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque et des anticipations relatives à la réalisation des dépenses de consommation insatisfaites, ainsi que des mesures de relance budgétaire mises en œuvre dans le monde entier. Selon les estimations, les primes de risque d'inflation à long terme ont considérablement augmenté au cours des derniers mois, représentant ainsi l'essentiel de la hausse globale de la compensation de l'inflation à long terme. Les améliorations des anticipations ont été plus fortes à plus court terme, ce qui a entraîné l'aplatissement de la courbe des taux d'inflation anticipés (graphique 17). Le plus important des taux des swaps indexés sur l'inflation, le taux à cinq ans dans cinq ans, est ressorti en hausse à 1,56 % le 9 juin, contre 1,52 % le 20 avril. En ce qui concerne les mesures fondées sur des enquêtes, selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et le Consensus économique, les anticipations d'inflation à long terme moyennes pour 2025 sont demeurées inchangées en avril, à 1,7 %

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Consensus économique, BCE (EPP) 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 de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 9 juin 2021.

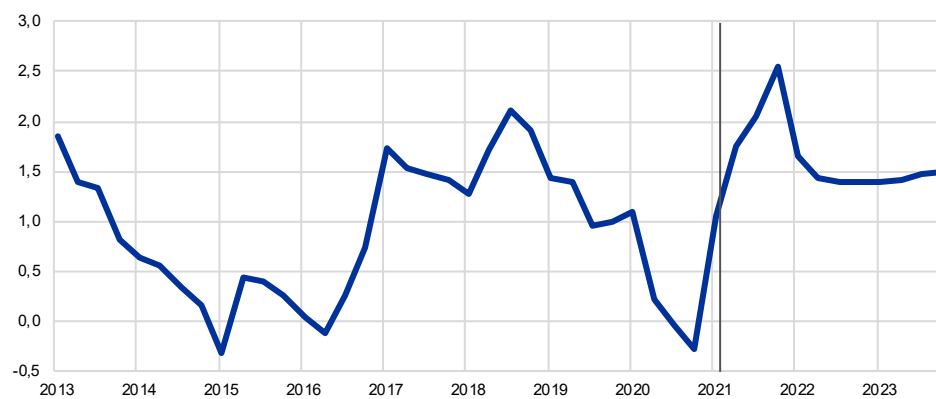
Les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une inflation en hausse sensible au cours de 2021, avant un recul début 2022 et un niveau globalement stable jusqu'à fin 2023.

La hausse annuelle de l'IPCH devrait s'établir à 1,9 % en moyenne en 2021, atteignant un pic de 2,6 % au quatrième trimestre, avant de revenir à des taux moyens de 1,5 % et 1,4 % en 2022 et en 2023, respectivement. La forte croissance projetée pour 2021 reflète les tensions à la hausse résultant de plusieurs facteurs temporaires, notamment la fin de la réduction du taux de TVA en Allemagne, un fort rebond des prix de l'énergie (dû à des effets de base haussiers) et une hausse des coûts des consommations intermédiaires due à des contraintes d'approvisionnement. Une fois que l'incidence de ces effets temporaires se sera dissipée, la hausse de l'IPCH devrait être globalement stable en 2022 et en 2023. La reprise économique anticipée et les réductions de la sous-utilisation des capacités productives devraient entraîner une accélération progressive de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, qui devrait augmenter à 1,4 % en 2023, après 1,1 % en 2021. Dans le même temps, la composante produits alimentaires de l'IPCH devrait également augmenter quelque peu sur l'horizon de projection. Toutefois, les tensions à la hausse que ces deux composantes exercent sur l'inflation totale devraient être globalement compensées en 2022 et en 2023 par le ralentissement prévu de la hausse des prix de l'énergie, compte tenu de la trajectoire baissière de la courbe des contrats à terme sur le pétrole.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021](#) » publié le 10 juin 2021 sur le site internet de la BCE.

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021 (données) et au quatrième trimestre 2023 (projections). La date d'arrêt des données incluses dans les projections est le 26 mai 2021 (et le 18 mai 2021 pour les hypothèses).

La création monétaire dans la zone euro s'est modérée en avril 2021, montrant des premiers signes de normalisation après l'expansion monétaire significative associée à la crise du coronavirus (COVID-19). Le crédit domestique est demeuré la première source de création monétaire, les achats d'actifs de l'Eurosystème étant le principal contributeur. Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle ont continué de soutenir les flux de crédit à l'économie de la zone euro, mais la croissance des prêts au secteur privé s'est modérée, revenant aux niveaux antérieurs à la pandémie, sous l'effet des prêts aux entreprises. Le volume total du financement externe des entreprises a rebondi au premier trimestre 2021. Dans le même temps, le coût global du financement externe des entreprises a légèrement augmenté au cours des quatre premiers mois de l'année, principalement en raison de l'augmentation du coût des fonds propres, le coût de l'endettement de marché et des prêts bancaires augmentant aussi légèrement.

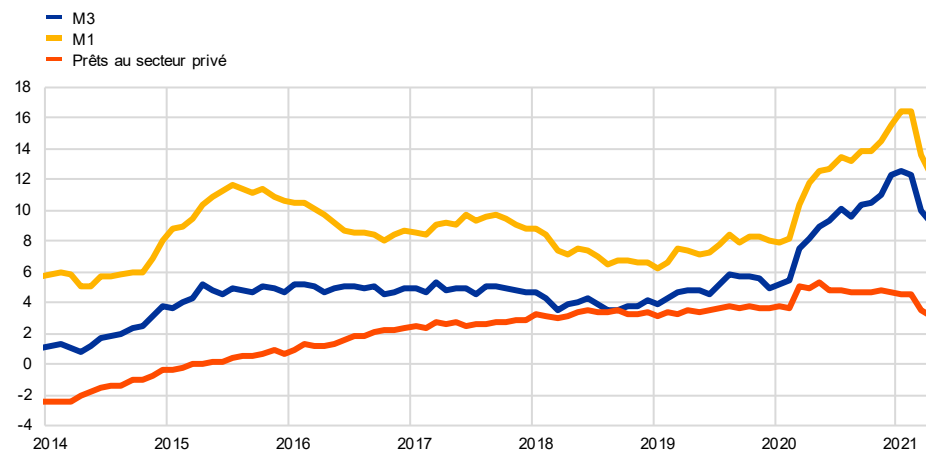
La croissance de la monnaie au sens large s'est modérée en avril 2021.

Le taux de croissance annuel de M3 est revenu à 9,2 % en avril, après 10,0 % en mars (graphique 19), en raison d'une entrée mensuelle relativement faible et d'une modération de la croissance des dépôts à vue. Outre un effet de base fortement négatif, les entrées importantes enregistrées lors de la phase initiale de la pandémie n'entrant plus dans les chiffres de la croissance annuelle, la baisse de la croissance de M3 reflète également des entrées plus faibles pour les dépôts des ménages et des sorties pour les dépôts des entreprises. Cette baisse de l'accumulation de dépôts par les ménages coïncide avec une reprise de la confiance des consommateurs et soutient les anticipations d'une augmentation des dépenses de consommation. La dynamique à court terme de la monnaie au sens large s'est encore atténuée, mais le rythme de la création monétaire est resté élevé sous l'effet du soutien apporté par les politiques monétaire, budgétaire et prudentielle. S'agissant des composantes, le principal moteur de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Le taux de croissance annuel de M1 est revenu à 12,3 % en avril, après 13,6 % en mars, essentiellement sous l'effet de l'évolution des dépôts des entreprises et des ménages. Les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont continué d'apporter une contribution limitée à la croissance annuelle de M3, reflétant le bas niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

Graphique 19

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

La croissance des dépôts à vue s'est encore atténuée. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 12,7 % en avril, après 14,2 % en mars, essentiellement sous l'effet de l'évolution des dépôts des entreprises et des ménages. S'agissant des entreprises, la croissance des avoirs sous forme de dépôts a varié d'un pays à l'autre en avril, reflétant à la fois les différents besoins de liquidité des entreprises et la diversité des mesures de soutien mises en œuvre par les gouvernements nationaux. Dans le même temps, la croissance annuelle des billets et pièces en circulation est demeurée inchangée, à 9,8 %. Globalement, la forte préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue pendant la pandémie reflète des motifs de précaution ainsi que le très bas niveau des taux d'intérêt, qui réduit le coût d'opportunité de la détention de ce type d'instruments.

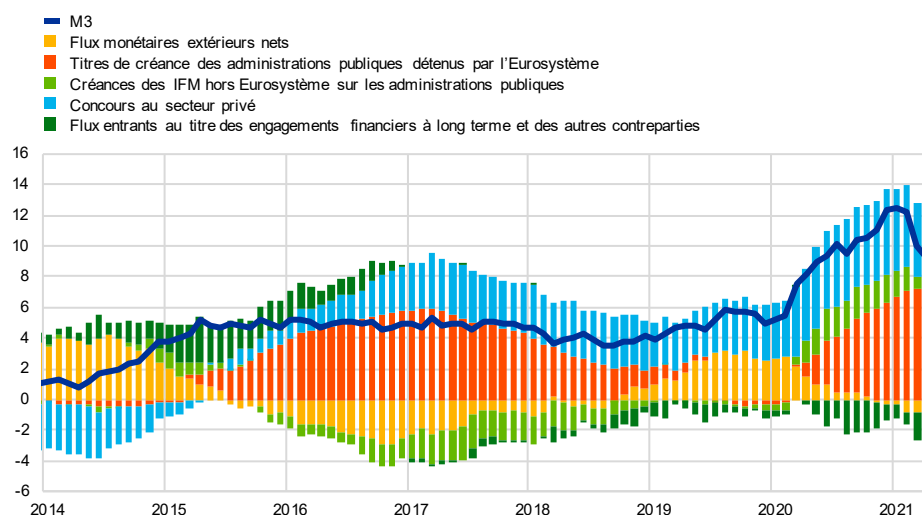
La création monétaire a continué d'être portée par les achats d'actifs de l'Eurosystème. En avril, la contribution la plus importante à la croissance de M3 provenait des achats nets de titres publics par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) (partie rouge des barres du graphique 20). La croissance de M3 a également été soutenue par les concours au secteur privé (partie bleue des barres). Les créances des banques sur les administrations publiques ont cessé de contribuer positivement à la création monétaire, en raison des cessions d'obligations d'État et de la réduction des émissions par les administrations publiques (partie vert clair des barres). Les flux monétaires extérieurs nets ont continué d'exercer un léger effet modérateur sur la création monétaire (partie jaune des barres). De même, les engagements financiers à plus long terme et les autres contreparties ont continué de freiner la croissance de la monnaie au sens large (partie vert foncé des barres), en raison des évolutions observées pour les autres contreparties, tandis que les conditions favorables pour les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), qui ont continué de soutenir la substitution opérée par les banques

s'agissant de leur financement, ont apporté une faible contribution à la croissance de M3.

Graphique 20

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

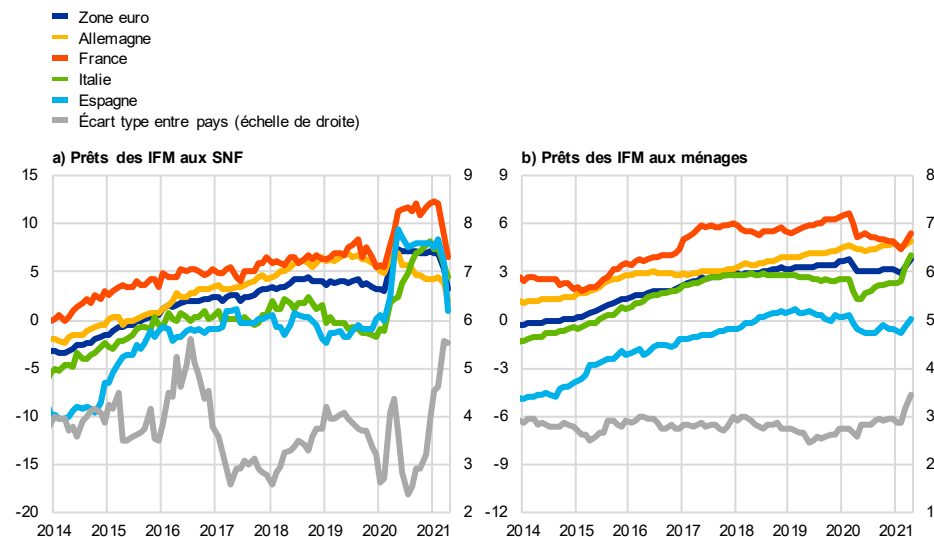
La croissance des prêts au secteur privé s'est modérée en avril, revenant aux niveaux observés avant la pandémie.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est ressorti en baisse à 3,2 % en avril, après 3,6 % en mars (graphique 19). Cette évolution s'explique principalement par le recul du taux de croissance annuel des prêts aux entreprises, qui est revenu à 3,2 % en avril, après 5,3 % en mars, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est ressorti en hausse à 3,8 % en avril, après s'être inscrit autour de 3,0 % depuis juin 2020 (graphique 21). La modération des prêts aux entreprises en avril doit être interprétée à la lumière de plusieurs évolutions. Elle a peut-être reflété une réduction des besoins de liquidité, les secteurs les plus touchés par la pandémie montrant des signes de reprise. Un autre facteur a été constitué par les importants flux de prêts observés en mars 2021, qui s'expliquaient en partie par l'anticipation de certaines banques afin d'essayer d'atteindre les niveaux de référence en matière de performance des prêts dans le cadre des TLTRO pour bénéficier des conditions attractives. Le recours des entreprises aux prêts à plus long terme lié à la COVID a continué d'augmenter au détriment des prêts à plus court terme.

Graphique 21

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières (SNF), les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre valeur minimum et valeur maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

Le total des prêts accordés aux ménages s'est redressé en avril

(graphique 21). Cette évolution s'explique principalement par les prêts au logement, dont le taux de croissance annuel (5,4 %) a été le plus élevé depuis le début de la crise financière mondiale. En parallèle, le taux de croissance annuel du crédit à la consommation est devenu positif, reflétant l'amélioration de la confiance des consommateurs et des possibilités de dépenses, à 0,3 % en avril, contre - 1,7 % en mars. Toutefois, les ménages semblent avoir accru leurs dépenses principalement en puisant dans les dépôts accumulés au cours de l'année écoulée. Dans le même temps, la croissance annuelle des autres prêts aux ménages est restée globalement inchangée à 1,5 % en avril. Les évolutions de cette catégorie de prêts, qui s'expliquent en grande partie par les prêts aux petites entreprises (entreprises individuelles et sociétés de personnes), sont restées modérées malgré de légères améliorations ces derniers mois. Bien que les gouvernements aient aidé les petites entreprises à répondre à leurs besoins de financement, celles-ci ont été particulièrement affectées par le ralentissement de l'activité économique.

La modération globale de la croissance des prêts aux entreprises masque une certaine hétérogénéité.

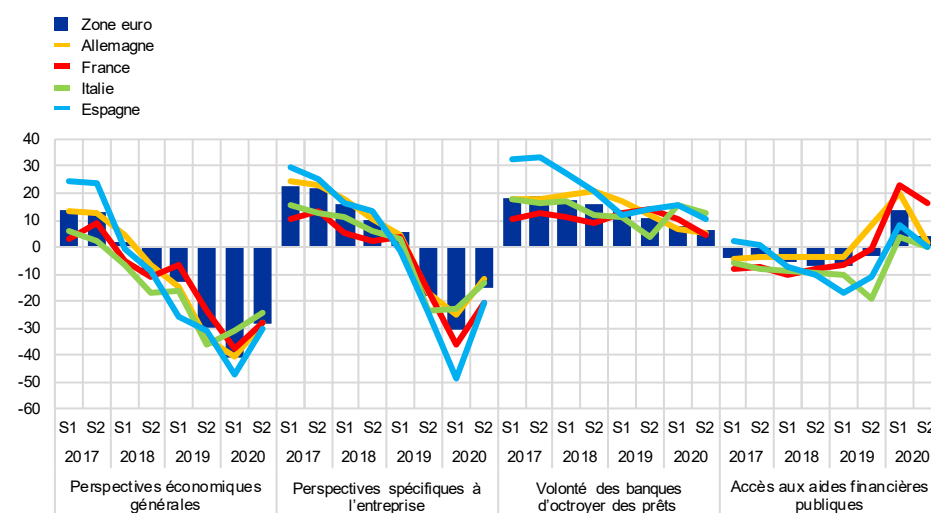
Selon la dernière campagne de l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), qui couvre la période comprise entre octobre 2020 et mars 2021, les petites et moyennes entreprises (PME) ont été moins nombreuses à faire état d'une amélioration de la disponibilité des prêts au cours de cette période. En termes nets, 3 % des PME interrogées dans la zone euro ont signalé une amélioration de la disponibilité des prêts bancaires (contre 6 % lors de la précédente campagne d'enquête). Les microentreprises ont été les plus pessimistes dans leur évaluation de la situation. En effet, pour la première fois depuis mi-2015, elles ont signalé une

baisse de la disponibilité des prêts bancaires, alors que les réponses des grandes entreprises ont indiqué que la disponibilité avait retrouvé ses niveaux d'avant la COVID-19. Dans le même temps, un moindre pourcentage net de PME considéraient que l'environnement macroéconomique avait eu une incidence négative sur leur accès au financement (graphique 22). Ce pourcentage net était comparable aux niveaux observés juste avant le début de la pandémie et pourrait refléter les effets bénéfiques des mesures de soutien en cours. Dans le même temps, un pourcentage net légèrement moindre de PME ont signalé une amélioration de la volonté des banques d'accorder des crédits. De même, un pourcentage net plus faible de PME ont fait état d'une amélioration de l'accès à l'aide financière publique, reflétant probablement le moindre recours aux garanties observé vers fin 2020. La plupart des PME interrogées spécifiquement sur les dispositifs de soutien mis en place par les pouvoirs publics en réponse à la pandémie ont confirmé qu'elles y avaient eu accès au cours des douze derniers mois et que ces dispositifs les avaient aidées à remplir leurs obligations immédiates et à court terme (cf. également l'encadré 2 du présent numéro du *Bulletin économique*).

Graphique 22

Évolutions des facteurs ayant une incidence sur la disponibilité du financement externe pour les PME de la zone euro

(au cours des six mois précédents ; en pourcentage net des participants)



Source : BCE.

Notes : Ce graphique fait référence à la question suivante de l'enquête SAFE : « Pour chacun des facteurs suivants, diriez-vous qu'ils se sont améliorés, sont demeurés inchangés ou se sont détériorés au cours des six derniers mois ? » Les pourcentages nets sont calculés comme la différence entre le pourcentage de participants déclarant qu'un facteur s'est amélioré et le pourcentage de ceux déclarant qu'il s'est détérioré. Les chiffres se rapportent aux campagnes 17 (avril-septembre 2017) à 24 (octobre 2020-mars 2021) de l'enquête.

Les banques ont continué de bénéficier de conditions de financement favorables, tandis que l'augmentation du risque de crédit pèse sur leur capacité d'intermédiation.

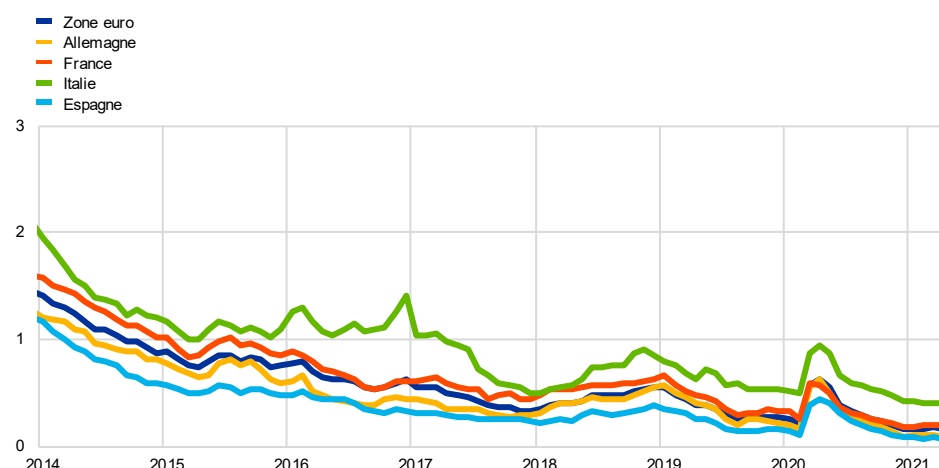
Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro demeure inférieur à son niveau d'avant la pandémie, en raison de l'importance du soutien apporté par la politique monétaire et de l'aide que continuent d'apporter les gouvernements et les autorités chargées de la réglementation (graphique 23), en dépit d'une hausse des rendements des

obligations bancaires depuis début 2021. L'APP et le PEPP de la BCE ont exercé des pressions à la baisse sur les rendements, et les banques ont remplacé une partie de leur financement de marché par des TLTRO à des conditions très favorables. Ces deux facteurs ont également soutenu les conditions de marché pour les obligations bancaires. En outre, les prix des obligations bancaires sécurisées sont directement soutenus par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) de la BCE. Dans le même temps, les taux appliqués par les banques de la zone euro aux dépôts sont demeurés globalement inchangés en avril 2021, à des points bas historiques, contribuant ainsi à des conditions de financement par endettement favorables, en raison de la répercussion effective des taux négatifs. En effet, depuis le début de la pandémie, les banques de la zone euro appliquent de plus en plus des taux d'intérêt négatifs aux dépôts des SNF. Dans le même temps, la capacité des banques à appliquer des taux négatifs dépend de leur pouvoir de marché, et les taux sur les dépôts des particuliers ont eu tendance à se maintenir à zéro ou au-dessus de zéro, ce qui entraîne un resserrement des marges nettes d'intérêts des banques. Si les banques ont continué de renforcer leur capacité d'absorption des pertes au quatrième trimestre 2020 en augmentant leur capitalisation, l'augmentation du risque de crédit et la faible rentabilité bancaire pourraient peser sur la capacité des banques à octroyer des crédits. Comme l'a montré [l'enquête d'avril 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#), les banques ont continué de durcir leurs critères d'octroi au premier trimestre 2021 (mais seulement sur les prêts aux entreprises et moins qu'au cours des deux trimestres précédents), reflétant une hausse de leur perception du risque et une moindre tolérance au risque en raison de la pandémie.

Graphique 23

Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme la moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

Les taux des prêts bancaires accordés aux SNF ont augmenté mais sont

demeurés bas. En avril 2021, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux SNF a augmenté de 17 points de base pour ressortir à 1,56 %, après avoir fléchi au

premier trimestre de l'année, tandis que le taux correspondant pour les prêts au logement consentis aux ménages est demeuré inchangé, à un point bas historique de 1,31 % (graphique 24). Ces évolutions reflètent l'impact persistant des mesures de politique économique mises en œuvre par la BCE, les autorités de surveillance et les gouvernements nationaux pour soutenir les conditions de l'offre de crédit, en particulier pour les entreprises les plus touchées par la pandémie. 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 observés avant la pandémie. Dans le même temps, l'incertitude relative à l'effet à plus long terme de la pandémie sur l'économie, et donc sur la solvabilité des emprunteurs et sur les bilans bancaires, demeure élevée. Toutes les mesures de soutien mises en place par les autorités demeurent essentielles pour éviter que cette incertitude ne provoque un durcissement généralisé des conditions de financement, amplifiant l'impact économique de la pandémie.

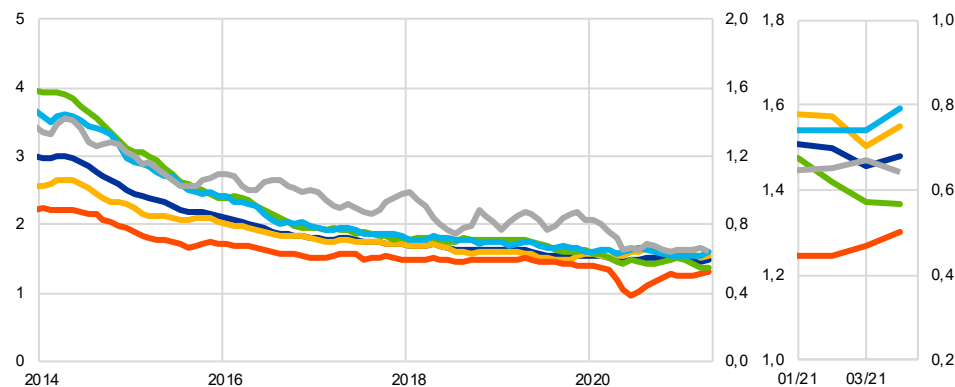
Graphique 24

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

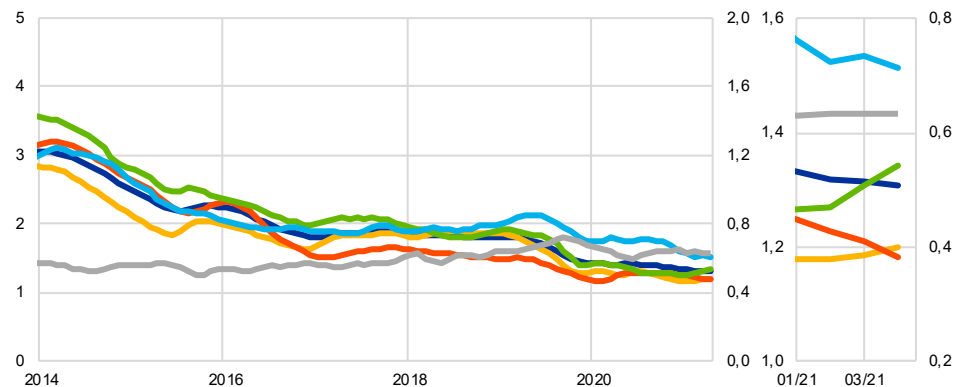
(pourcentages annuels (moyennes mobiles sur trois mois) ; écart type)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne
- Écart type entre pays (échelle de droite)

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



Source : BCE.

Notes : Ces indicateurs relatifs au coût total de l'emprunt bancaire sont calculés en agréant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

Le volume total de financement externe des entreprises a légèrement augmenté au premier trimestre 2021.

La croissance annuelle du financement externe s'est établie à 4,5 % en mars 2021, avec l'inversion de la tendance baissière de la dynamique à court terme du financement, qui s'était amorcée à la fin de l'été dernier. Ces flux ont essentiellement résulté d'emprunts auprès des banques et, dans une moindre mesure, d'émissions nettes d'actions cotées (partie a) du graphique 25). Les entreprises ont réduit leur endettement de marché, tandis que les flux de financement externe ont continué de bénéficier de conditions de financement favorables. Les raisons qui expliquent les emprunts auprès des banques sont hétérogènes selon les secteurs : les secteurs axés sur les exportations ont probablement bénéficié de l'amélioration de la situation mondiale et l'activité dans la construction a été dynamique dans certains pays, tandis que d'autres secteurs plus exposés aux retombées de la pandémie ont eu besoin de niveaux de liquidité plus élevés.

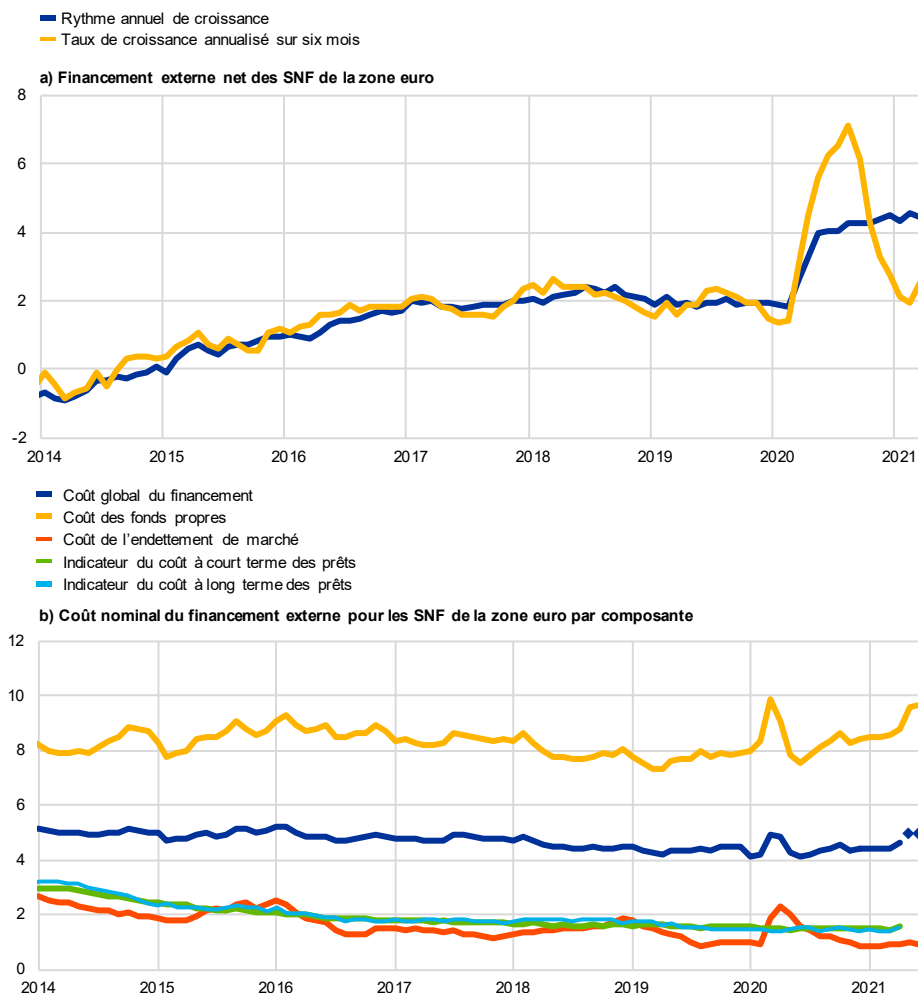
Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est resté bas mais a légèrement augmenté.

Ce coût s'est établi à 4,6 % fin avril (partie b) du graphique 25), soit un niveau inférieur de 30 points de base environ au pic observé en mars 2020 et supérieur de 50 points de base au point bas historique de juin 2020. La légère augmentation du coût global de financement enregistrée au cours des quatre premiers mois de 2021 est liée à la hausse du coût des fonds propres, qui reflète à la fois une hausse des taux sans risque et de la prime de risque sur actions. Dans le même temps, le nouveau resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur privé a contrebalancé ces hausses des taux sans risque, de telle sorte que le coût de la dette de marché est demeuré pratiquement inchangé dans l'ensemble. Le coût des prêts bancaires – principalement des prêts à long terme – a aussi légèrement augmenté. Selon les estimations, entre fin avril et le 9 juin 2021, le coût global du financement s'est encore accru d'environ 35 points de base, principalement sous l'effet d'une augmentation du coût des fonds propres. Cette évolution s'explique par une légère augmentation de la prime de risque sur actions, faisant suite à une hausse exceptionnellement forte des anticipations de bénéfices à long terme des entreprises (comme le montrent également les enquêtes auprès des chefs d'entreprise), tandis que les taux d'actualisation se sont maintenus à des niveaux faibles dans l'ensemble. Avec une augmentation aussi forte des anticipations de bénéfice et des taux d'actualisation restés faibles, les modèles auraient normalement prévu une hausse un peu plus forte des cours des actions que celle observée, ce qui se traduit mécaniquement par une prime de risque légèrement plus élevée. Au cours de la même période, le coût de l'endettement de marché n'a que faiblement augmenté – la hausse des taux sans risque étant presque entièrement contrebalancée par la poursuite du resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur privé – tant pour les émetteurs bien notés (*investment-grade*) que pour les émetteurs de titres à haut rendement (*high-yield*).

Graphique 25

Financement externe des SNF de la zone euro

(variations en pourcentage – partie a) ; pourcentages annuels – partie b))



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

Notes : Partie a) – Le financement externe net correspond à la somme des prêts des IFM, des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Partie b) – Le coût global du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les losanges bleu foncé indiquent des prévisions en temps réel (*nowcast*) du coût de financement global pour mai et juin 2021, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs des banques demeurent inchangés à leurs niveaux d'avril 2021. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent à mars 2021. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 9 juin 2021 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 4 juin 2021 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à avril 2021 pour le coût de l'emprunt (données mensuelles).

Consécutivement à la très lourde récession économique observée durant la pandémie de coronavirus (COVID-19) et à la réaction budgétaire vigoureuse qu'elle a suscitée, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro s'est creusé sensiblement, passant de 0,6 % en 2019 à 7,3 % en 2020. Cette année, alors que de nouvelles vagues de la pandémie déferlaient sur les pays de la zone euro, de nombreuses mesures d'urgence ont été étendues et une aide supplémentaire à la relance a été mise en place. En conséquence, les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème ne tablent que sur une amélioration marginale du solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro, qui ressortirait à – 7,1 % du PIB en 2021. Cela étant, à mesure que la pandémie régresse et que la reprise économique se confirme, le ratio de déficit devrait diminuer plus rapidement, revenant à 3,4 % en 2022 et à 2,6 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. La dette de la zone euro culminerait juste sous les 100 % du PIB en 2021 avant de retomber aux alentours de 95 % du PIB en 2023, soit quelque 11 points de pourcentage de plus que le niveau qu'elle affichait avant la crise du coronavirus. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée n'en demeurera pas moins cruciale, dans la mesure où un retrait prématuré de l'aide budgétaire risquerait d'affaiblir la reprise et d'aggraver les séquelles à plus long terme. Il convient dès lors que les politiques budgétaires nationales maintiennent leur soutien essentiel, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie actuelle et aux mesures d'endiguement décrétées dans la foulée. Cependant, les mesures budgétaires doivent rester temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. Le dispositif Next Generation EU (NGEU), qui complète les mesures budgétaires nationales, jouera un rôle de premier plan en contribuant à un redressement plus rapide, plus robuste et plus uniforme. Il renforcera la résilience économique et le potentiel de croissance des économies de l'UE, en particulier si les fonds sont déployés en faveur de dépenses publiques productives et s'ils s'accompagnent de politiques structurelles favorables à la productivité. Conformément aux projections macroéconomiques de juin, la conjonction des subventions et des prêts du plan NGEU devrait dégager un incitant supplémentaire de l'ordre de 0,5 % du PIB par an entre 2021 et 2023.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro ne s'améliorerait que marginalement en 2021, mais se redresserait vigoureusement dès 2022 ¹¹. Le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro est passé de 0,6 % du PIB en 2019 à 7,3 % ¹² du PIB en 2020, soit le déficit le plus important jamais observé depuis l'instauration de l'euro. D'après les prévisions, il n'afficherait qu'un repli marginal en 2021,

¹¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 10 juin 2021.

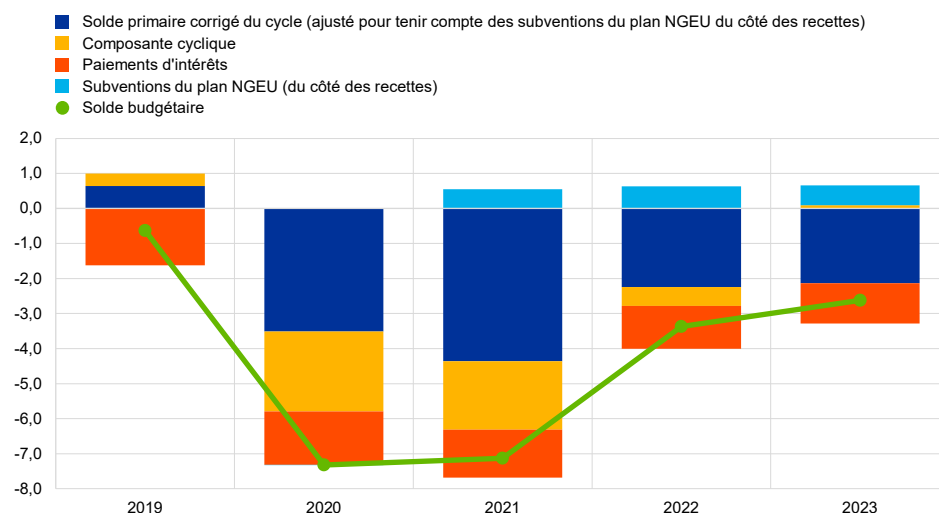
¹² Le solde budgétaire de la zone euro pour 2020 a été actualisé par rapport aux données publiées par Eurostat le 22 avril 2021 (première notification à – 7,2 % du PIB) à la suite d'une mise à jour des données relatives à l'Allemagne.

s'établissant à 7,1 %, mais diminuerait ensuite plus vigoureusement, revenant à 3,4 % en 2022 et à 2,6 % en 2023 (graphique 26). Le creusement du déficit budgétaire en 2020 s'explique en grande partie par une détérioration du solde primaire corrigé du cycle sous l'effet des mesures de soutien à l'économie adoptées en réaction à la pandémie, lesquelles se sont montées à 4 % du PIB environ. On s'attend désormais à ce que la crise et l'aide à la relance entraînent une augmentation de quelque 4,5 % du PIB en 2021. Cette estimation reflète la prolongation par les pouvoirs publics des mesures d'urgence, l'élargissement progressif de leur portée et/ou l'adoption de nouvelles mesures pour soutenir la reprise, y compris des mesures qui seront financées par le plan NGEU. L'aggravation du déficit l'an dernier résulte aussi d'une importante composante cyclique négative, qui devrait commencer à s'atténuer en 2021, fût-ce marginalement seulement. L'embellie plus marquée du solde budgétaire à compter de 2022 devrait s'opérer à la faveur d'une élévation du solde primaire corrigé du cycle, au gré de l'extinction d'une grande partie des mesures d'urgence (qui ne sont pas financées par des subventions du plan NGEU). Qui plus est, la contribution du cycle économique augmenterait rapidement dès 2022. L'amélioration du solde budgétaire sera également favorisée, certes dans une moindre mesure mais sur l'ensemble de l'horizon de projection, par une diminution progressive des contributions provenant des paiements d'intérêts.

Graphique 26

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème.

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

Les projections pour la zone euro tiennent compte des subventions accordées au titre du plan NGEU, qui représentent quelque 0,6 % du PIB chaque année sur l'horizon de projection, et qui, conjuguées à un montant limité de prêts, devraient dégager un incitant additionnel estimé à 0,5 % environ du PIB par an.

Les subventions accordées dans le cadre du plan NGEU qui sont intégrées aux projections s'élèvent à quelque 1,75 % du PIB sur la période 2021-2023.

Conjointement avec les prêts de l'ordre de 0,3 % du PIB, le plan NGEU permettrait

de financer des dépenses à hauteur de près de 1,9 % du PIB, dont un peu plus de 1,5 % du PIB serait consacré à un incitant supplémentaire, tandis que le reste servirait à financer les plans existants.

L'orientation budgétaire globale devrait demeurer expansionniste en 2021 après l'avoir été particulièrement en 2020 ¹³. Un resserrement de l'orientation budgétaire à partir des niveaux très élevés de l'aide apportée devrait se concrétiser en 2022 au fil de l'abandon de l'aide budgétaire ainsi que de l'extinction des mesures de lutte contre la pandémie et de soutien temporaire. En 2023, l'orientation budgétaire demeurerait globalement neutre ¹⁴. Cela étant, le niveau de l'aide budgétaire en faveur du redressement économique demeure élevé sur l'ensemble de la période de projection, ce qui se reflète dans le solde budgétaire primaire global qui reste fermement négatif, ne s'améliorant que progressivement, de – 5,8 % en 2021 à – 1,5 % du PIB en 2023.

Outre les aides budgétaires consenties pour soutenir leurs économies, les États membres de la zone euro ont alloué de considérables enveloppes de garanties de prêts dans le but de renforcer la situation de trésorerie des entreprises. Au total, ces garanties se sont chiffrées à quelque 19 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro en 2021, étant entendu que la taille des enveloppes et les taux d'utilisation varient sensiblement d'un pays à l'autre. Les garanties de prêts sont des engagements conditionnels pour les administrations publiques, si bien que le montant des garanties appelées constituera une dépense supplémentaire qui viendra alourdir la dette publique.

Les projections tablent désormais sur un solde budgétaire sensiblement plus faible en 2021 que ce qui était prévu précédemment par les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE, tandis que les perspectives pour 2022 et 2023 ont elles aussi été revues légèrement à la baisse. Exprimé en pourcentage du PIB, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro a en particulier été ajusté à la baisse, de 1,0 point de pourcentage pour 2021 et de 0,2 et 0,3 point de pourcentage pour les deux années suivantes. Ces révisions résultent des mesures budgétaires discrétionnaires plus élevées adoptées en réponse à la pandémie, spécialement en 2021, qui n'ont été que partiellement compensées par une contribution accrue du cycle économique. Les prévisions relatives aux paiements d'intérêts restent globalement inchangées par rapport aux projections de mars.

¹³ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus élevées liées aux subventions accordées au titre du plan NGEU qui proviennent du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, il convient dans ce contexte d'ajuster le solde primaire corrigé du cycle afin d'exclure lesdites recettes. Il est à noter également que les projections budgétaires pour la zone euro auxquelles la présente section fait référence ne tiennent compte ni du déficit supranational européen ni des dettes inhérentes aux transferts opérés au titre du plan NGEU. Pour de plus amples détails sur le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

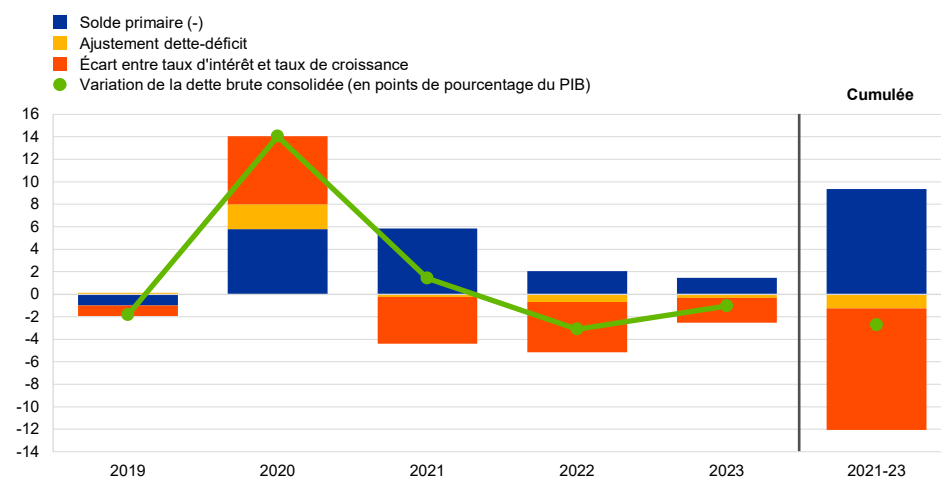
¹⁴ L'orientation budgétaire est estimée à – 4,2 points de pourcentage du PIB en 2020 et devrait afficher – 1, + 2,1 et + 0,1 points de pourcentage du PIB respectivement en 2021, 2022 et 2023, après ajustement des recettes liées aux subventions accordées dans le cadre du plan NGEU.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro s'est considérablement accru en 2020 et devrait culminer juste en dessous des 100 % en 2021, avant de refluer peu à peu pour avoisiner 95 % en 2023. L'élévation du ratio d'endettement en 2020 à hauteur de 14 points de pourcentage reflète non seulement la combinaison d'un déficit primaire élevé et d'un écart entre taux d'intérêt et taux de croissance très défavorable, mais aussi un important ajustement dette-déficit dû, entre autres, au soutien aux conditions de trésorerie accordé en réponse à la pandémie. En 2021, le déficit primaire toujours élevé ne sera que partiellement compensé par une contribution significative de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance exerçant un effet réducteur sur la dette. En 2022 et en 2023, toutefois, le ratio d'endettement amorcera un déclin puisque la réduction des déficits primaires sera plus que compensée par les contributions favorables des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance et, dans une moindre mesure, par les ajustements dette-déficit négatifs (graphique 27). En conséquence, à la fin de l'horizon de projection en 2023, le ratio dette/PIB devrait ressortir à un niveau excédant de quelque 11 points de pourcentage celui qu'il présentait avant l'émergence de la crise. Il convient toutefois de noter que la crise du coronavirus a exercé une incidence légèrement moins défavorable sur la trajectoire de la dette que ce qui était généralement escompté dans sa phase initiale.

Graphique 27

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique dans la zone euro

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Les politiques budgétaires nationales doivent maintenir leur soutien essentiel, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie actuelle et aux mesures d'endiguement décrétées dans la foulée.

Un retrait prématuré de l'aide budgétaire risquerait d'affaiblir la reprise et d'aggraver les séquelles à plus long terme. Cependant, les mesures budgétaires doivent rester temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. La soutenabilité budgétaire sera favorisée par la reprise économique attendue mais aussi et surtout par les conditions de financement,

qui devraient rester avantageuses. Il n'en demeure pas moins crucial que les États membres résorbent progressivement les déséquilibres budgétaires une fois que l'activité économique se sera suffisamment redressée. Ce processus peut être amplifié par un mouvement résolu sur la voie d'une composition des finances publiques plus propice à la croissance et de réformes structurelles de nature à doper le potentiel de croissance des économies de la zone euro, comme le soulignent également les recommandations formulées le 2 juin par la Commission concernant les politiques budgétaires (pour de plus amples détails, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*). La facilité pour la reprise et la résilience du plan NGEU peut apporter un soutien important à cet égard, notamment en accélérant les transitions écologique et numérique.

Encadrés

1 Évolutions du compte des transactions courantes de la zone euro durant la pandémie

Michael Fidora, Fausto Pastoris et Martin Schmitz

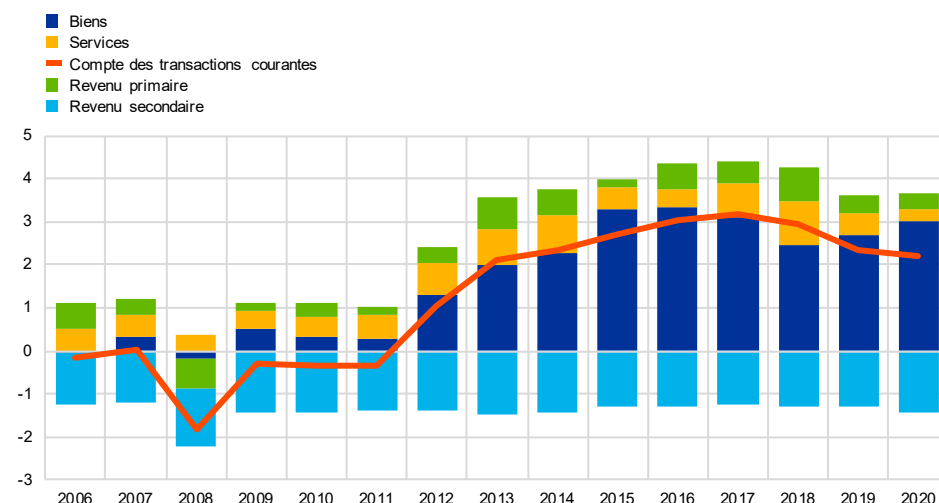
Dans un contexte de volatilité élevée de l'activité économique et des échanges internationaux en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19), l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro n'a que légèrement diminué en 2020 par rapport à 2019, revenant de 2,3 % à 2,2 % du PIB (graphique A, partie a). Toutefois, cette baisse modérée de l'excédent du compte des transactions courantes rapporté au PIB masque un recul sensible en valeur (de 280 milliards d'euros en 2019 à 250 milliards en 2020), le PIB nominal ayant fortement reculé au cours de cette période. En outre, des modifications importantes sont intervenues dans la composition des échanges et la ventilation géographique de l'excédent, ainsi que dans les transactions extérieures brutes (débit et crédit) à l'origine de ce solde. Le présent encadré examine les principales évolutions du compte des transactions courantes de la zone euro en 2020, en mettant l'accent sur la manière dont la pandémie a affecté ses différentes composantes.

Graphique A

Évolutions du compte des transactions courantes de la zone euro

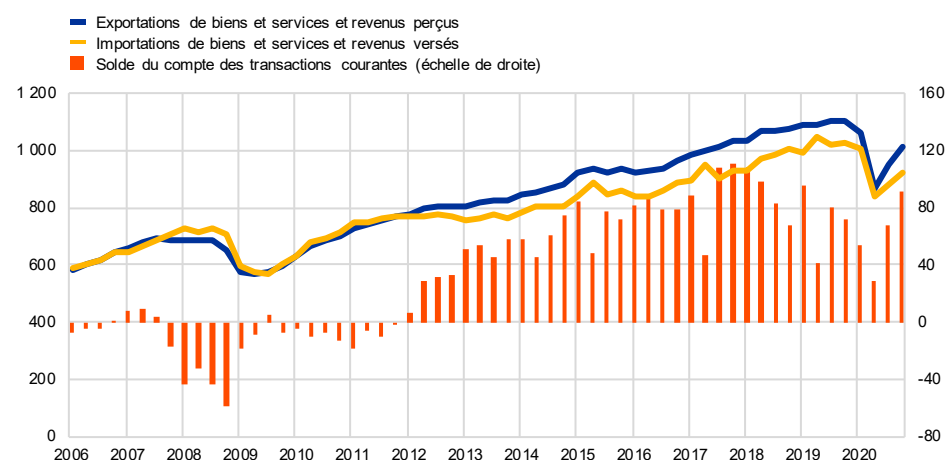
a) Solde du compte des transactions courantes de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



b) Transactions trimestrielles enregistrées dans le compte des transactions courantes de la zone euro

(milliards d'euros, données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés)



Sources : BCE et Eurostat.

Les transactions extérieures enregistrées dans le compte des transactions courantes de la zone euro se sont fortement contractées au premier semestre 2020 à la suite de l'apparition de la pandémie et de l'introduction de mesures visant à contenir sa propagation (graphique A, partie b). Au premier semestre 2020, l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro, en termes nominaux, a été inférieur de 55 milliards d'euros à celui du premier semestre 2019 ¹. Cette évolution résulte du recul très important des flux bruts figurant au crédit, c'est-à-dire les exportations de biens et services et les revenus en provenance de l'étranger, qui ont largement contrebalancé la contraction des flux bruts inscrits au débit, c'est-à-dire les importations de biens et services et les

¹ Les données relatives aux évolutions intra-annuelles sont présentées en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés.

revenus versés à des non-résidents de la zone euro. La demande extérieure s'étant redressée au second semestre et les exportations de la zone euro ayant rebondi plus fortement que les importations, l'excédent du compte des transactions courantes pour le second semestre 2020 a été supérieur de 7 milliards d'euros à celui enregistré au second semestre 2019 ². Au total, en 2020, l'excédent du compte des transactions courantes, en termes nominaux, a été inférieur de plus de 10 % à celui de 2019.

L'excédent des échanges de biens a augmenté pour s'établir à 3,0 % du PIB en 2020, la baisse des exportations de la zone euro étant largement contrebalancée par une baisse encore plus marquée des importations.

En 2020, l'excédent des échanges de biens a augmenté de 17 milliards d'euros (soit 0,3 point de pourcentage en termes de PIB). Cette évolution masque une baisse significative de la valeur des exportations de biens, de 216 milliards d'euros (soit 0,8 point de pourcentage en termes de PIB), évolution largement contrebalancée par une baisse plus marquée des importations, de 234 milliards (soit 1,1 point de pourcentage en termes de PIB). Les statistiques relatives aux échanges de biens font apparaître une diminution notable du déficit énergétique de la zone euro, liée à la fois à des évolutions favorables des prix de l'énergie et à une diminution des volumes importés en raison de la baisse de l'activité économique. En revanche, l'excédent de la zone euro au titre des produits manufacturés a fortement diminué dans un contexte de perturbations des chaînes de valeur mondiales, qui se sont également traduites par une baisse marquée du déficit de la zone euro au titre des biens intermédiaires ³.

Les répercussions économiques de la pandémie sont particulièrement visibles dans le solde des échanges de services, les restrictions de déplacement ayant entraîné une forte diminution de l'excédent des services de voyages dans la zone euro (graphique B). En 2020, l'excédent des échanges de services a diminué de 29 milliards d'euros (soit 0,2 point de pourcentage en termes de PIB). Ce recul s'explique principalement par la baisse des excédents au titre des services de voyages (de 0,3 % du PIB en 2019 à 0,1 % du PIB en 2020) et des services de transport (de 0,2 % du PIB à 0,1 % du PIB). S'agissant des services de voyages, cela reflète un effondrement des exportations (de 65 % environ en termes nominaux par rapport à 2019) dû aux restrictions de déplacement mises en place pour contenir la pandémie ⁴. En revanche, l'excédent des services de télécommunications, d'informatique et d'information a augmenté (de 0,8 % du PIB à 0,9 % du PIB), sous l'effet de la hausse des exportations. Les modifications importantes des déficits

² Tandis que le solde commercial s'est amélioré au second semestre, le solde des revenus s'est encore détérioré. La contraction du solde des revenus de la zone euro en 2020 s'explique par l'aggravation du déficit du revenu secondaire et par une diminution de l'excédent des revenus d'investissements. Le solde des revenus d'investissements reflète les revenus enregistrés par la zone euro sur les avoirs extérieurs nets. L'évolution des avoirs extérieurs nets de la zone euro (la position extérieure globale nette) a résulté, ces dernières années, non seulement du solde du compte des transactions courantes, mais aussi du canal de la valorisation (c'est-à-dire des fluctuations des valorisations des actifs et des passifs extérieurs liées aux variations du taux de change et des prix des autres actifs). Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé « [Les facteurs à l'origine de l'amélioration récente de la position extérieure de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

³ Cf. également l'encadré intitulé « [Le grand effondrement des échanges commerciaux de 2020 et le rôle amplificateur des chaînes de valeur mondiales](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

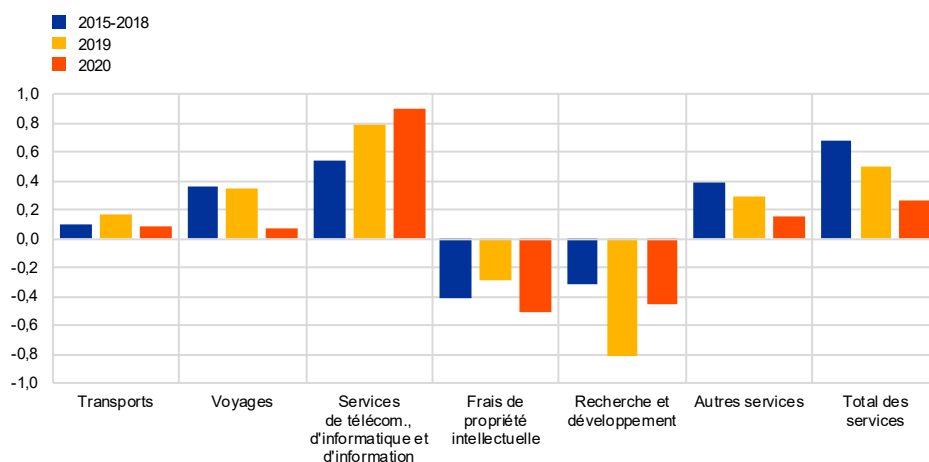
⁴ Cf. également l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur du tourisme durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

au titre des frais pour usage de la propriété intellectuelle (qui ont augmenté de 0,2 point de pourcentage en termes de PIB) et des services de recherche et développement (qui ont diminué de 0,4 point de pourcentage en termes de PIB) ont reflété une volatilité marquée des importations de ces services par la zone euro au cours des dernières années, liée aux activités de grandes entreprises multinationales ⁵.

Graphique B

Évolutions du solde des échanges de services de la zone euro par grand type de service

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

Note : « Autres services » recouvre les catégories des échanges de services non représentées par ailleurs dans le graphique.

Les données relatives aux contreparties géographiques du compte des transactions courantes de la zone euro montrent qu'en 2020, la zone euro a enregistré une baisse de ses excédents bilatéraux les plus importants (graphique C, partie a).

Comme lors des dernières années, en 2020, les excédents bilatéraux les plus importants de la zone euro ont été enregistrés vis-à-vis du Royaume-Uni, des États-Unis et de la Suisse (1,3 %, 0,7 % et 0,5 % du PIB, respectivement). Le groupe « Autres pays », incluant les principaux producteurs de pétrole, a également contribué positivement à l'excédent extérieur de la zone euro (avec un excédent de quelque 1,6 % du PIB), tandis que la zone euro affichait un déficit des transactions courantes vis-à-vis de la Chine (0,6 % du PIB) et du groupe « Centres extraterritoriaux » (0,7 % du PIB).

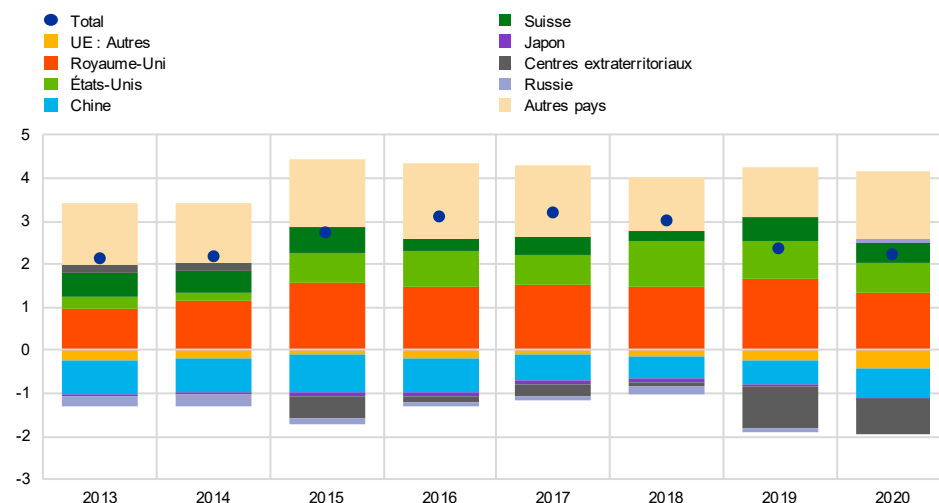
⁵ Pour plus d'informations sur l'incidence des opérations des multinationales sur les comptes extérieurs de la zone euro, cf. l'article intitulé « [Les entreprises multinationales, les centres financiers et leurs conséquences pour les déséquilibres extérieurs du point de vue de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2020 ; et Lane (P.R.), « *Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic* », discours lors du Forum statistique européen (virtuel), 26 avril 2021.

Graphique C

Ventilation géographique du compte des transactions courantes de la zone euro

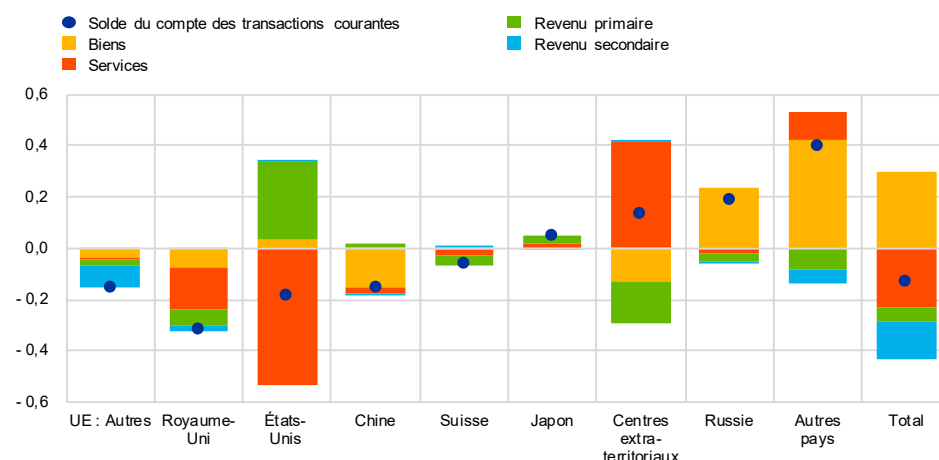
a) Compte des transactions courantes de la zone euro par grande contrepartie géographique

(en pourcentage du PIB)



b) Variation des soldes bilatéraux du compte des transactions courantes de la zone euro entre 2020 et 2019

(points de pourcentage de PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : « UE : Autres » comprend les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les institutions et organes de l'UE considérés, à des fins statistiques, comme n'appartenant pas à la zone euro, tels que la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement. « Centres extraterritoriaux » comprend les pays ou juridictions hors de l'UE qui fournissent des services financiers à des non-résidents à une échelle disproportionnée par rapport à la taille de leur économie nationale, notamment la Région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong et les îles Caïmans. « Autres pays » recouvre tous les pays et groupes de pays non représentés dans le graphique ainsi que les transactions non allouées.

La baisse des excédents vis-à-vis du Royaume-Uni et des États-Unis et une augmentation de l'excédent vis-à-vis du groupe « Autres pays » ont constitué les modifications les plus prononcées de la ventilation géographique du solde du compte des transactions courantes de la zone euro en 2020 (graphique C, partie b). Les diminutions des excédents vis-à-vis du Royaume-Uni et des États-Unis ont été principalement imputables aux services. Dans le cas du Royaume-Uni, cette évolution s'explique principalement par une baisse significative des exportations de voyages de la zone euro dans un contexte de restrictions des déplacements liées à la pandémie, tandis que, pour les États-Unis, elle reflète

également une augmentation notable des paiements pour usage de la propriété intellectuelle, liée aux opérations d'entreprises multinationales ⁶. L'excédent des échanges de biens vis-à-vis du groupe « Autres pays » a fortement augmenté en raison du recul des importations d'énergie mentionné précédemment, qui a également été le facteur à l'origine du passage d'un déficit bilatéral du compte des transactions courantes vis-à-vis de la Russie à un excédent. Le déficit des échanges de biens vis-à-vis de la Chine s'est encore creusé en 2020, reflétant en partie une augmentation des importations de fournitures médicales liée à la pandémie.

Du point de vue de l'épargne/l'investissement, la stabilité affichée en 2020 par la capacité nette de la zone euro à financer le reste du monde masque des hausses sans précédent de la capacité nette de financement du secteur des ménages et du besoin net de financement du secteur des administrations publiques (graphique D). La nécessité de contenir les répercussions de la pandémie sur l'économie a stoppé brutalement la réduction régulière du besoin net de financement du secteur des administrations publiques observée ces dernières années, les emprunts nets des États de la zone euro ressortant en hausse à 7,3 % du PIB en 2020. Toutefois, cette évolution a été presque entièrement contrebalancée par une forte augmentation de la capacité nette de financement des ménages de la zone euro (atteignant 7,3 % du PIB), qui reflète une épargne de précaution et une épargne forcée ⁷. Le besoin net de financement des secteurs des sociétés non financières et des sociétés financières ayant également augmenté en 2020, bien que de façon plus modérée, la capacité nette de la zone euro à financer le reste du monde a été globalement stable, à 2,2 % environ du PIB.

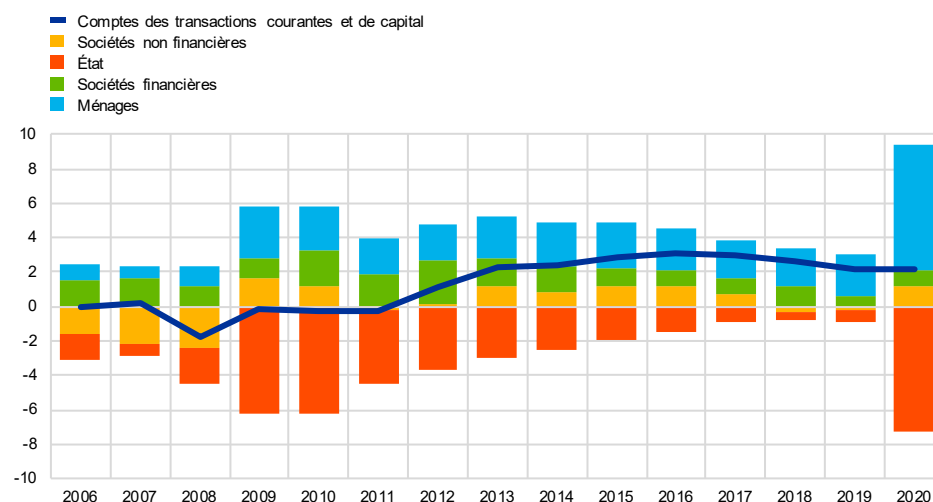
⁶ Ces opérations se traduisent également par une réduction équivalente du déficit des services de la zone euro vis-à-vis des centres extraterritoriaux.

⁷ Cf. également l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

Graphique D

Capacité nette/besoin net de financement de la zone euro par secteurs et solde du compte des transactions courantes et du compte de capital

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : La décomposition sectorielle de la capacité nette/du besoin net de financement de la zone euro reflète les soldes sectoriels nationaux de la zone euro tirés des données relatives aux comptes sectoriels non financiers. Les comptes des transactions courantes et de capital de la zone euro reflètent la capacité nette de la zone euro à financer le reste du monde/le besoin net pour la zone euro de se faire financer par le reste du monde tels qu'ils ressortent des données relatives à la balance des paiements. Des écarts mineurs peuvent exister entre les deux indicateurs en raison de différences entre les sources de données.

Les soldes du compte des transactions courantes des pays de la zone euro ont évolué de façon hétérogène en 2020, les pays fortement dépendants du tourisme enregistrant d'importantes détériorations de leurs soldes commerciaux (graphique E).

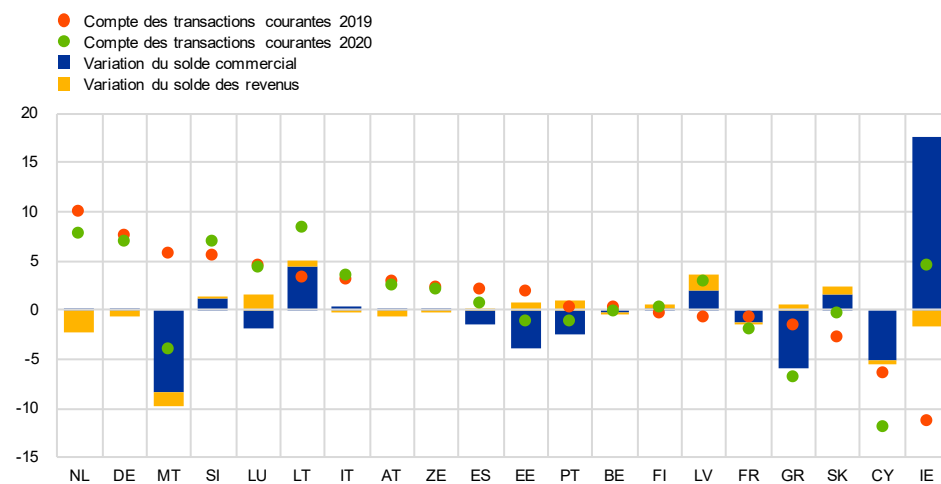
Ces fortes variations, principalement liées à une baisse prononcée des exportations de voyages, ont entraîné une nette détérioration des soldes du compte des transactions courantes de l'Espagne (de 2,1 % à 0,7 % du PIB), du Portugal (de 0,4 % à -1,2 % du PIB) et de la Grèce (de -1,5 % à -6,7 % du PIB). Malte et Chypre ont également enregistré de fortes détériorations de leurs soldes courants, principalement en raison de la baisse des exportations nettes des services de voyages et des autres services. Dans le même temps, l'Irlande a enregistré une nette amélioration de son solde courant, sous l'effet de modifications des échanges de services (et dans une moindre mesure des échanges de biens), reflétant principalement les activités de grandes entreprises multinationales⁸.

⁸ L'amélioration exceptionnelle du solde des services de l'Irlande enregistrée en 2020 s'explique par une forte baisse des importations de services de recherche et développement, dans le contexte de volatilité marquée des comptes extérieurs de l'Irlande en raison de l'effet très important des opérations des multinationales.

Graphique E

Variations du compte des transactions courantes dans les pays de la zone euro entre 2020 et 2019

(en pourcentage du PIB ; points de pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Le solde commercial recouvre les soldes des biens et des services. Le solde des revenus recouvre les soldes du revenu primaire et du revenu secondaire. « ZE » signifie « zone euro ».

L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie

Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando et Elena Sofia Gabbani

Les gouvernements européens ont réagi à la pandémie de coronavirus (COVID-19) en déployant d'importantes mesures budgétaires visant à soutenir les ménages, les salariés et les entreprises. À l'issue de près d'un an de soutien budgétaire, les informations sur la manière dont ces mesures ont été utilisées durant cette période pour contribuer à satisfaire les besoins de liquidité des entreprises à court et moyen terme ont été recueillies par le biais de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) ¹. Les mesures budgétaires introduites par les gouvernements sont classées en trois groupes principaux : 1) soutien salarial ² ; 2) réductions et reports d'impôts ; et 3) autres types de soutien ³. Cet encadré fournit un résumé des résultats de l'enquête, regroupant les résultats par pays en quatre secteurs distincts (industrie, construction, commerce de gros et de détail, autres services aux entreprises) ⁴.

Les deux tiers des entreprises interrogées ont eu recours à au moins une des mesures de soutien mises en place par les pouvoirs publics en réponse à la pandémie. Parmi les entreprises de la zone euro interrogées, environ 55 % des grandes entreprises et 48 % des PME ont utilisé les aides publiques pour alléger leur masse salariale ; environ 28 % des grandes entreprises et 25 % des PME ont bénéficié de réductions et de reports d'impôts ; et environ 24 % des grandes

¹ L'enquête semestrielle SAFE a été réalisée entre le 8 mars et le 22 avril 2021. Il a été demandé aux entreprises de la zone euro de déclarer les modifications de leur situation financière, leurs besoins de financement externe et la disponibilité de ce financement entre octobre 2020 et mars 2021. L'effectif total de l'échantillon est de 11 007 entreprises, dont 10 054 (91 %) sont des PME. Tous les chiffres de cet encadré sont pondérés par classe de taille, activité économique et pays pour refléter la structure économique de la population sous-jacente des entreprises. Cf. le [rapport SAFE](#).

² Le soutien salarial fait référence aux subventions accordées par les gouvernements sous forme de salaires subventionnés pour les salariés qui ont subi une réduction temporaire totale ou partielle de leur temps de travail (dispositifs de chômage partiel).

³ Bien que cela ne soit pas précisé dans le questionnaire, cette troisième catégorie peut inclure différents dispositifs relatifs au soutien des pouvoirs publics, tels que les garanties des prêts bancaires qui ne sont pas utilisés pour le paiement des salaires, les aides financières directes, la recapitalisation et la restructuration des fonds. Cf. également l'encadré intitulé « [Government support policies during the COVID-19 period](#) » du rapport SAFE pour plus de détails sur les questions spécifiques introduites dans l'enquête SAFE.

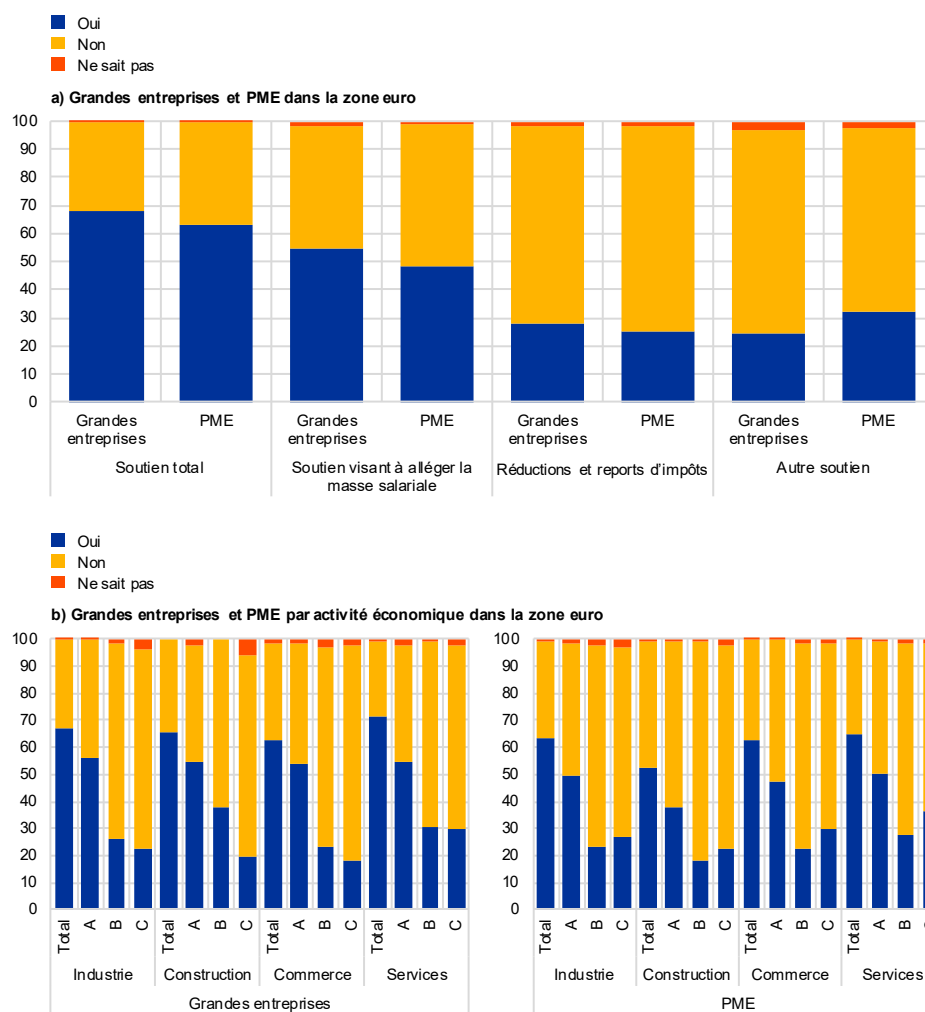
⁴ Cet encadré complète les évaluations connexes des dispositifs mis en place par les pouvoirs publics. [Albertazzi et al.](#) évaluent la manière dont les dispositifs de garanties publiques sur les prêts qui ont été annoncés peuvent affecter l'ampleur des pertes auxquelles les banques pourraient être confrontées. [Falagiarda et al.](#) décrivent les caractéristiques de ces dispositifs ainsi que le recours à ce type de dispositif dans les grands pays de la zone euro. [Anderson et al.](#) fournissent une synthèse des mesures de soutien au crédit mises en place dans les cinq principales économies européennes. Une [étude de l'OCDE](#) datant de 2021 propose une synthèse des mesures de soutien à la liquidité et de soutien structurel au niveau mondial. Cf. Albertazzi (U.), Bijsterbosch (M.), Grodzicki (M.), Metzler (J.) et Ponte Marques (A.), « *Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2020 ; Falagiarda (M.), Prapiestis (A.) et Rancoita (E.), « *Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020 ; Anderson (J.), Papadia (F.) et Véron (N.), « *COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies* », *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021 ; et « *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"* », OCDE, avril 2021.

entreprises et 32 % des PME ont eu recours à d'autres dispositifs de soutien public (graphique A, partie a).

Graphique A

Pourcentage des entreprises de la zone euro ayant reçu un soutien budgétaire gouvernemental en réponse à la pandémie : taille et ventilation sectorielle

(en pourcentage des déclarants)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
Note : « A » fait référence au soutien salarial ; « B » aux réductions et reports d'impôts ; « C » aux autres types de soutien ; « Total » représente les dispositifs de soutien agrégés (c'est-à-dire au moins une catégorie de soutien reçue).

Concernant les différents secteurs, les PME de l'industrie et des services ont bénéficié d'un soutien plus important que les PME de la construction.

Les activités durement affectées par les mesures de distanciation sociale, telles que l'hôtellerie, les voyages, les spectacles et la culture, sont généralement proposées par des petites et moyennes entreprises (PME) comptant jusqu'à 249 salariés, c'est-à-dire le type d'entreprises qui occupe une place prépondérante dans l'enquête SAFE. Pour ce type d'activités, les PME ont reçu un soutien relativement plus important que les grandes entreprises sous la forme d'autres dispositifs de soutien public, ce qui reflète en partie le fait que les politiques spécifiques à chaque pays ont été essentiellement conçues pour venir en aide aux petites entreprises. Le soutien

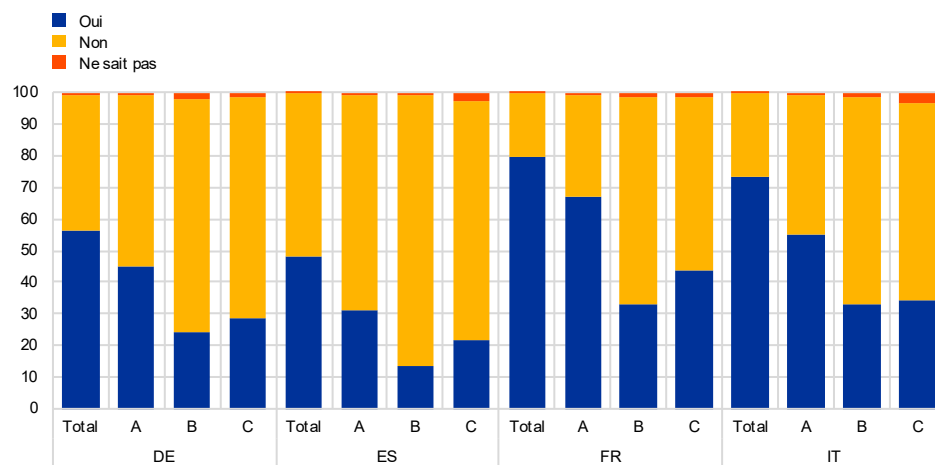
public aux PME a été relativement plus important dans l'industrie et les services que dans la construction, notamment sous la forme d'un soutien salarial. En revanche, les grandes entreprises ont bénéficié d'un soutien public pour alléger leur masse salariale dans l'ensemble des secteurs (graphique A, partie b). Environ 50 % des PME interrogées dans l'industrie, le commerce de gros et de détail (regroupés sous l'intitulé « Commerce » dans les graphiques) et les autres services aux entreprises (« Services ») et 37 % des PME dans la construction ont reçu un soutien des pouvoirs publics pour alléger leur masse salariale ; ces parts ne s'élèvent qu'à environ 25 % et 18 %, respectivement, pour les réductions et reports d'impôts. La divergence entre secteurs est plus importante pour les autres dispositifs de soutien public (graphique A, partie b).

Le soutien des pouvoirs publics a varié selon les pays. En termes relatifs, la part des PME ayant eu recours au soutien budgétaire a été plus faible en Espagne et en Allemagne qu'en France et en Italie et ce, indépendamment du type de soutien (graphique B). Plus précisément, en France, environ deux tiers des entreprises ont utilisé le dispositif public de soutien à la liquidité pour alléger leur masse salariale, contre un tiers seulement en Espagne. S'agissant des réductions et reports d'impôts, un tiers des entreprises ont déclaré avoir bénéficié de tels soutiens en Italie, contre 14 % en Espagne. 44 % des entreprises interrogées en France ont également utilisé d'autres dispositifs de soutien public, contre 21 % environ en Espagne.

Graphique B

Pourcentage des PME ayant eu recours à un soutien budgétaire gouvernemental en réponse à la pandémie : ventilation par pays

(en pourcentage des déclarants)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
 Note : « A » fait référence au soutien salarial ; « B » aux réductions et reports d'impôts ; « C » aux autres types de soutien ; « Total » représente les dispositifs de soutien agrégés (c'est-à-dire au moins une catégorie de soutien reçue).

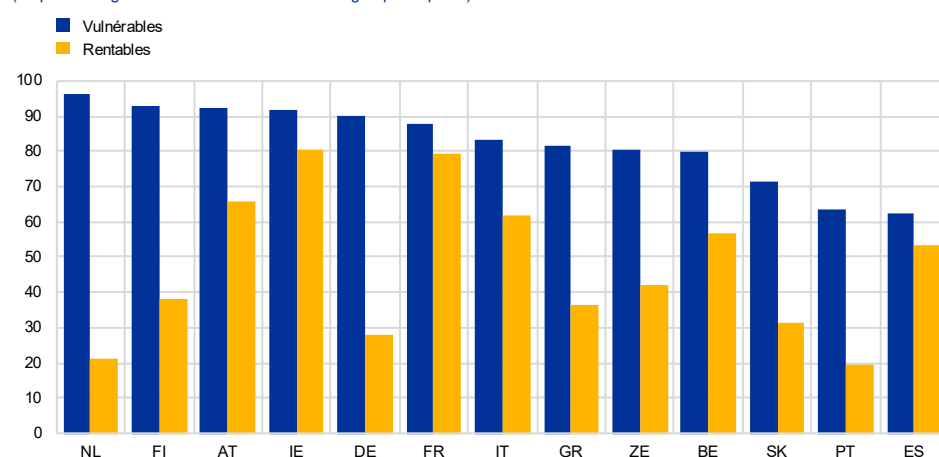
Une analyse fondée sur les réponses à l'enquête suggère que les entreprises les plus négativement affectées par la pandémie ont davantage utilisé le soutien budgétaire. Si l'on examine la situation financière des différentes entreprises, nous distinguons les entreprises « vulnérables », c'est-à-dire celles qui, dans la dernière enquête (octobre 2020-mars 2021) ont fait état d'une baisse de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices et d'une hausse de leurs charges d'intérêt et

de leur levier par rapport aux six mois précédents, et les entreprises « rentables », qui, sur la même période ont fait état d'une hausse de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices et d'une baisse de leurs charges d'intérêt et de leur levier ⁵. Le graphique C montre la proportion, au sein de leur groupe respectif, des entreprises qui ont utilisé au moins un type de soutien budgétaire dans l'ensemble des pays de la zone euro. Ces deux parts sont très élevées en Irlande et en France et moins élevées au Portugal. En moyenne, dans la zone euro, 80 % des entreprises vulnérables et environ 40 % des entreprises rentables, au sein de leur propre groupe, ont eu recours à un soutien budgétaire durant la pandémie. Si l'on compare aux données historiques, une part relativement importante des entreprises vulnérables étaient classées comme non vulnérables avant la pandémie. Cela suggère que le soutien budgétaire a été plus important pour les entreprises les plus durement touchées qui ont fait face à des besoins immédiats de liquidité.

Graphique C

Part des entreprises vulnérables et rentables qui ont eu recours au soutien budgétaire gouvernemental

(en pourcentage des déclarants au sein de leur groupe respectif)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
 Note : Les entreprises vulnérables sont définies comme celles qui ont déclaré, lors de la dernière campagne SAFE (octobre 2020-mars 2021) par rapport à la précédente campagne SAFE (avril-septembre 2020) simultanément une baisse de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices, une hausse de leurs charges d'intérêt et une hausse ou une stabilité de leur taux d'endettement rapporté au total des actifs ; les entreprises rentables sont définies comme celles qui ont déclaré, lors de la dernière campagne SAFE par rapport à la précédente campagne SAFE simultanément une hausse de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices, une baisse ou une absence de charges d'intérêt et une baisse ou un niveau égal à zéro de leur taux d'endettement rapporté au total des actifs.

La plupart des entreprises ayant eu recours au soutien des pouvoirs publics l'ont utilisé pour honorer leurs obligations immédiates et à court terme. Il a été demandé aux entreprises qui ont utilisé les aides gouvernementales d'évaluer l'importance des différentes mesures dans l'allègement de leurs besoins de liquidité (définis comme le montant d'espèces nécessaire pour honorer les obligations immédiates et à court terme de l'entreprise). Globalement, ces dispositifs de soutien ont joué un rôle important pour atténuer le risque de liquidité, malgré quelques variations selon les secteurs et le type de soutien. Parmi les entreprises qui ont bénéficié d'un soutien public pour alléger leur masse salariale, environ 90 % des

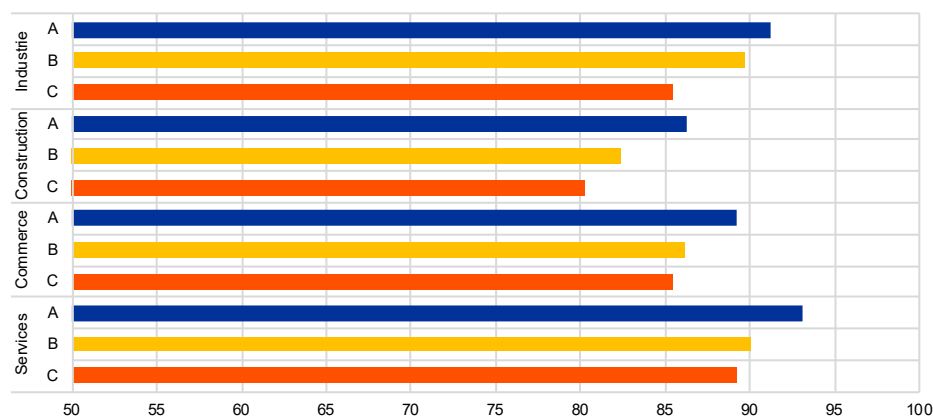
⁵ Pour l'évolution au fil du temps des entreprises vulnérables et rentables avant la pandémie, cf. l'[Enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro](#), octobre 2017-mars 2018, BCE.

PME de la zone euro considèrent cette aide comme importante pour les aider à honorer leurs obligations à court terme, le pourcentage le plus élevé concernant les entreprises du secteur des services (graphique D). De même, les réductions et reports d'impôts ont été considérés comme importants par 87 % des PME en moyenne, le pourcentage le plus élevé concernant l'industrie et les services. Enfin, les autres dispositifs de soutien ont été considérés comme importants par plus des deux tiers des PME, notamment dans les services. S'agissant des différents pays, sur la fraction relativement faible de PME qui ont utilisé le soutien budgétaire en Allemagne (graphique B), la majorité d'entre elles a déclaré avoir eu largement recours à tous les types de dispositifs de soutien public pour doper leur liquidité. Selon les PME italiennes, le soutien salarial et les réductions et reports d'impôts sont plus importantes, tandis que les PME françaises ont déclaré des pourcentages plus élevés pour les autres types de soutien et les dispositifs de soutien salarial.

Graphique D

Importance des mesures de soutien gouvernemental par type pour les PME de la zone euro qui y ont eu recours afin d'honorer leurs obligations à court terme

(en pourcentage des déclarants qui ont répondu « très important » ou « modérément important »)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).
Note : « A » fait référence au soutien salarial ; « B » aux réductions et reports d'impôts ; « C » aux autres types de soutien.

Plus des deux tiers des entreprises qui ont eu recours au soutien gouvernemental ont indiqué que les mesures actuellement en place ou prévues en réponse à la pandémie leur permettraient d'honorer plus facilement leurs obligations en matière d'endettement au cours des deux prochaines années. Il a été demandé aux entreprises d'évaluer si les mesures de soutien prises en lien avec la pandémie actuellement en place ou dont la mise en œuvre par les pouvoirs publics est prévue à court terme suffiraient à réduire leur risque de faillite (c'est-à-dire la probabilité que l'entreprise soit incapable d'honorer ses obligations à moyen et long terme) au cours des deux prochaines années. 74 % des PME et 65 % des grandes entreprises qui ont reçu un soutien public ont indiqué que les politiques menées atténueraient leurs besoins de liquidité à moyen terme (graphique E, partie a). En particulier, les entreprises du secteur des autres services aux entreprises ont déclaré que les dispositifs contribueraient à réduire leur risque de faillite au cours des deux prochaines années. Pour l'ensemble des pays,

les entreprises considèrent que les mesures de soutien à la liquidité sont essentielles pour réduire les risques de faillite.

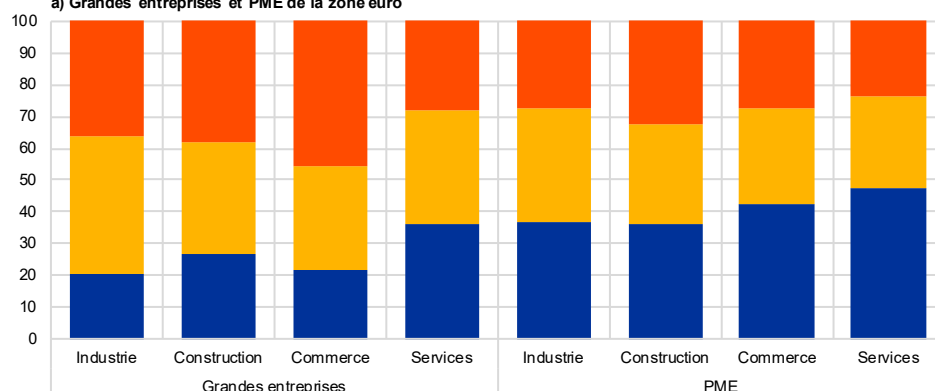
Graphique E

Importance des mesures de soutien gouvernemental pour les entreprises de la zone euro qui y ont eu recours afin d'honorer leurs obligations à long terme

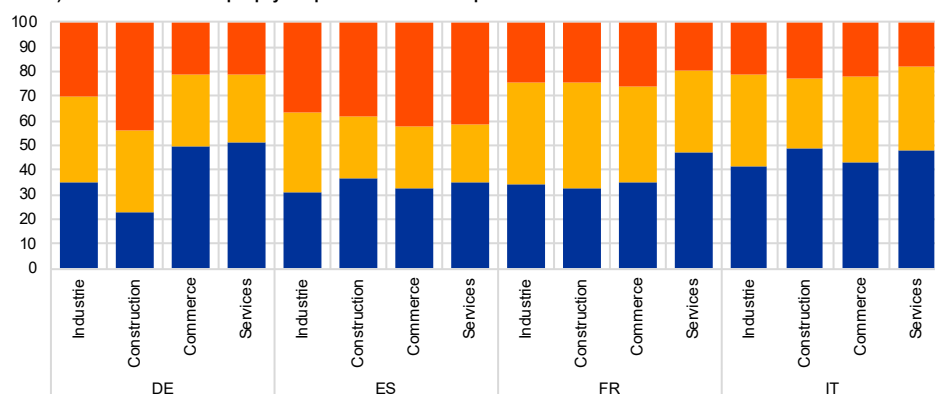
(en pourcentage des déclarants)

■ Très important
■ Modérément important
■ Pas important

a) Grandes entreprises et PME de la zone euro



b) PME de la zone euro par pays et par activité économique



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE).

Globalement, les mesures de soutien budgétaire des pouvoirs publics ont contribué efficacement à atténuer les besoins de liquidité des entreprises à la suite du déclenchement de la pandémie. Les deux tiers environ des grandes entreprises et des PME interrogées ont eu recours aux mesures de soutien budgétaire gouvernementales. La plupart des entreprises ont utilisé ces dispositifs pour honorer leurs obligations immédiates et à court terme, en particulier pour alléger leur masse salariale et leur situation fiscale. Les entreprises ont également indiqué que les mesures liées à la pandémie actuellement en place ou prévues par les gouvernements contribueraient à leur permettre d'honorer leurs obligations en matière d'endettement au cours des deux prochaines années.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 janvier au 27 avril 2021

Guido Della Valle et Nikolaus Solonar

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité dans la zone euro durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2021. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 27 janvier au 27 avril (la « période sous revue »).

Le niveau de la liquidité de banque centrale dans le système bancaire a continué d'augmenter au cours de la période sous revue. Cette évolution s'explique en grande partie par les achats nets d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), ainsi que par le règlement de la septième opération dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Le 11 mars, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il s'attendait à ce que le rythme des achats au titre du PEPP soit nettement plus soutenu au deuxième trimestre qu'au cours des premiers mois de l'année. Au cours de la période sous revue, le solde des facteurs autonomes de la liquidité est resté à des niveaux globalement similaires à ceux observés au cours de la période sous revue précédente, qui s'est déroulée du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a légèrement augmenté, de 4,4 milliards d'euros, pour s'établir à 2 030,6 milliards en moyenne.

Cette hausse modérée par rapport à la précédente période sous revue est due aux effets combinés d'une légère augmentation de 2,2 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, ressorti à 1 883,7 milliards d'euros, et d'une hausse de 2,2 milliards d'euros des réserves obligatoires, à 146,9 milliards d'euros (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »).

La hausse du solde des facteurs autonomes s'explique principalement par l'augmentation des dépôts des administrations publiques, qui ont augmenté de 29,6 milliards d'euros (+ 5 %) au cours de la période sous revue, pour s'établir à 618,3 milliards. Cette hausse annule en partie le recul enregistré au dernier trimestre 2020 par rapport au niveau record observé plus tôt en 2020, lorsque les gouvernements ont accru leurs émissions de titres pour financer les mesures prises en réponse à la crise du coronavirus (COVID-19) et augmenté leurs soldes de précaution pour répondre à l'incertitude. Dans l'ensemble, malgré cette hausse, les dépôts des administrations publiques restent inférieurs au record de 729,8 milliards d'euros enregistré lors de la sixième période de constitution de

2020, mais ils restent nettement supérieurs à leur moyenne historique de 246,8 milliards pour la même période des années précédentes (du 27 janvier au 27 avril 2020, 2019 et 2018). La hausse des dépôts des administrations publiques a été partiellement compensée par un recul de 24,5 milliards d'euros des autres facteurs autonomes, revenus à 891,1 milliards. Les billets en circulation ont augmenté de 23,4 milliards d'euros pour s'inscrire à 1 440,0 milliards. Au total, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 28,4 milliards d'euros pour s'établir à 2 949,4 milliards. La hausse des facteurs de retrait de liquidité a été partiellement contrebalancée par une augmentation de 26,2 milliards d'euros des facteurs autonomes d'apport de liquidité, ressortant à 1 066,0 milliards, en raison des effets conjugués d'une augmentation de 56,5 milliards des actifs nets libellés en euros et d'une diminution de 30,3 milliards des avoirs extérieurs nets. Le tableau A présente une vue d'ensemble des facteurs autonomes examinés précédemment et de leurs évolutions.

Tableau A
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021						Précédente période sous revue : du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : du 27 janvier au 16 mars		Deuxième période de constitution : du 17 mars au 27 avril		Septième et huitième périodes de constitution
Facteurs autonomes de la liquidité	2 949,4	(+28,4)	2 930,2	(+54,4)	2 971,8	(+41,5)	2 921,0 (-77,4)
Billets en circulation	1 440,0	(+23,4)	1 433,4	(+4,0)	1 447,7	(+14,3)	1 416,7 (+31,8)
Dépôts des administrations publiques	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7 (-141,1)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7 (+32,0)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	3 132,3	(+282,0)	3 011,2	(+127,4)	3 273,6	(+262,4)	2 850,3 (+287,6)
Dont excédents de réserves exonérés dans le cadre du système à deux paliers ²⁾	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2 (+12,0)
Dont excédents de réserves non exonérés dans le cadre du système à deux paliers ²⁾	2 268,4	(+277,2)	2 139,9	(+118,9)	2 396,9	(+257,1)	1 991,2 (+269,9)
Réserves obligatoires ³⁾	146,9	(+2,2)	146,5	(+1,0)	147,5	(+1,0)	144,8 (+1,8)
Quota exonéré ³⁾	881,6	(+13,0)	878,8	(+5,8)	884,8	(+5,9)	868,5 (+10,9)
Facilité de dépôt	634,2	(+73,0)	598,0	(+11,1)	676,4	(+78,4)	561,2 (+125,8)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Source : BCE.

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

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

2) Les excédents de réserves exonérés et non exonérés sont expliqués sur le [site internet](#) de la BCE.

3) Cette rubrique qui figure pour mémoire n'apparaît pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021						Précédente période sous revue : du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : du 27 janvier au 16 mars		Deuxième période de constitution : du 17 mars au 27 avril		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	1 066,0	(+26,2)	1 068,3	(+81,6)	1 063,3	(-4,9)	1 039,8	(-57,2)
Avoirs extérieurs nets	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Avoirs nets libellés en euros	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
Instruments de politique monétaire	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Opérations d'open market	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Opérations d'appels d'offres	1 913,8	(+139,9)	1 792,8	(-0,1)	2 054,9	(+262,1)	1 773,9	(+125,9)
Opérations principales de refinancement	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Opérations TLTRO II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Opérations TLTRO III	1 876,5	(+152,3)	1 749,4	(-0,0)	2 024,8	(+275,4)	1 724,2	(+141,5)
PELTRO	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	3 883,4	(+219,6)	3 825,1	(+112,2)	3 951,4	(+126,3)	3 663,8	(+269,2)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programme pour les marchés de titres	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 374,3	(+37,2)	2 366,1	(+20,9)	2 383,9	(+17,8)	2 337,1	(+53,9)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021						Précédente période sous revue : du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : du 27 janvier au 16 mars		Deuxième période de constitution : du 17 mars au 27 avril		Septième et huitième périodes de constitution
Besoin global de financement ¹⁾	2 030,6	(+4,4)	2 008,7	(-26,4)	2 056,3	(+47,7)	2 026,3 (-18,2)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 883,7	(+2,2)	1 862,2	(-27,3)	1 908,9	(+46,7)	1 881,5 (-20,1)
Excédent de liquidité ³⁾	3 766,5	(+355,1)	3 609,3	(+138,5)	3 950,0	(+340,7)	3 411,4 (+413,4)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021						Précédente période sous revue : du 4 novembre 2020 au 26 janvier 2021
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : du 27 janvier au 16 mars		Deuxième période de constitution : du 17 mars au 27 avril		Septième et huitième périodes de constitution
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilité de dépôt	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia ¹⁾	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475 (-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560 (-0,006)

Source : BCE.

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

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

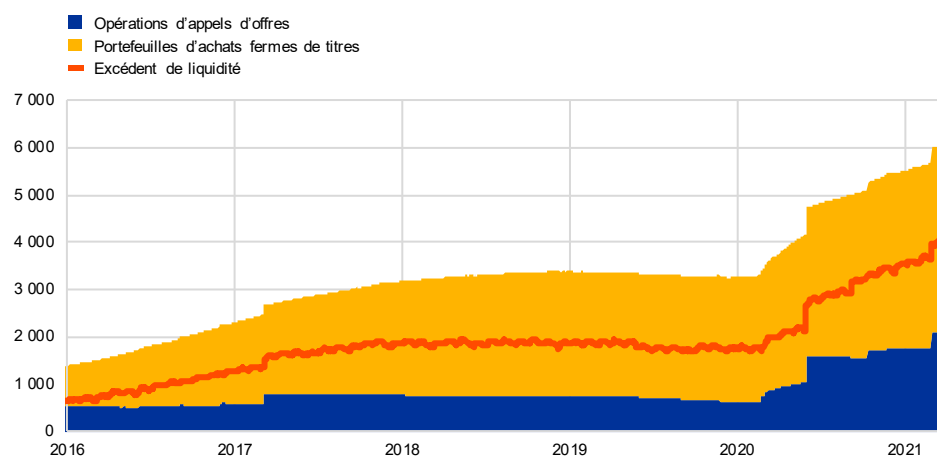
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 359,5 milliards d'euros pour s'établir à 5 797,2 milliards en moyenne au cours de la période sous revue (graphique A).

Cette augmentation résulte pour 61 % environ des achats nets en cours dans le cadre des programmes d'achats d'actifs, principalement le PEPP, tandis que les 39 % restants sont le résultat d'opérations de crédit, notamment de l'allocation de la septième opération de la série des TLTRO III en mars 2021.

Graphique A

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

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 27 avril 2021.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a augmenté de 139,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette évolution résulte en grande partie du règlement de la septième opération de la série des TLTRO III du 24 mars, qui a injecté 330,5 milliards d'euros. Cette injection a été partiellement contrebalancée par l'échéance finale de la série des TLTRO II, pour laquelle 9,7 milliards d'euros ont été remboursés. La première des quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO), annoncée en décembre 2020 et réglée le 25 mars 2021, a apporté 0,8 milliard d'euros de liquidités supplémentaires. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois continuent de jouer un rôle marginal, le recours moyen à ces deux opérations de refinancement régulières ayant diminué de 0,4 milliard d'euros par rapport à la précédente période sous revue, pour atteindre un nouveau point bas historique de 0,9 milliard.

Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 219,6 milliards d'euros, passant à 3 883,4 milliards, en raison des achats nets dans le cadre de l'APP et du PEPP.

Les encours moyens au titre du PEPP ont augmenté de 170,9 milliards d'euros par rapport à la moyenne de la précédente période sous revue, pour s'inscrire à 898,8 milliards. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP ont représenté de loin la plus forte hausse parmi l'ensemble des programmes d'achats d'actifs, suivis des achats réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), dont les avoirs moyens ont enregistré, respectivement, des hausses de 37,2 milliards d'euros et de 13,5 milliards pour s'établir à 2 374,3 milliards et 263,4 milliards.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 355,1 milliards d'euros, atteignant un nouveau record de 3 766,5 milliards (graphique A).

L'excédent de liquidité est la somme de l'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité fournie et les besoins de liquidité. L'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport à leurs réserves obligatoires a augmenté de 282,0 milliards d'euros, ressortant à 3 132,3 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a augmenté de 73 milliards, s'inscrivant à 634,2 milliards.

Les excédents de réserves non soumis au taux négatif de la facilité de dépôt dans le cadre du système à deux paliers ¹ ont augmenté de 14,9 milliards d'euros pour atteindre 874,1 milliards, tandis que les réserves non exonérées ont augmenté de 277,2 milliards pour atteindre 2 268,4 milliards.

La hausse des excédents de réserves exonérés reflète en grande partie une augmentation du quota exonéré de 13 milliards d'euros le portant à 881,6 milliards, qui est lui-même fonction de l'obligation de constitution de réserves obligatoires et de son augmentation au cours de la période sous revue. L'augmentation des réserves non exonérées est attribuée à l'augmentation générale de l'excédent de liquidité, sous l'effet des achats nets d'actifs et du recours accru aux opérations de crédit. Le taux d'utilisation global du quota exonéré, c'est-à-dire le rapport entre les réserves exonérées et le maximum susceptible d'être exonéré, a légèrement augmenté, passant de 98,9 % à 99,1 %. Le taux d'utilisation constamment élevé montre que l'excédent de liquidité reste largement répandu, la grande majorité des banques détenant des réserves largement supérieures à l'exigence minimale. Le taux d'utilisation est resté supérieur à 98 % depuis la troisième période de constitution de 2020. Au cours de la période sous revue, les excédents de réserves exonérés représentaient 23,3 % de l'excédent de liquidité total, contre 25,2 % au cours de la précédente période sous revue.

Évolutions des taux d'intérêt

En moyenne, le taux à court terme de l'euro (€STR) a légèrement diminué au cours de la période sous revue par rapport à la période précédente.

L'€STR s'est établi en moyenne à – 56,5 points de base au cours de la période sous revue, pratiquement inchangé par rapport à une moyenne de – 56,0 points de base au cours de la précédente période sous revue, l'ampleur de l'excédent de liquidité rendant l'€STR relativement inélastique à des variations de liquidité même importantes. Il convient de noter que, depuis octobre 2019, l'Eonia correspond à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Il a donc évolué, et continuera d'évoluer, parallèlement à l'€STR. Les taux directeurs de la BCE, qui recouvrent le taux appliqué à la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de

¹ Le système à deux paliers de rémunération des excédents de réserves est expliqué sur le [site internet](#) de la BCE.

refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal sont demeurés inchangés au cours de la période sous revue.

L'impact de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro selon une répartition hommes/femmes

Vasco Botelho et Pedro Neves

Dans la zone euro, selon les données disponibles jusqu'au quatrième trimestre 2020, la crise du coronavirus (COVID-19) a entraîné une diminution de la population active, un recul de l'emploi et une hausse du chômage, avec des évolutions différentes pour les hommes et pour les femmes au fil du temps ¹. Entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, l'emploi dans la zone euro a diminué de 3,1 millions de personnes environ, soit, selon les estimations, approximativement 1,9 million d'hommes et 1,2 million de femmes (graphique A). Cela correspond à une baisse totale de l'emploi de 2,2 % pour les hommes et de 1,5 % pour les femmes sur cette période ². Au cours de la même période, le chômage a augmenté de 0,9 million de personnes (495 000 hommes et 388 000 femmes). Au total, entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, le chômage des hommes a augmenté de 8,0 % et celui des femmes de 6,6 %. La hausse du taux de chômage a atteint un pic au troisième trimestre 2020, ressortant à 10,5 % pour les hommes et 12,8 % pour les femmes. Par la suite, au cours du quatrième trimestre 2020, la baisse du nombre de chômeurs a été plus importante chez les femmes que chez les hommes. Le fort recul de l'emploi n'a été associé à des hausses correspondantes du chômage ni pour les hommes, ni pour les femmes : 2,2 millions de personnes sont devenues inactives entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, dont 1,4 million d'hommes et 0,8 million de femmes. Même si le taux d'activité des femmes a été plus affecté durant la première vague de la pandémie, jusqu'au deuxième trimestre 2020, il s'est redressé à un rythme plus rapide au cours du second semestre de l'année.

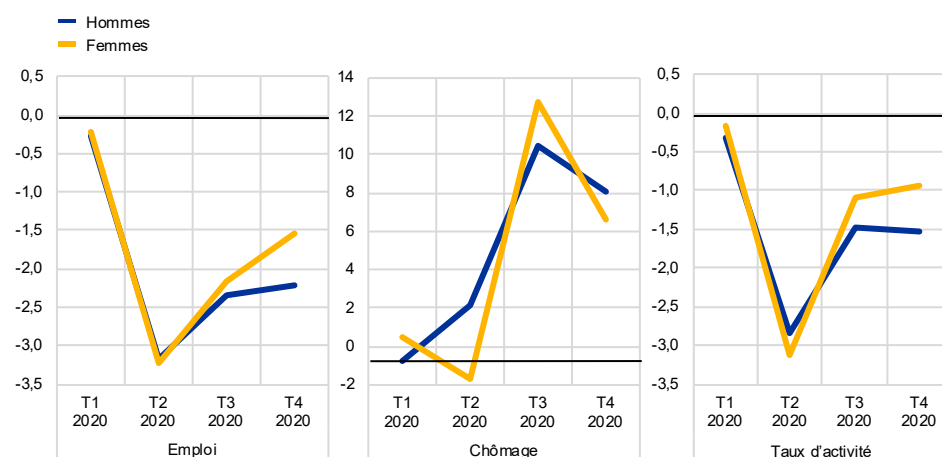
¹ Les agrégats relatifs à l'emploi et au nombre total d'heures travaillées sont fondés sur les données de comptes nationaux d'Eurostat, tandis que les informations relatives au chômage et à la répartition hommes/femmes de l'emploi et des heures travaillées proviennent de l'enquête trimestrielle de l'UE sur les forces de travail réalisée par Eurostat. Aux niveaux sectoriels et agrégés, les effets spécifiques sur l'emploi et le nombre d'heures travaillées établis pour chaque catégorie (hommes/femmes) à partir des données de l'enquête sur les forces de travail sont présentés sur les données des comptes nationaux. Cela suppose implicitement que la répartition hommes/femmes dans la zone euro telle que calculée en utilisant l'enquête sur les forces de travail se vérifie également globalement pour les données des comptes nationaux. Dans le présent encadré, les expressions « heures habituellement travaillées » et « heures contractuelles travaillées » sont utilisées de façon interchangeable.

² Jusqu'au troisième trimestre 2020, la baisse de l'emploi a été globalement la même pour les hommes et pour les femmes, ressortant à 2,3 % pour les hommes et 2,2 % pour les femmes en données cumulées à partir du quatrième trimestre 2019.

Graphique A

Répartition hommes/femmes des évolutions de l'emploi, du chômage et du taux d'activité dans la zone euro pendant la crise de la COVID-19

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, Enquête de l'UE sur les forces de travail et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la variation en pourcentage du nombre de travailleurs et de chômeurs pour chaque catégorie (hommes/femmes) entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020. La variation du taux d'activité est calculée en conséquence. La population active est calculée comme la somme du nombre de travailleurs occupant un emploi et du nombre de chômeurs.

Le taux de chômage des femmes est supérieur à celui des hommes, mais il existe une incertitude quant à l'ampleur de l'écart entre les deux (graphique B).

Le taux de chômage des femmes est supérieur à celui des hommes, ressortant à 8,3 % au quatrième trimestre 2020 contre 7,7 % pour les hommes. Il ne s'agit pas d'une évolution nouvelle : au quatrième trimestre 2019, avant que la crise de la COVID-19 n'éclate, le taux de chômage était de 7,7 % pour les femmes et de 7,1 % pour les hommes. L'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes s'établissait par conséquent à 0,6 point de pourcentage au quatrième trimestre 2019 et à 0,5 point de pourcentage au quatrième trimestre 2020³. Cet écart a diminué au deuxième trimestre 2020 avant de se creuser à nouveau au troisième trimestre. Toutefois, par la suite, une certaine incertitude entoure sa trajectoire, en raison de l'utilisation de différents indicateurs statistiques tirés de l'enquête de l'UE sur les forces de travail (à savoir des séries mensuelles et des séries trimestrielles) et du reclassement statistique en cours des travailleurs participant à des dispositifs de maintien de l'emploi⁴. Selon Eurostat, les séries trimestrielles sont plus robustes que les séries mensuelles mais disponibles moins rapidement. En se fondant sur les séries mensuelles, l'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes est resté globalement inchangé au quatrième trimestre 2020, le taux de chômage des femmes étant supérieur de 1 point de pourcentage à celui des hommes. En revanche, les séries trimestrielles

³ Plus précisément, l'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes est ressorti à 0,53 point de pourcentage au quatrième trimestre 2020, le taux de chômage calculé avec deux décimales s'étant établi à 8,25 % pour les femmes et 7,72 % pour les hommes.

⁴ La crise de la COVID-19 a entraîné d'importantes variations du taux d'activité ; les indicateurs mensuels du marché du travail selon une répartition hommes/femmes ne rendent pas totalement compte de ces variations et sont révisés *ex post*. L'incertitude relative à l'ampleur de l'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes, qui est liée à la fréquence des séries de données, est un problème temporaire qui devrait être résolu prochainement avec la mise en œuvre de la méthodologie pour les Statistiques sociales européennes intégrées.

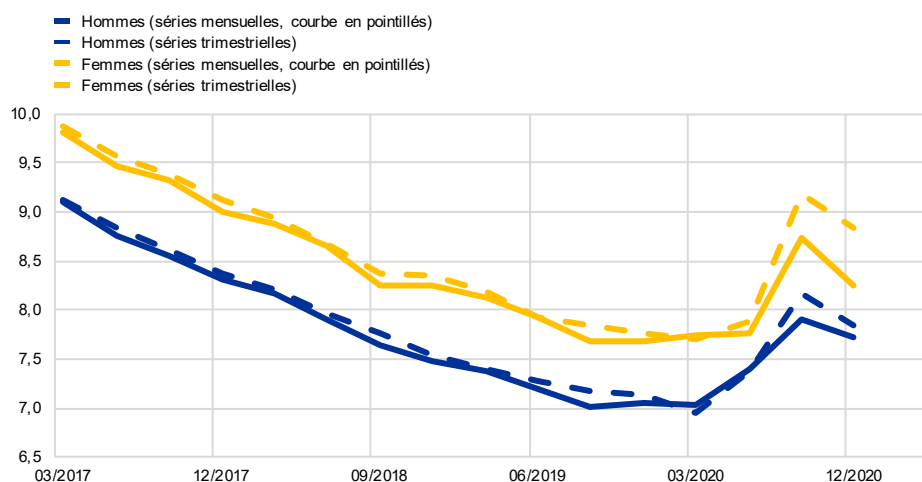
laissent penser que cet écart a diminué au quatrième trimestre 2020, le taux de chômage des femmes étant supérieur de 0,5 point de pourcentage à celui des hommes.

Graphique B

Écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes – statistiques trimestrielles contre statistiques mensuelles

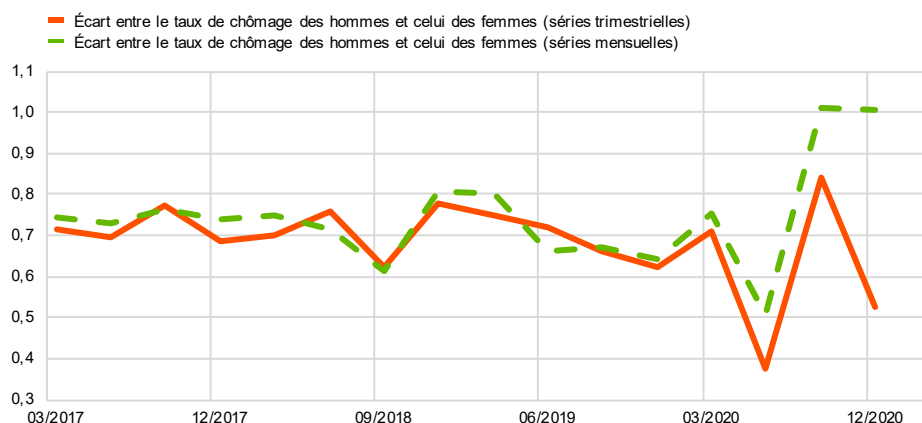
a) Taux de chômage

(en pourcentages)



b) Écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Enquête de l'UE sur les forces de travail et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données avec des fréquences temporelles différentes donnent une image différente de l'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes. L'augmentation de la volatilité du marché du travail durant la pandémie, qui peut être attribuée au nombre de personnes quittant la population active et au recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi, peut avoir une incidence sur ces écarts entre les taux de chômage des deux catégories. Les dernières observations se rapportent à mars 2021 pour les séries mensuelles et au quatrième trimestre 2020 pour les séries trimestrielles.

Les données préliminaires suggèrent que les hommes comme les femmes ont largement bénéficié du recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi. Le nombre de travailleurs citant les licenciements temporaires comme

raison de leur absence au travail sur une semaine donnée est globalement similaire entre les hommes et les femmes, ces dernières représentant 49,4 % des travailleurs licenciés dans les États membres de l'UE au quatrième trimestre 2020.

Cet indicateur peut être considéré comme une approximation du nombre de

travailleurs participant à des dispositifs de maintien de l'emploi sans effectuer aucune heure travaillée ⁵. Le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi a globalement soutenu l'emploi et protégé les emplois durant la pandémie. Le nombre de licenciements temporaires a atteint un pic à 38,9 % du nombre total des absences au travail au deuxième trimestre 2020 et s'est stabilisé à 14,1 % au quatrième trimestre ⁶. De plus, la part des femmes dans les travailleurs temporairement licenciés a augmenté, passant d'une moyenne de 34,7 % entre 2006 et 2019 à 45,7 % au premier trimestre 2020, avant de poursuivre sa hausse pour s'établir à 49,4 % au quatrième trimestre 2020 ⁷.

L'analyse du nombre total d'heures travaillées peut apporter un éclairage sur les différents facteurs influant sur les évolutions du marché du travail pour les hommes et les femmes durant la crise de la COVID-19. Le nombre total d'heures travaillées a diminué de 6,4 % entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020. Les hommes ont représenté 4,4 points de pourcentage de cette baisse et les femmes 2,0 points de pourcentage. Pour les hommes, le recul de l'emploi a contribué à hauteur de 1,3 point de pourcentage à la diminution du nombre total d'heures travaillées, la baisse du nombre moyen d'heures travaillées représentant les 3,1 points de pourcentage restants. Dans le cas des femmes, ces facteurs ont contribué à hauteur de 0,6 point de pourcentage et 1,4 point de pourcentage, respectivement. Cette diminution prononcée du nombre moyen d'heures travaillées pour les hommes et les femmes peut être analysée plus précisément en ventilant les variations en fonction des heures habituellement travaillées (que l'on peut considérer comme les heures contractuelles) et des heures effectivement travaillées ⁸. L'écart entre les heures effectivement travaillées et les heures contractuelles peut ainsi fournir des informations supplémentaires sur les facteurs ponctuels qui ont déterminé la baisse du nombre total d'heures travaillées pour les hommes et les femmes durant la pandémie de COVID-19.

La diminution du nombre moyen d'heures contractuelles travaillées représente un tiers de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées pour les hommes, tandis que le nombre d'heures contractuelles travaillées est resté globalement

⁵ Cf. Gómez (A.L.) et Montero (J.M.), « *Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1* », *Economic Bulletin*, n° 4, Banco de España, 2020. Pour plus d'informations sur les dispositifs de maintien de l'emploi, 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.

⁶ La crise de la COVID-19 a entraîné une forte augmentation des licenciements temporaires dans l'UE. Entre 2006 et 2019, ceux-ci représentaient seulement 2,7 %, en moyenne, du nombre total des absences au travail.

⁷ En Allemagne, l'Agence fédérale pour l'emploi fournit une ventilation hommes/femmes du nombre de travailleurs participant à des dispositifs de chômage partiel (« *Kurzarbeit* »). Ces données sont disponibles jusqu'à octobre 2020 et confirment que tant les hommes que les femmes ont été fortement soutenus par les dispositifs de maintien de l'emploi dans le pays. Toutefois, elles suggèrent également que les hommes sont davantage susceptibles de bénéficier du dispositif *Kurzarbeit* que les femmes, la part de ces dernières dans les travailleurs participant à ce dispositif ayant atteint un pic à 46,1 % en mars 2020 avant de diminuer progressivement pour s'établir à 37,4 % en octobre 2020. Par conséquent, il peut exister une certaine hétérogénéité entre pays s'agissant de l'impact relatif des dispositifs de maintien de l'emploi en fonction du sexe.

⁸ Le nombre d'heures effectivement travaillées comprend a) les heures de travail contractuelles et b) les heures supplémentaires payées et non payées ainsi que les heures travaillées au titre d'emplois supplémentaires. Le nombre d'heures effectivement travaillées exclut les heures qui ne sont pas travaillées notamment pour les motifs suivants : jours fériés, congés annuels payés, maladie, accident et invalidité temporaire, congé maternité, congé parental, enseignement scolaire ou formation, chômage partiel pour raisons techniques ou économiques, grèves ou conflits de travail, mauvaises conditions météorologiques et repos compensatoire.

inchangé pour les femmes (graphique C). La diminution du nombre d'heures contractuelles travaillées par les hommes représente 1,2 point de pourcentage de la baisse du nombre total d'heures travaillées entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, tandis que le nombre d'heures contractuelles travaillées par les femmes est resté globalement inchangé sur cette période ⁹. Les variations du nombre d'heures contractuelles s'expliquent principalement par des effets de composition, qui diffèrent entre hommes et femmes. Les données préliminaires issues de l'enquête trimestrielle de l'UE sur les forces de travail laissent penser que la diminution de l'emploi à temps partiel et du nombre de salariés permanents a été plus forte chez les femmes que chez les hommes. En revanche, pour les hommes, les baisses ont été plus prononcées en ce qui concerne le nombre de personnes travaillant à temps plein et dont l'emploi est temporaire, et le nombre de travailleurs à temps partiel en sous-emploi a enregistré une hausse plus marquée. L'absence globale de variations des heures habituellement travaillées par les femmes est liée à des effets de composition tels que la diminution de l'emploi à temps partiel, qui a davantage touché les femmes que les hommes ¹⁰. Comme les salariés à temps partiel travaillent moins d'heures que leurs homologues à temps plein, cela a induit un effet de composition qui augmente le nombre d'heures contractuelles travaillées. En revanche, la baisse du nombre d'heures habituellement travaillées par les hommes a résulté d'une diminution relativement plus importante du nombre d'hommes travaillant à temps plein et d'une augmentation du nombre de travailleurs à temps partiel en sous-emploi ¹¹.

⁹ Le nombre moyen d'heures habituellement travaillées par les femmes n'a pas varié entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, restant à 32,9 heures par semaine.

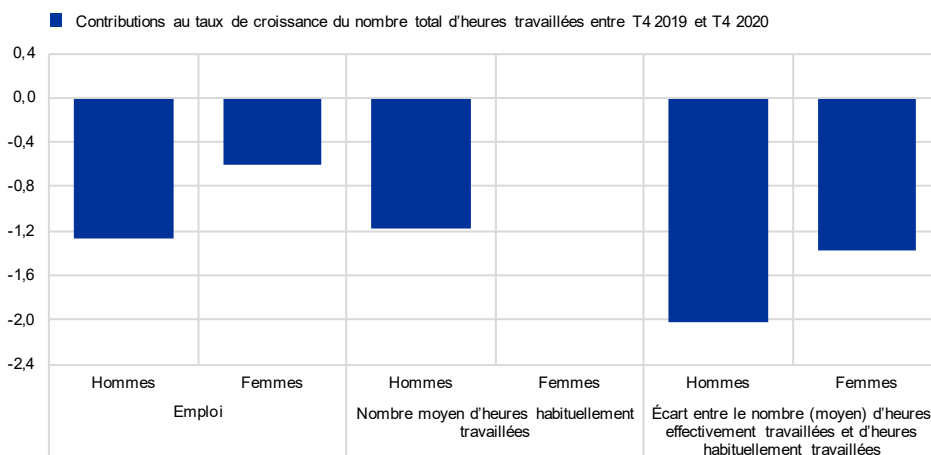
¹⁰ Les baisses de l'emploi à temps partiel enregistrées pour chaque catégorie (hommes/femmes) durant la crise de la COVID-19 correspondent globalement à la répartition hommes/femmes de l'emploi à temps partiel au quatrième trimestre 2019.

¹¹ Bien que dans une bien moindre mesure, la baisse du travail indépendant des hommes a également contribué à la diminution du nombre d'heures contractuelles travaillées. Les travailleurs indépendants représentent environ 14 % de l'emploi total et 18,5 % du total des heures travaillées. On peut donc dire que la durée du travail est en moyenne plus longue pour les travailleurs indépendants que pour les salariés. Les travailleurs indépendants représentent environ 17 % de l'emploi total pour les hommes et environ 10 % pour les femmes. En dépit de la faible proportion de travailleurs indépendants dans l'emploi total pour les hommes comme pour les femmes, les pertes d'emploi pour les travailleurs indépendants masculins peuvent jouer un rôle important dans la diminution du nombre d'heures contractuelles travaillées, étant donné que a) les travailleurs indépendants effectuent, en moyenne, un nombre d'heures plus élevé que les salariés et b) les hommes travailleurs indépendants effectuent, en moyenne, un nombre d'heures plus élevé que les femmes de cette même catégorie, ce qui renforce l'effet de composition pour les hommes. Pour plus de détails, cf. Eurostat, « *Hours of work – annual statistics* », mai 2020.

Graphique C

Contributions de l'emploi, des heures habituellement travaillées et des heures effectivement travaillées aux variations du nombre total d'heures travaillées

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Enquête de l'UE sur les forces de travail et calculs des services de la BCE.

Note : Les contributions de l'emploi, des heures habituellement travaillées et de l'écart entre les heures effectivement travaillées et les heures habituellement travaillées se rapportent à la période comprise entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020.

L'écart entre le nombre d'heures effectivement travaillées et le nombre d'heures habituellement travaillées contribue de manière disproportionnée à la diminution du nombre total d'heures travaillées pour les hommes comme pour les femmes, ce qui permet de mieux comprendre les décisions prises en matière d'offre de travail au niveau des ménages. L'écart entre le nombre d'heures effectivement travaillées et habituellement travaillées représente environ les deux tiers de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées pour les hommes et la totalité de la baisse pour les femmes entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020. Les variations de l'écart entre le nombre d'heures effectivement travaillées et le nombre d'heures habituellement travaillées par les hommes ont contribué à hauteur de 2,0 points de pourcentage à la baisse du nombre total d'heures travaillées, tandis que les variations de cet écart dans le cas des femmes ont contribué à hauteur de 1,4 point de pourcentage¹². Les dispositifs de maintien de l'emploi ont encouragé les sureffectifs et ont permis une certaine flexibilité par le biais d'ajustements du nombre d'heures travaillées, ce qui a creusé l'écart entre les heures effectivement travaillées et les heures contractuelles

¹² Ces contributions en points de pourcentage tiennent compte des effets de base en fonction de la répartition hommes/femmes, à savoir le fait que les femmes effectuent environ 40 % du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro. Pour vérifier la robustesse des résultats, le même exercice a été exécuté à nouveau en utilisant une approche ascendante qui met en correspondance le taux de croissance de l'emploi et les heures travaillées entre l'enquête de l'UE sur les forces de travail et les données des comptes nationaux au niveau sectoriel. Il est intéressant de noter que les différences entre les hommes et les femmes dans les contributions de l'emploi et du nombre moyen d'heures travaillées sont plus faibles dans le cadre de ces calculs alternatifs. Dans ce cas, les contributions des hommes et des femmes à la baisse du nombre total d'heures travaillées sont les suivantes : a) pour l'emploi : - 1,0 point de pourcentage pour les hommes et - 0,9 point de pourcentage pour les femmes ; et b) pour le nombre moyen d'heures travaillées : - 2,7 points de pourcentage pour les hommes et - 1,9 point de pourcentage pour les femmes. Cela affecterait ensuite la contribution quantitative des variations de l'écart entre le nombre d'heures effectivement travaillées et le nombre d'heures habituellement travaillées en fonction du sexe, la rendant plus faible pour les hommes et plus forte pour les femmes. Par conséquent, des effets de composition par secteur pourraient être intégrés pour mieux déterminer l'impact différencié de la crise COVID-19 sur le marché du travail selon le sexe.

travaillées tant pour les hommes que pour les femmes ¹³. Cela laisse penser que les diminutions disproportionnées du nombre moyen d'heures effectivement travaillées sont également en partie dues à des réductions partielles ponctuelles du temps de travail des travailleurs salariés, susceptibles d'affecter plus les femmes que les hommes ¹⁴. Ce résultat peut également éclairer les décisions en matière d'offre de travail au niveau des ménages. Celles-ci sont examinées plus en détail par Fuchs-Schündeln *et al.* ¹⁵, qui montrent qu'une augmentation du besoin de garder soi-même ses enfants lors de la fermeture des écoles et des services de garderie pendant la pandémie de COVID-19 pourrait affecter jusqu'à 35 % de la main-d'œuvre (et jusqu'à 12 % du nombre d'heures habituellement travaillées) en Europe.

La diminution du nombre total d'heures travaillées est liée aux évolutions sectorielles hétérogènes entre les hommes et les femmes (graphique D) ¹⁶.

Les hommes comme les femmes ont été fortement touchés par la pandémie lorsque l'on examine les variations du nombre total d'heures travaillées entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020 dans les différents secteurs. Les effets de la pandémie ont été relativement plus marqués pour les hommes dans les secteurs du commerce, des transports et des services professionnels, par comparaison avec la part du nombre total d'heures travaillées par les hommes dans chaque secteur au quatrième trimestre 2019. En revanche, les contributions à la baisse du nombre total d'heures travaillées ont été relativement plus élevées pour les femmes dans les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, des services administratifs et de soutien ainsi que des loisirs et des services à la personne. Dans la plupart des secteurs, la diminution du nombre total d'heures travaillées a été liée à une baisse de l'emploi et à une diminution du nombre moyen d'heures travaillées. Les pertes d'emplois entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020 ont été principalement concentrées dans les secteurs du commerce de gros et de détail ainsi que des transports dans le cas des hommes et dans les secteurs des loisirs et des services à la personne en ce qui concerne les femmes. Inversement, les créations d'emploi dans l'administration publique et dans l'éducation ont été orientées vers les femmes. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées a complété l'asymétrie sectorielle et l'hétérogénéité entre hommes et femmes au sein d'un secteur dans les baisses observées de l'emploi et a représenté la majeure partie de la baisse du nombre total d'heures travaillées.

¹³ Les sureffectifs correspondent à la part de la main-d'œuvre qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise au cours de son processus de production à un moment donné. Les sureffectifs peuvent éventuellement aider les entreprises à éviter les coûts de réembauche et de formation lorsque les conditions économiques s'améliorent après une récession.

¹⁴ La contribution de l'écart entre le nombre moyen d'heures travaillées et le nombre d'heures contractuelles travaillées par les hommes à la baisse du nombre total d'heures travaillées est également affectée par la hausse plus forte du nombre d'hommes à temps partiel en situation de sous-emploi entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020.

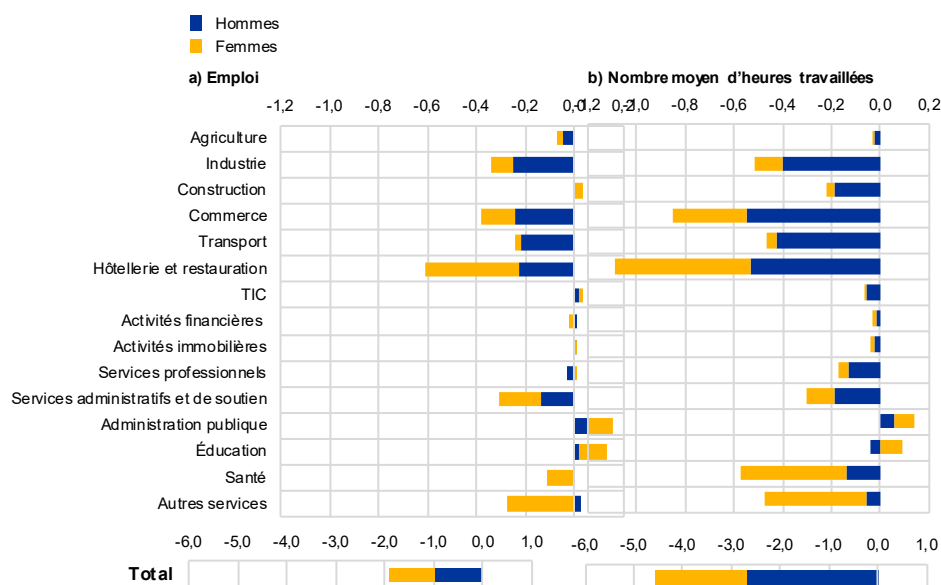
¹⁵ Fuchs-Schündeln (N.), Kuhn (M.) et Tertilt (M.), « *The short-run macro implications of school and child-care closures* », IZA Discussion Paper Series, n° 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, juin 2020.

¹⁶ Les effets sectoriels et spécifiques hommes/femmes de la crise de la COVID-19 sur l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées décrits dans le graphique D sont construits en utilisant l'approche ascendante décrite précédemment.

Graphique D

Contributions sectorielles à la croissance de l'emploi et du nombre moyen d'heures travaillées selon une répartition hommes/femmes

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Enquête de l'UE sur les forces de travail et calculs des services de la BCE.

Notes : Les contributions sectorielles à l'emploi et au nombre moyen d'heures travaillées portent sur la période allant du quatrième trimestre 2019 au quatrième trimestre 2020. Elles sont élaborées selon l'approche ascendante décrite précédemment, qui établit une correspondance entre la composition hommes/femmes et la composition sectorielle dans l'enquête de l'UE sur les forces de travail et la composition sectorielle de l'emploi et du nombre d'heures dans les données des comptes nationaux. « Autres services » recouvre les loisirs et les services à la personne.

En résumé, cet encadré décrit l'impact de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro, sur la base des données disponibles jusqu'au quatrième trimestre 2020, en soulignant que les hommes comme les femmes ont été fortement affectés. Davantage d'hommes que de femmes ont perdu leur emploi et sont devenus inactifs pendant la crise de la COVID-19, tandis que les dispositifs de maintien de l'emploi semblent avoir globalement protégé l'emploi et largement profité aux travailleurs masculins et féminins. La baisse du nombre moyen d'heures travaillées a été légèrement plus prononcée chez les hommes que chez les femmes. Toutefois, les facteurs à l'origine de cette baisse sont différents entre les hommes et les femmes. La diminution du nombre moyen d'heures travaillées pour les hommes est due en partie à une diminution du nombre d'heures contractuelles, alors que les réductions ponctuelles du nombre d'heures travaillées, qui augmentent l'écart entre les heures effectivement travaillées et les heures contractuelles, ont contribué à la diminution du nombre moyen d'heures travaillées pour les hommes comme pour les femmes. Ces évolutions peuvent être attribuées à l'impact sectoriel asymétrique de la crise COVID-19¹⁷. Les effets décrits dans cet encadré ne concernent que l'impact agrégé sur l'emploi, le chômage, le

¹⁷ Pour plus d'informations à ce sujet, cf. l'encadré intitulé « Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, 2020, qui propose un aperçu préliminaire de l'hétérogénéité sectorielle de la crise COVID-19 sur le marché du travail du point de vue des données à haute fréquence. Pour une évaluation complète de l'incidence de la COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro, y compris le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi, cf. l'article intitulé « L'incidence de la pandémie COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

taux d'activité et les heures travaillées en fonction d'une répartition hommes/femmes, et ne tiennent pas compte des pertes de bien-être que subissent les travailleurs lorsqu'un autre membre de leur ménage perd son emploi. En outre, Bluedorn *et al.*¹⁸ affirment que l'ampleur et la persistance d'une réaction différenciée de l'emploi pour les femmes pendant la crise COVID-19 varient considérablement d'un pays à l'autre et que les différences entre hommes et femmes en matière d'emploi sont généralement de courte durée.

¹⁸ Bluedorn (J.), Caselli (F.), Hansen(N-J.) et Mendes Tavares (M.), « *Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'* », *IMF Working Paper Series*, n° 2021/095, mars 2021.

Les évolutions des prix des logements durant la pandémie de COVID-19

Moreno Roma

La dynamique des prix des logements au niveau agrégé de la zone euro est demeurée robuste durant la pandémie de coronavirus (COVID-19).

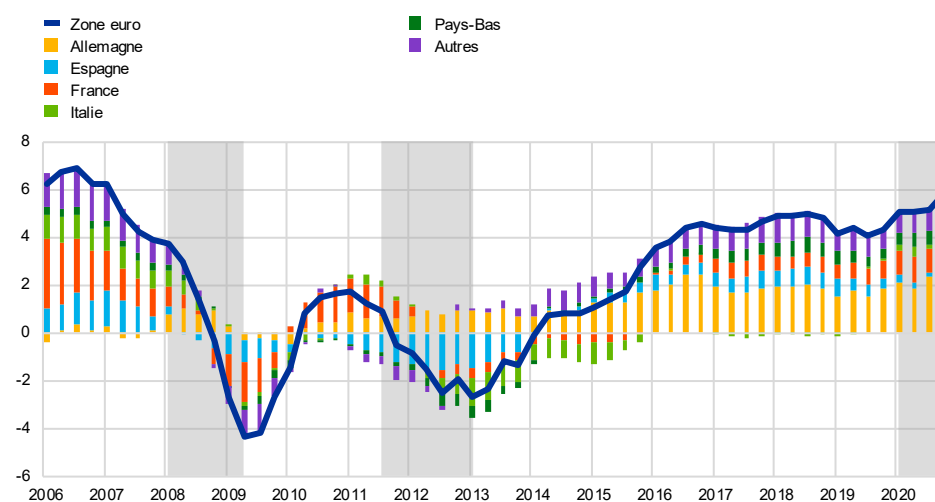
La croissance annuelle des prix des logements s'est accentuée, passant de 4,3 % fin 2019 à 5,8 % au dernier trimestre 2020 – le taux de croissance le plus élevé depuis mi-2017. Le présent encadré examine sous des angles différents (pays, types de logement et localisation) les évolutions récentes des prix des logements dans la zone euro et leur relation avec les conditions macroéconomiques.

La pandémie est différente des crises précédentes. La crise financière mondiale de 2008 trouve son origine dans le marché de l'immobilier aux États-Unis et la crise de la dette souveraine qui a débuté en 2010 a eu des conséquences défavorables sur les conditions de financement dans plusieurs pays de la zone euro. Dans les deux cas, les prix des logements dans la zone euro ont diminué de façon relativement rapide (graphique A, zones ombrées). La crise de la COVID-19 a frappé les ménages à un moment où les revenus et l'emploi étaient relativement élevés et, tandis que la croissance économique s'est fortement contractée, les prix des logements ont bien résisté et ont même augmenté depuis le début de la pandémie.

Graphique A

Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro et contributions par pays

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



Sources : BCE, calculs propres et Eurostat. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020.

Note : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession dans la zone euro.

Un premier angle sous lequel évaluer les évolutions des prix des logements au niveau agrégé de la zone euro consiste à examiner les contributions

sous-jacentes des pays. La bonne tenue des prix des logements observée en 2020 a été généralisée et les grands pays de la zone euro ont tous contribué positivement

à la hausse annuelle de ces prix au niveau de la zone. L'Allemagne, la France et les Pays-Bas ont représenté 73 % environ de la hausse totale des prix des logements au dernier trimestre 2020 (graphique A), c'est-à-dire plus que leur poids dans l'indice global des prix des logements. Dans le cas de l'Allemagne, la contribution positive des prix des logements dans la zone euro est apparue mi-2010, reflétant également un rattrapage après une période d'évolutions modérées des prix des logements.

La bonne tenue des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro reflète une combinaison de facteurs. Premièrement, l'impact négatif du choc lié à la COVID-19 est associé à une forte baisse des volumes de transactions immobilières au deuxième trimestre 2020 en raison des mesures de confinement ¹. Cette évolution s'est poursuivie dans une certaine mesure au troisième trimestre 2020, entraînant d'une manière générale un ajustement des quantités plutôt que des prix. Deuxièmement, les moratoires sur les remboursements de prêts et les dispositifs de maintien de l'emploi ont amorti, dans une certaine mesure, les baisses de revenus des ménages et la hausse du chômage. Troisièmement, les prêts au logement ont continué d'augmenter en 2020 et les conditions de financement sont demeurées favorables, le taux débiteur composite appliqué aux prêts au logement atteignant fin 2020 un plus bas historique, à 1,3 %. En outre, la période d'épargne forcée associée à la pandémie pourrait avoir assoupli les contraintes de liquidité pour certains ménages, en particulier dans les pays où les exigences en matière d'apport personnel sont élevées. Enfin, dans un contexte de très forte incertitude économique et de rendements faibles, les investisseurs privés et institutionnels ont contribué à la demande de logements pour des motifs d'investissement.

Un deuxième angle sous lequel évaluer les évolutions des prix des logements au niveau agrégé de la zone euro consiste à faire la distinction entre prix des logements neufs et prix des logements anciens. Lorsque le marché de l'immobilier est très actif, on pourrait s'attendre à ce que les prix des logements anciens augmentent davantage que ceux des logements neufs, la demande étant susceptible de se reporter en partie sur le stock existant afin de compenser l'offre insuffisante de logements neufs. En effet, les prix de l'immobilier ancien ont été particulièrement dynamiques durant la période de pandémie et, compte tenu de leur poids élevé dans les indices de prix des logements, ils ont contribué de manière significative à la hausse de ces prix (graphique B) ². D'après les données d'Eurostat, au cours de l'année 2020, les prix des logements anciens dans la zone euro ont enregistré une hausse supérieure de 0,8 point de pourcentage, en rythme annuel, à celle des prix des logements neufs.

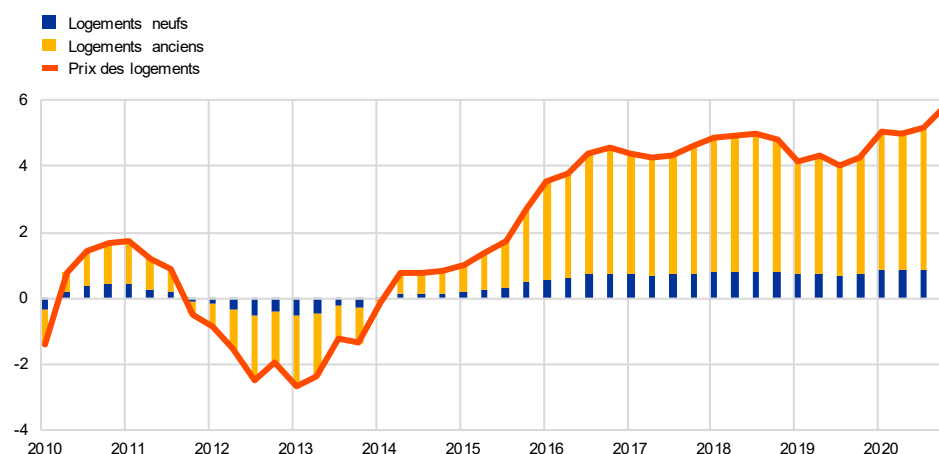
¹ La disponibilité des données relatives aux transactions immobilières est limitée à une sélection de pays de la zone euro (Eurostat et sources nationales) et n'inclut pas les données agrégées pour la zone euro. Cela étant, les données disponibles indiquent d'une manière générale de fortes baisses du taux de variation annuel des transactions au deuxième trimestre 2020 (avec des reculs supérieurs à 40 % en Espagne et en Irlande, et une hausse proche de 7 % aux Pays-Bas), suivies d'une normalisation progressive au troisième trimestre 2020.

² Le poids des logements anciens dans la zone euro est de 83 % environ.

Graphique B

Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro et contributions par type de logement

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



Sources : BCE, calculs propres et Eurostat. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020.

Notes : Le poids des logements neufs et des logements anciens dans la zone euro correspond à une moyenne pondérée des poids des pays sur la base des pondérations du PIB. Pour la Grèce, le poids des logements neufs et des logements anciens a été approximé à l'aide de la moyenne pour la zone euro à l'exclusion de la Grèce. Les prix des logements dans la zone euro correspondent à l'indicateur de la BCE relatif aux prix de l'immobilier résidentiel.

Les évolutions ont considérablement varié d'un pays de la zone euro à l'autre mais, dans les pays qui ont connu une forte dynamique des prix des logements (Allemagne, France et Autriche), elles ont été généralement associées à de plus fortes augmentations des prix des logements anciens.

Cela pourrait suggérer que la contraction des investissements immobiliers (supérieure à 5 % en rythme annuel) observée en 2020 dans la zone euro a probablement pesé sur l'offre de constructions neuves, exerçant ainsi une pression à la hausse supplémentaire sur les prix des logements anciens. La contraction des permis de construire approuvés, observée au cours de l'année 2020, pourrait prolonger ce phénomène, continuant ainsi de soutenir les prix des logements.

Les évolutions des prix des logements au niveau agrégé de la zone euro peuvent être évaluées sous un troisième angle en comparant les évolutions dans les capitales avec celles observées dans le reste du pays ³. Les évolutions différentes des prix des logements au niveau régional pourraient s'expliquer par les fondamentaux, tels que les écarts entre régions en matière de revenus, d'emploi, de démographie et d'équipements collectifs, mais elles pourraient également signaler l'exubérance des prix des logements dans certaines zones ⁴. La récente résilience du marché de l'immobilier a été généralisée et ne s'est pas limitée aux capitales (graphique C). D'après les estimations de la BCE, au cours de l'année 2020, les prix des logements dans une sélection de capitales de la zone euro ont enregistré une

³ Les prix des logements dans la zone euro peuvent être décomposés en évolutions dans une sélection de capitales de la zone euro et comparés à ceux d'un agrégat synthétique pour la zone. Ce dernier inclut les pays de la zone euro pour lesquels les prix des logements dans les capitales sont disponibles et il représente 95 % environ de la zone (cf. les notes du graphique C). Les évolutions des prix des logements officiels et synthétiques dans la zone euro durant la période considérée sont globalement comparables.

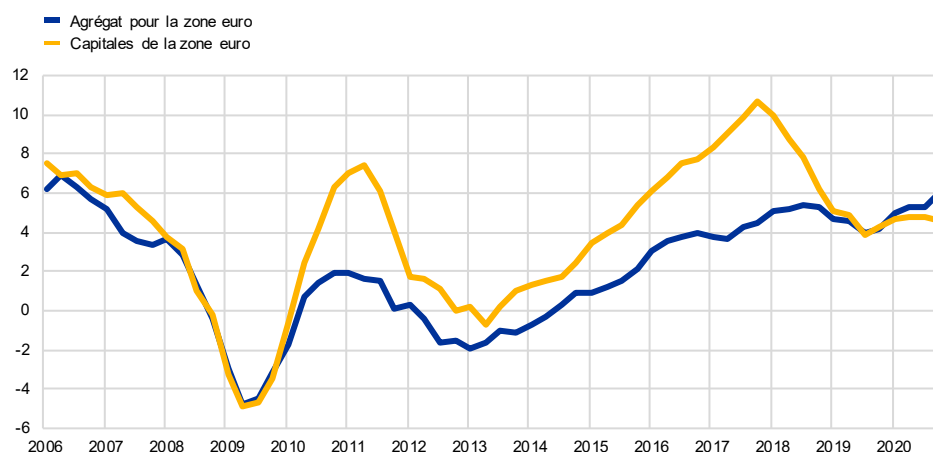
⁴ Pour une discussion, cf. l'encadré intitulé « *Residential real estate prices in capital cities: a review of trends* », *Financial Stability Review*, mai, BCE, 2017.

hausse inférieure de 0,7 point de pourcentage, en rythme annuel, à celle des données agrégées pour la zone euro. Cela pourrait refléter une décélération naturelle de la dynamique des prix étant donné les fortes hausses des prix des logements observées dans les capitales au cours des années précédentes, et le fait que les niveaux élevés de prix enregistrés dans certaines juridictions ont entraîné des effets de débordement en termes de prix ou des reports de la demande vers des zones situées à l'extérieur des capitales. La hausse des prix des logements observée en dehors des capitales reflète aussi probablement une modification des préférences associée aux possibilités accrues de télétravail. Des données supplémentaires seront nécessaires, après la fin de la pandémie, pour corroborer si et dans quelle mesure cette mobilité vers des lieux moins centraux est permanente.

Graphique C

Prix de l'immobilier résidentiel pour un agrégat synthétique de la zone euro et une sélection de capitales de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, calculs propres, Eurostat et sources nationales. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020.

Notes : La série agrégée synthétique pour la zone euro est une moyenne pondérée calculée à partir des pondérations du PIB de 2019. L'agrégat inclut la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, la Slovaquie et la Finlande. Pour le quatrième trimestre 2020, l'agrégation n'inclut pas la Belgique et la Slovaquie.

Au total, l'évaluation, sous des angles différents, des évolutions récentes des prix des logements indique une croissance solide et généralisée pour l'ensemble des juridictions, types de logement et localisations. La dynamique des prix des logements reste très dépendante de la trajectoire de reprise économique dans un environnement caractérisé, d'un côté, par des conditions de financement favorables et, de l'autre, par des incertitudes liées à la pandémie.

La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro

Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis et Máté Tóth

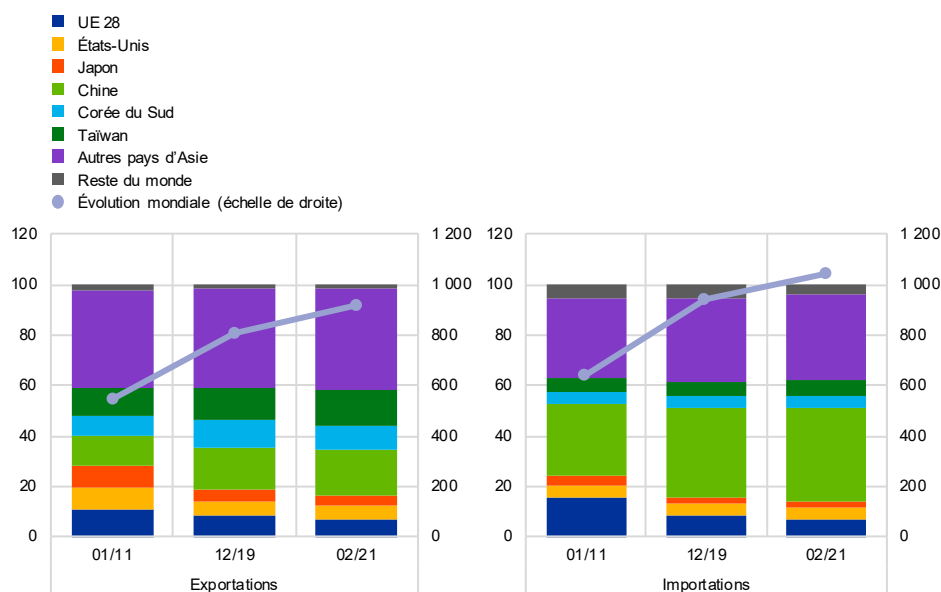
L'industrie des semi-conducteurs a récemment connu une forte hausse de la demande.

Les recettes issues des ventes mondiales de semi-conducteurs ont presque doublé au cours de la dernière décennie et les économies asiatiques ont consolidé leur position dominante sur le marché à cet égard (graphique A). S'agissant des importations, il apparaît que la part des importations chinoises de semi-conducteurs s'accroît par rapport à celle de l'UE et des États-Unis. Au début de la pandémie de COVID-19, bien que les ventes de semi-conducteurs à l'industrie automobile se soient effondrées à l'échelle mondiale au deuxième trimestre 2020, ce déficit a été compensé et au-delà par une forte demande de matériel informatique et électronique en raison du recours accru au télétravail et à l'enseignement à distance. Lorsque la reprise économique mondiale s'est installée, la production de semi-conducteurs n'a pas été suffisante pour satisfaire la forte hausse de la demande émanant de l'industrie automobile. En outre, divers événements défavorables, tels que des incendies et des épisodes de sécheresse affectant les grandes usines de fabrication, ont aggravé la pénurie de semi-conducteurs à l'échelle mondiale.

Graphique A

Commerce mondial de semi-conducteurs par région

(partie gauche : part en pourcentage ; partie droite : en milliards de dollars)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

Notes : Dispositifs à semi-conducteurs codes 8541 et 8542 du Système harmonisé (SH). Les dernières observations se rapportent à février 2021.

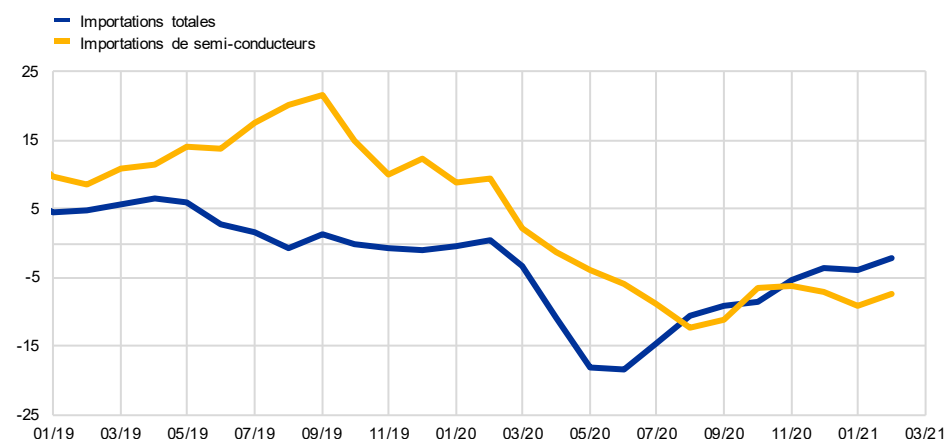
Malgré un rebond de la demande, les producteurs de biens manufacturés de la zone euro ont eu des difficultés à s'approvisionner en semi-conducteurs.

L'offre s'étant dirigée ailleurs dans l'intervalle, les importations de semi-conducteurs de la zone euro ont fortement diminué après le début de la pandémie en dépit d'une plus forte résilience que les importations totales. Toutefois, leurs taux de croissance ont accusé un retard par rapport à ceux des importations totales durant la phase de reprise (graphique B). Bien que la part de la production de consommations intermédiaires provenant du secteur de l'informatique et de l'électronique ne soit pas très élevée, ce secteur est un fournisseur primordial en amont de la chaîne de production ; par conséquent, toute perturbation qui l'affecte est susceptible de s'étendre à de nombreux autres secteurs de l'économie. Combinée à des pénuries d'autres consommations intermédiaires (comme les produits chimiques, le plastique, les métaux et le bois), ainsi qu'à des perturbations dans le transport de marchandises, la pénurie de puces à semi-conducteurs a considérablement allongé les délais de livraison des fournisseurs. Cela s'est traduit, pour les fabricants de la zone euro, par une hausse sans précédent du ratio de l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux nouvelles commandes rapporté aux délais de livraison des fournisseurs ¹, en particulier dans les industries qui utilisent des semi-conducteurs pour la production, comme l'industrie de l'automobile et des pièces détachées, ainsi que du matériel technologique (graphique C).

Graphique B

Importations de semi-conducteurs de la zone euro

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



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

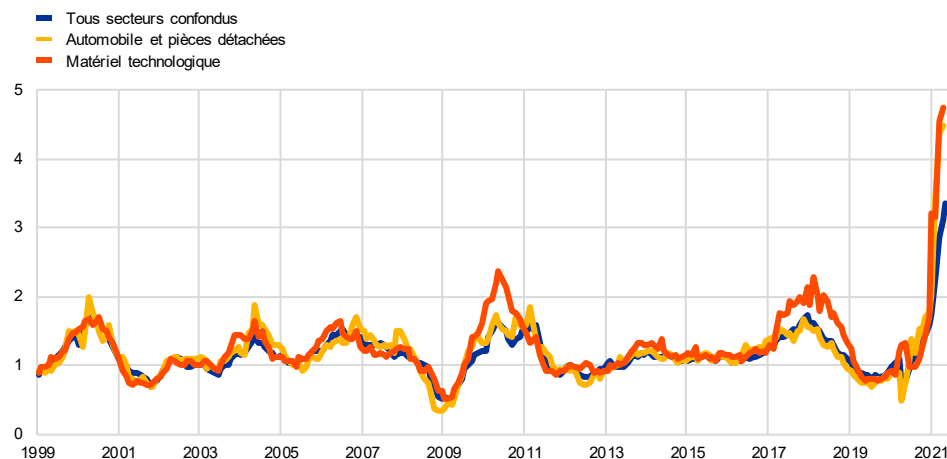
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2021.

¹ Il convient de noter qu'une augmentation (diminution) de l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison indique un délai de livraison plus court (plus long).

Graphique C

Délais de livraison des fournisseurs dans la zone euro

(ratio de l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes rapporté aux délais de livraison des fournisseurs)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2021 pour l'indice PMI sectoriel et à mai 2021 pour l'indice PMI agrégé.

Les données récentes tirées d'enquêtes indiquent de graves goulets

d'étranglement dans certaines des principales industries manufacturières,

notamment en Allemagne. D'après la dernière enquête trimestrielle de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, 23 % des entreprises manufacturières de la zone euro ont déclaré que le manque de matériel et/ou d'équipements était un facteur essentiel limitant leur production (graphique D), qui s'établit actuellement à un niveau nettement supérieur à la moyenne historique (6 % environ). Le graphique D montre que les effets de ces goulets d'étranglement au niveau des semi-conducteurs sont les plus visibles dans les secteurs où la part des consommations intermédiaires de composants électroniques est plus élevée, comme dans l'industrie de l'informatique et de l'électronique, des équipements électriques et l'industrie automobile. Si l'on considère la situation dans les différents pays, cette pénurie est particulièrement visible dans le cas des entreprises allemandes.

Graphique D

Pénurie de matériel et/ou d'équipements comme facteur limitant la production

(pourcentage de participants à l'enquête par secteur)

	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas
Industrie manufacturière	23	42	6	7	14	20
Informatique/électronique	34	70	-1	14	19	11
Équipements électriques	36	56	23	12	32	37
Véhicules à moteur/remorques	35	58	2	7	50	35

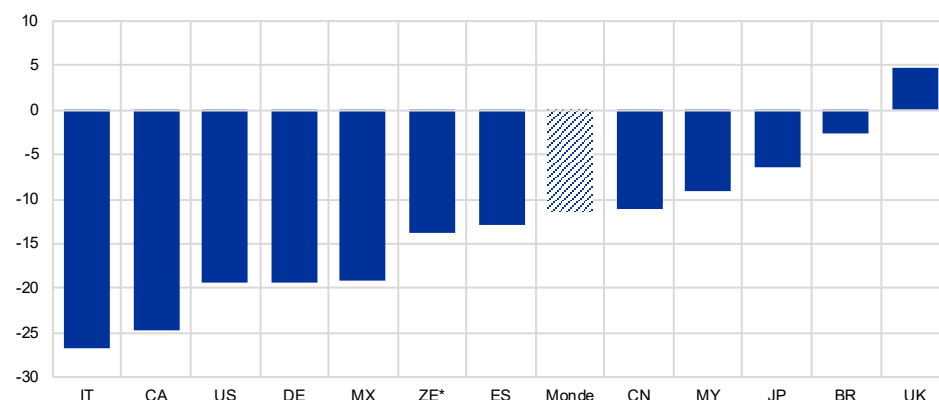
Source : Enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, avril 2021.

Note : La série chronologique des réponses à l'enquête est corrigée des variations saisonnières, ce qui peut expliquer les valeurs négatives dans certains secteurs.

Ce décalage entre la production et les commandes dans certaines des principales industries manufacturières indique également des goulets d'étranglement du côté de l'offre. Jusqu'à présent, il apparaît que l'industrie automobile est essentiellement affectée par la pénurie de puces. Au premier trimestre 2021, la production mondiale de véhicules de tourisme a diminué de presque 1,3 million de véhicules, soit une baisse de 11,3 % par rapport au dernier trimestre 2020, et de 2,8 % environ par rapport au niveau de production en 2019 (graphique E). La production automobile dans la zone euro a diminué pendant quatre mois consécutifs jusqu'en mars 2021, s'établissant 18,2 % au-dessous de son niveau de novembre 2020. En Allemagne, la hausse mensuelle des carnets de commande dans l'industrie manufacturière a constamment dépassé la croissance de la production entre janvier et mars 2021, en particulier dans les industries automobiles et de l'informatique/électronique. C'est ce que confirment les contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières ². Les sociétés contactées ont déclaré s'attendre à une détérioration des contraintes d'offre au deuxième trimestre 2021 avant une atténuation progressive au second semestre de l'année.

Graphique E Production automobile mondiale

(production de véhicules de tourisme, variation entre T1 2021 et T4 2020)



Sources : Haver, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les pays sont choisis sur la base de la disponibilité des données et au niveau agrégé mondial, ils couvrent 70 % de la production automobile mondiale. Série corrigée des variations saisonnières. * Les données ZE correspondent aux données relatives à la production industrielle dans la zone euro, code NACE2 29.1.

Il existe jusqu'à présent peu de données concernant les effets des pénuries de semi-conducteurs sur les évolutions de prix le long de la chaîne des prix.

Les effets à la hausse sur les prix pourraient résulter, par exemple, d'une offre insuffisante de biens, augmentant la capacité des entreprises à imposer leurs prix à différents niveaux de la chaîne d'approvisionnement, ou de la volonté des entreprises de répercuter les coûts résultant d'une sous-utilisation forcée dans la production. La hausse des prix à la production de composants et cartes électroniques dans la zone euro, pour lesquels les semi-conducteurs jouent un rôle important, demeure négative (graphique F). En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la consommation des ordinateurs et des véhicules à moteur (les deux principales composantes des biens de consommation électronique) fait apparaître

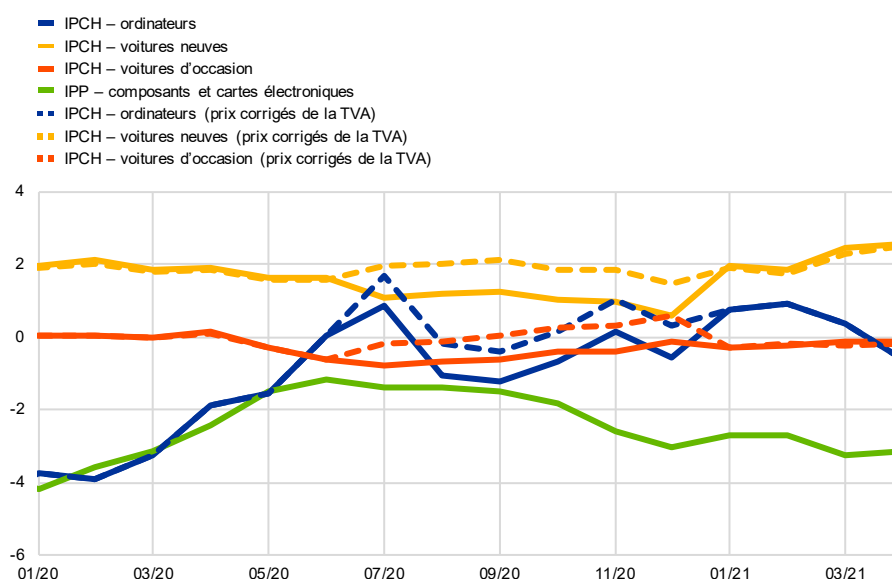
² Cf. l'encadré intitulé « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

une hausse dans le cas des véhicules à moteur ³ – tandis que les prix des ordinateurs ont, en fait, recommencé à diminuer. Il convient toutefois de noter que les effets à la hausse sur les prix dus aux pénuries de semi-conducteurs pourraient se manifester mais seulement avec un important décalage le long de la chaîne des prix.

Graphique F

Prix à la production et prix à la consommation des produits contenant des semi-conducteurs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les courbes en pointillés reflètent la série à taxes constantes (en faisant l'hypothèse que les variations de la fiscalité indirecte, qui incluent la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, se répercutent intégralement). Les dernières observations se rapportent à avril 2021.

La pénurie de semi-conducteurs devrait persister à court terme. Les principales entreprises de fabrication de puces dans le monde prévoient, pour l'essentiel d'ici fin 2021, de développer leur capacité de production et d'augmenter leurs dépenses en capital de presque 74 %, mais la complexité et le délai requis pour la construction de nouvelles usines sont tels que le secteur continuera de se heurter à des difficultés tout au long de l'année.

³ Tandis qu'aux États-Unis, les prix des voitures d'occasion, notamment, ont très fortement augmenté durant la pandémie – en partie du fait du récent ralentissement de la production de voitures neuves résultant des pénuries de semi-conducteurs – dans la zone euro, ils n'ont pas affiché de dynamique nettement haussière.

Implications des programmes de stabilité 2021 pour les politiques budgétaires de la zone euro

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Steffen Osterloh

Les programmes de stabilité pour la période 2021-2024 donnent pour la première fois d'amples détails des plans budgétaires à moyen terme des pays de la zone euro en réaction à la pandémie de coronavirus (COVID-19).

L'année dernière, compte tenu de la nouveauté de la crise sanitaire majeure et de l'extrême incertitude qui y était associée, les pouvoirs publics de la zone euro se sont généralement abstenus de soumettre des plans budgétaires détaillés.

Les programmes mis à jour, qui ont été soumis fin avril 2021, ont été préparés par les gouvernements en sachant que la clause dérogatoire générale prévue dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) resterait active jusqu'à fin 2021 au moins, leur permettant de s'écarter des exigences d'ajustement dans le cadre du PSC ¹.

De plus, les programmes étaient censés refléter les recommandations par pays (RPP) adoptées par le Conseil européen le 20 juillet 2020 pour la période 2020-2021, qui ne comprenaient pas des exigences d'ajustement budgétaire numérique, mais qui appelaient plutôt à des politiques budgétaires visant à atteindre des situations budgétaires prudentes à moyen terme et à garantir la soutenabilité de la dette « lorsque les conditions économiques le permettraient ». À court terme, il était recommandé que les pouvoirs publics « prennent toutes les mesures nécessaires pour lutter efficacement contre la pandémie, soutenir l'économie et favoriser la reprise subséquente ». Enfin, les programmes sont un premier reflet des plans de redressement et de résilience que les États membres ont dû soumettre pour le 30 avril, traçant les grandes lignes des réformes et des projets qu'ils ont l'intention de mettre en œuvre en utilisant les fonds disponibles au travers du programme *Next Generation EU* (NGEU). Dans ce contexte, le présent encadré examine les plans budgétaires à moyen terme des pays de la zone euro en vue de sortir de la crise actuelle et indique les défis subsistants découlant des recommandations relatives aux politiques budgétaires émises le 2 juin par la Commission européenne dans son paquet « Semestre européen » du printemps 2021.

Les programmes de stabilité 2021 tracent les grandes lignes des projections en matière de politique budgétaire des États membres, alors que la politique budgétaire joue un rôle essentiel dans la réponse apportée à la pandémie.

Au début de la crise, la politique budgétaire visait à garantir la disponibilité des ressources nécessaires pour le système de santé et à protéger les entreprises et les travailleurs dans les secteurs touchés ². Étant donné la poursuite du déploiement

¹ La clause dérogatoire générale a été activée en mars 2020 et prolongée à 2021 en septembre 2020. Elle autorise les États membres à s'écarter des exigences d'ajustement du PSC dans certaines situations spécifiques, comme dans des périodes de grave récession économique pour la zone euro ou l'Union dans son ensemble. Pour plus de détails, cf. la Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement – [Stratégie annuelle 2021 pour une croissance durable](#), COM(2020) 575 final.

² Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

des vaccins et la levée progressive des mesures de confinement, la politique budgétaire évolue actuellement de mesures d'urgence temporaires et ciblées vers des mesures visant à soutenir la reprise. Les investissements publics, complétés par le programme NGEU et accompagnés de politiques structurelles appropriées, ont un rôle essentiel à jouer à cet égard.

Selon les programmes de stabilité, les déséquilibres budgétaires devraient progressivement se réduire et quitter leurs niveaux élevés sur l'horizon de projection. Au niveau de la zone euro, le ratio déficit public/PIB a grimpé de 0,6 % à 7,2 % entre 2019 et 2020 et devrait encore monter à 8,7 % en 2021 (graphique A), tandis qu'au niveau des différents pays, les déficits publics attendus vont de 2 % à 12 % du PIB pour 2021. Même si le déficit agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait rester à un niveau supérieur (de 1,5 point de pourcentage) à celui d'avant la crise jusqu'à la fin de l'horizon de projection (c'est-à-dire 2024), on devrait observer moins de dispersion entre les situations budgétaires des différents pays. Certains pays de la zone euro ne prévoient pas de ramener leurs déficits sous le seuil de 3 % du PIB sur l'horizon de projection (graphique B), en particulier certains pays affichant des ratios dette/PIB élevés (plus particulièrement l'Italie, l'Espagne, la Belgique et la France), tandis que plusieurs autres, y compris les anciens pays sous programme que sont la Grèce, Chypre et le Portugal, prévoient des déficits budgétaires comparativement plus réduits. Le ratio dette/PIB moyen de la zone euro devrait, selon les programmes de stabilité, dépasser 103 % en 2021, ce qui implique un accroissement de quelque 17 points de pourcentage en comparaison du niveau de 2019 antérieur à la crise. En 2022, ce ratio commencerait à baisser légèrement, en raison principalement de l'inversion anticipée des mesures de soutien et d'une croissance nominale élevée, mais en 2024, il devrait toujours être aux alentours de 100 %. De plus, une dette supplémentaire, bien que limitée, liée au programme NGEU commencera à se cumuler au niveau de l'UE à partir de 2021, elle s'établirait à quelque 1 % du PIB sur la période de 2021 à 2022 ³. Il convient de noter que la trajectoire budgétaire décrite dans les programmes de stabilité nationaux diffère des projections budgétaires présentées dans l'exercice global de projections macroéconomiques de juin 2021 établi par les services de l'Eurosystème, telles qu'elles sont exposées à la section 6 du présent *Bulletin économique*. Ces dernières ne prennent en compte que des mesures qui ont été approuvées par le parlement national ou qui ont déjà été définies en détail par le gouvernement et devraient très probablement être adoptées dans le cadre du processus législatif.

³ Cf. la page 2 des « [prévisions économiques du printemps 2021](#) » de la Commission européenne, qui mentionne que les dépenses totales de l'UE qui devraient être financées par des subventions octroyées par la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR) sur l'horizon de projection 2021-2022, s'établissent à 140 milliards d'euros, soit juste au-dessous de 1 % du PIB de 2019. L'incidence économique totale générée par la FRR sur l'horizon de projection devrait atteindre quelque 1,2 % du PIB en volume de l'UE enregistré en 2019.

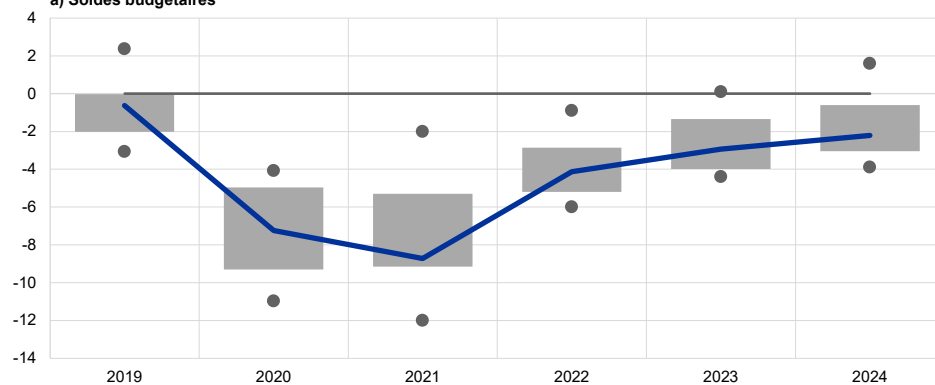
Graphique A

Projections relatives aux soldes budgétaires des administrations publiques et aux ratios dette/PIB basées sur les programmes de stabilité 2021

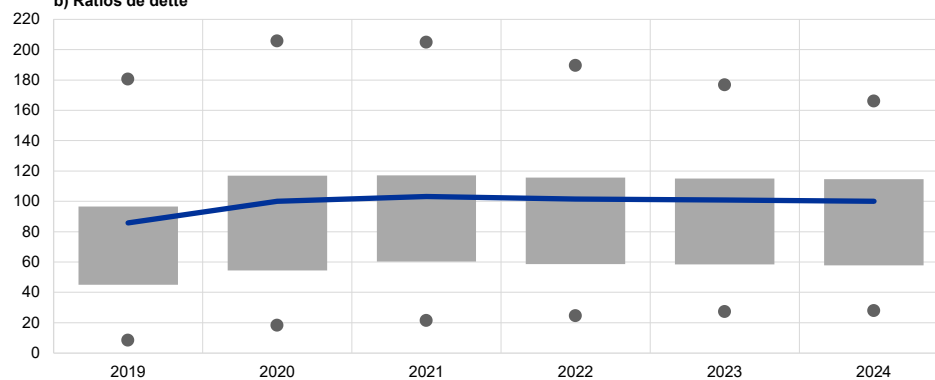
(en pourcentage du PIB)

■ Intervalle interquartile
— Zone euro
● Minimum/maximum

a) Soldes budgétaires



b) Ratios de dette



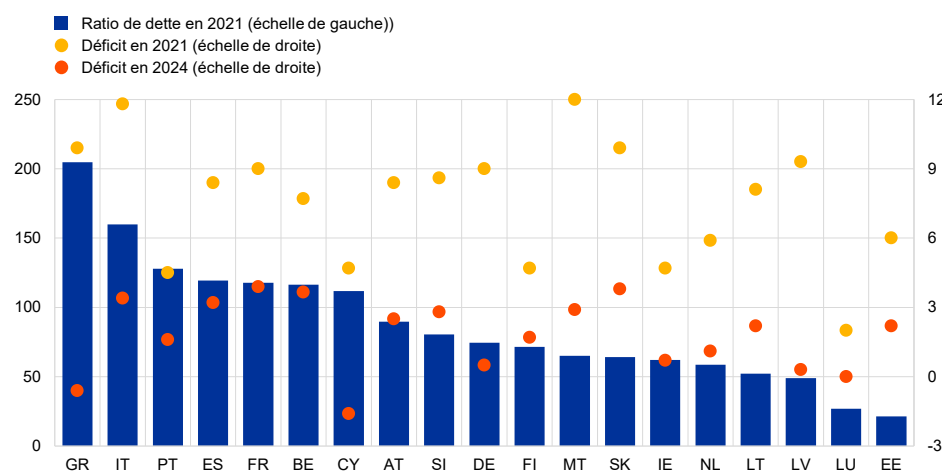
Sources : Commission européenne (base de données AMECO pour 2019-2020) et calculs propres basés sur les programmes de stabilité pour la période allant de 2021 à 2024.

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

Graphique B

Projections relatives aux ratios de la dette publique et aux déficits publics basées sur les programmes de stabilité 2021

(en pourcentage du PIB)



Source : Programmes de stabilité 2021.

Contrairement à la grande crise financière, la reprise après la pandémie de COVID-19 devrait être soutenue par une hausse des investissements publics.

Selon les programmes de stabilité 2021, la grande majorité des pays de la zone euro prévoient d'accroître les ressources disponibles pour les investissements publics, que la littérature économique tend à considérer comme une catégorie de dépenses publiques particulièrement propice à la croissance ⁴. La part des investissements publics dans le PIB devrait passer de son niveau d'avant la crise, soit 2,8 % en 2019, à 3,3 % en 2023. Cette situation contraste nettement avec les années ayant suivi la grande crise financière, lorsque de nombreux pays de la zone euro ont appliqué des mesures d'assainissement budgétaire qui se concentraient principalement sur une compression des investissements publics. Plus spécifiquement, durant la période comprise entre 2009 et 2013, la part dans le PIB des dépenses publiques de la zone euro affectées à la formation brute de capital fixe des administrations publiques est revenue de 3,7 % à 2,9 %, certaines des plus fortes réductions étant enregistrées dans les pays affichant les besoins d'assainissement les plus importants. La croissance de l'investissement prévue pour les prochaines années est largement attribuable au programme NGEU, en ce compris plus particulièrement la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR), qui donne aux pays de la zone euro une occasion idéale de soutenir la reprise par des politiques augmentant le potentiel de croissance de leurs économies ⁵.

Les RPP proposées par la Commission européenne dans son paquet « Semestre européen » du printemps 2021 prévoient que la clause dérogatoire générale du PSC restera activée en 2022, tout en appelant à garantir une qualité élevée et un caractère graduellement plus différencié pour les

⁴ Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé « La composition des finances publiques dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

⁵ Pour plus de détails, cf. la section 6 du présent *Bulletin économique*.

politiques budgétaires des États membres. La clause dérogatoire générale du PSC « continuera d'être appliquée en 2022 et devrait être désactivée à partir de 2023 ». Alors que les RPP publiées en 2020 étaient homogènes entre les différents États membres, celles publiées au printemps 2021 recommandent que les politiques budgétaires en 2022 « prennent en compte l'état de la reprise, la soutenabilité budgétaire et la nécessité de réduire les divergences économiques, sociales et territoriales ». Il est recommandé aux pays faiblement endettés de poursuivre une orientation budgétaire favorable (spécifiquement mesurée)⁶, comprenant l'impulsion donnée par la FRR, alors qu'il est recommandé aux pays lourdement endettés d'« utiliser la [FRR] pour financer des investissements supplémentaires en vue de soutenir la reprise tout en poursuivant une politique budgétaire prudente ». Cette dernière recommandation s'applique à la Belgique, à la France, à la Grèce, à l'Espagne, à l'Italie et au Portugal. Il est également recommandé à l'ensemble des États membres de préserver des investissements financés au niveau national, tandis que, « dans le même temps, la croissance des dépenses courantes financées au niveau national devrait être maintenue sous contrôle et limitée pour les États membres fortement endettés ». Dans le cadre de la recommandation soulignant l'importance de la qualité des mesures budgétaires pour garantir une reprise soutenable inclusive, on notera également l'appel à accroître les investissements, en particulier dans les transitions écologique et numérique, afin de renforcer le potentiel de croissance. Enfin, dans son évaluation du respect par les États membres des critères du déficit et de la dette, la Commission européenne estime que le critère du déficit n'est pas rempli par 23 États membres et que celui de la dette n'est pas respecté par 13 États membres. Cela étant, la Commission juge que, « compte tenu de l'incertitude élevée, de la réponse de politique budgétaire approuvée face à la crise de la COVID-19 et des recommandations du Conseil du 20 juillet 2020 », il n'y a pas lieu de décider de soumettre les États membres à la procédure concernant les déficits excessifs dans les conditions actuelles.

Les plans budgétaires à moyen terme tels que présentés dans les programmes de stabilité 2021 sont entourés d'un degré élevé d'incertitude. Cette incertitude est liée non seulement, entre autres, à l'évolution de la pandémie de COVID-19, mais également à l'effet « transformateur » potentiellement élevé de la FRR sur la zone euro. Il importe dès lors pour la zone euro dans son ensemble que les politiques budgétaires continuent d'apporter un soutien à ce stade, tout en renforçant la soutenabilité budgétaire au travers de mesures suffisamment ciblées et de politiques progressivement différenciées au niveau national.

⁶ Plutôt que d'utiliser les méthodes habituelles pour déterminer l'orientation budgétaire, comme celles appliquées à la section 6 du présent *Bulletin économique*, la Commission européenne mesure l'orientation budgétaire comme étant l'évolution des dépenses primaires (nettes des mesures discrétionnaires au niveau des recettes et hors mesures d'urgence temporaires liées à la crise), y compris les dépenses financées par des subventions dans le cadre de la FRR et d'autres fonds de l'UE. Cela prend notamment en compte le fait que les subventions dans le cadre de la FRR donnent une impulsion aux économies, tout en n'affectant pas le déficit.

Article

1 La mondialisation et ses implications pour l'inflation dans les économies avancées

Maria Grazia Attinasi et Mirco Balatti

1 Introduction

Selon l'hypothèse de mondialisation de l'inflation, la dynamique de l'inflation est de plus en plus influencée par des facteurs mondiaux. Ces dernières années, les économistes ont commencé à réévaluer le pouvoir prédictif des modèles d'inflation standard (par exemple, la courbe de Phillips) et à considérer de plus en plus les facteurs mondiaux, notamment la mondialisation, comme une explication possible de la sensibilité réduite de l'inflation aux déterminants domestiques (hypothèse dite de mondialisation de l'inflation) ¹. Par conséquent, outre les mesures domestiques de la sous-utilisation des capacités, les modèles d'inflation standard devraient tenir compte du rôle des facteurs mondiaux au-delà de leur incidence via les prix à l'importation.

L'intérêt porté aux déterminants mondiaux de l'inflation résulte de la corrélation observée entre les taux d'inflation dans les économies avancées, dans un contexte d'internationalisation croissante des marchés des biens, des services et des capitaux. Les taux moyens d'inflation totale dans les économies avancées sont revenus de 10 % environ dans les années 1970 à moins de 2 % depuis 2014. Toutefois, le rythme de la mondialisation s'est nettement accéléré depuis le début des années 1990 (graphique 1), avec de profondes implications sur la structure de l'économie mondiale. Si le rôle des facteurs externes (comme les prix des matières premières) dans les résultats de l'inflation a été largement documenté, on pourrait également faire valoir que la mondialisation, en renforçant l'interconnexion des économies mondiales, entraîne la propagation à d'autres pays des chocs subis par une économie, ce qui influence les résultats macroéconomiques nationaux. À cet égard, les chercheurs ont examiné la possibilité que la mondialisation exerce une incidence plus fondamentale sur l'inflation, ne se limitant pas à occasionner des variations temporaires de son niveau ². Plus spécifiquement, en modifiant la structure de l'économie mondiale, la mondialisation pourrait modifier le processus de formation de l'inflation, affectant ainsi la composante plus persistante de l'inflation dans l'ensemble des économies avancées.

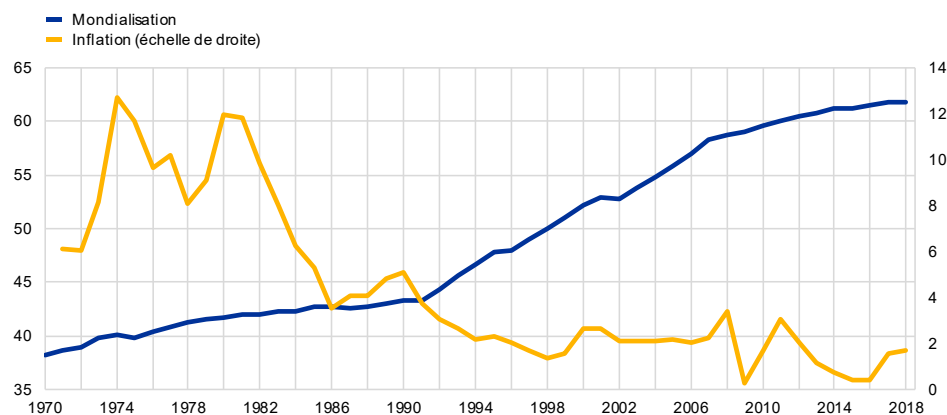
¹ Cf. Auer (R.), Borio (C.) et Filardo (A.), « *The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains* », *BIS Working Papers*, n° 602, Banque des règlements internationaux, janvier 2017.

² Cf. Forbes (K.), « *Has globalization changed the inflation process?* », *BIS Working Papers*, n° 791, Banque des règlements internationaux, juin 2019.

Graphique 1

Taux d'inflation médians dans les économies avancées et indice de mondialisation du KOF (Centre de recherches conjoncturelles)

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



Sources : Calculs des services de la BCE, KOF Swiss Economic Institute et sources nationales.
Note : Inflation totale médiane de 22 pays de l'OCDE et indice de mondialisation du KOF.

Le présent article analyse les évolutions récentes de l'inflation dans les économies avancées et les canaux via lesquels la mondialisation peut alimenter la composante plus persistante de l'inflation. Cette question est pertinente du point de vue de la politique monétaire. S'il s'avère que l'impact de la mondialisation sur l'inflation n'est que transitoire, alors l'autorité monétaire devrait l'« ignorer ». Si, au contraire, la mondialisation entraîne une modification du comportement de fixation des prix et des salaires, elle devrait alimenter la composante plus persistante de l'inflation, avec des implications directes pour la conduite de la politique monétaire. Cet article met l'accent sur les évolutions de l'inflation à moyen terme mesurées par une moyenne lissée de l'inflation sous-jacente de manière à exclure les sous-composantes plus volatiles (telles que les prix du pétrole et des produits alimentaires), que l'on appelle la composante plus persistante de l'inflation. L'article constate que trois éléments de la mondialisation semblent liés à une inflation persistante plus faible : l'intégration commerciale, la mondialisation de l'information et la participation aux chaînes de valeur mondiales. Toutefois, les estimations disponibles indiquent que cet effet est faible sur le plan économique, et l'article conclut que la mondialisation ne semble pas être un facteur déterminant de la synchronisation et de la baisse des taux d'inflation observées dans l'ensemble des économies avancées. À plus long terme, une inversion (ou un nouveau ralentissement) de la mondialisation n'exercerait que des effets favorables limités sur les tendances de l'inflation.

2 L'inflation dans les économies avancées : évolutions historiques et facteurs communs

Les chocs conjoncturels peuvent entraîner des écarts temporaires de l'inflation par rapport à l'objectif de la banque centrale. Dans le cadre de leur mandat de stabilité des prix, les banques centrales visent un taux d'inflation faible et

stable à moyen et long terme. Cela revient à fixer une cible quantitative (ou objectif) pour le taux de variation annuel du niveau des prix, qui correspond généralement à 2 %³. Comme l'inflation totale correspond à un large panier de biens et de services, les variations des composantes plus volatiles de l'inflation, telles que les prix des matières premières et des produits alimentaires, influencent temporairement l'inflation. Ces changements à court terme sont généralement ignorés par l'autorité monétaire⁴, qui s'appuie sur des mesures de l'inflation sous-jacente pour disposer d'une indication plus précise des tensions inflationnistes à moyen terme⁵.

Les résultats de l'inflation peuvent également être influencés par des forces structurelles reflétant, par exemple, des modifications de la structure de l'économie dues à des facteurs tant internes qu'externes (par exemple, l'accroissement de l'intégration commerciale). Compte tenu de leur caractère progressif et persistant, ces changements pourraient alimenter la composante plus persistante de l'inflation, et potentiellement interférer avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Les banques centrales auraient alors tendance à réagir afin d'isoler les évolutions de l'inflation de ce type de perturbations. Toutefois, ces dernières années, les taux d'intérêt s'étant rapprochés de la borne inférieure dans de nombreux pays, une question fondamentale, qui n'entre pas dans le périmètre du présent article, est de savoir si la marge de manœuvre dont dispose la politique monétaire pour neutraliser l'influence persistante des forces structurelles sur l'inflation est amoindrie.

Au cours des cinquante dernières années, les évolutions des taux d'inflation moyens dans l'ensemble des économies avancées ont présenté une corrélation croissante dans un contexte de baisse de la volatilité. Depuis le début des années 1970 et jusqu'au milieu des années 1980, les taux d'inflation de plusieurs économies avancées ont atteint des niveaux supérieurs à 10 %

³ Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté une définition quantitative de la stabilité des prix : il vise à maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le taux d'inflation est mesuré par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les États-Unis, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) estime qu'un taux d'inflation de 2 % à long terme, mesuré par la variation annuelle de l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages, est le plus conforme au mandat de la Réserve fédérale de maintien de la stabilité des prix.

⁴ Toutefois, les variations des cours du pétrole et des matières premières peuvent avoir un effet plus durable sur l'inflation, devenant ainsi pertinentes pour la politique monétaire si elles alimentent l'inflation sous-jacente à moyen terme. À cet égard, il est toujours nécessaire d'analyser attentivement les facteurs sous-jacents à l'origine des évolutions des prix des matières premières afin d'évaluer les implications pour la stabilité des prix à moyen terme et de déterminer la réponse de politique monétaire appropriée aux variations de ces prix. Cf. également l'article intitulé « [Les prix des matières premières et leur rôle dans l'évaluation de la croissance et de l'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2013

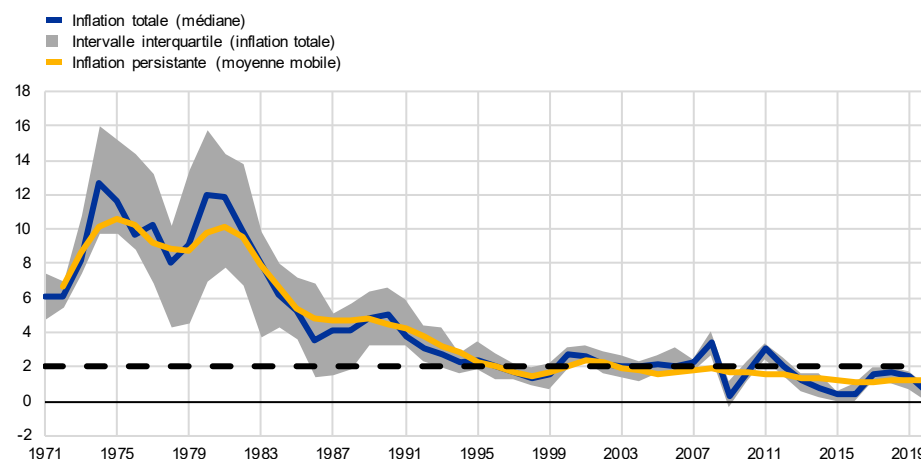
⁵ Les mesures de l'inflation sous-jacente visent à éliminer le « bruit » et à prendre en compte la composante persistante (non observable) de l'inflation. Cf. l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018. L'article analyse trois catégories de mesures de l'inflation sous-jacente : a) les mesures d'exclusion permanente, qui éliminent définitivement certaines sous-composantes volatiles (par exemple, les prix du pétrole) qui sont peu pertinentes pour l'inflation à moyen terme dans la mesure où elles sont moins persistantes ; b) les mesures d'exclusion temporaire, qui s'appuient sur des moyennes tronquées ou des moyennes pondérées de l'inflation ; et c) les mesures d'exclusion fondées sur la fréquence, qui visent à éliminer la composante transitoire de toutes les sous-rubriques de l'IPCH et à ne conserver que les composantes persistantes. La mesure de l'inflation persistante utilisée dans cet article est un hybride des catégories a) et c).

(graphique 2), à l'exception de l'Allemagne et de la Suisse ⁶. Les taux d'inflation ont commencé à diminuer et à se stabiliser à des niveaux plus bas à la fin des années 1980, au moment où plusieurs banques centrales se sont tournées vers une orientation plus agressive de la politique monétaire. Depuis le début des années 1990, l'inflation totale aussi bien que la composante plus persistante de l'inflation ont commencé à diminuer progressivement, parallèlement à une moindre dispersion dans l'ensemble des économies avancées (graphique 2). Au cours de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale, les taux d'inflation ont poursuivi leur tendance à la baisse, parallèlement à un recul marqué de la volatilité. Au cours de cette période, caractérisée par une inflation faible et un bas niveau des taux d'intérêt, les économistes et les responsables politiques ont été confrontés à l'énigme de « l'inflation manquante ».

Graphique 2

Inflation totale et inflation persistante dans les économies avancées

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Le graphique est composé à partir des données d'un panel de 22 pays de l'OCDE. L'inflation persistante est calculée comme une moyenne mobile centrée sur trois ans des taux d'inflation sous-jacente médians. La dernière observation se rapporte à 2020.

La synchronisation croissante des taux d'inflation des différents pays reflète l'influence de facteurs communs, ce qui est largement documenté dans la littérature. Ciccarelli et Mojon ⁷ documentent la forte corrélation des taux d'inflation totale dans les pays de l'OCDE et montrent que l'inflation mondiale explique environ 70 % de la variance entre pays de l'inflation. Les auteurs estiment qu'inclure l'inflation mondiale améliore systématiquement les prévisions d'inflation domestique. Dans le même ordre d'idées, Mumtaz et Surico ⁸ constatent que le facteur mondial

⁶ Cf. l'article intitulé « *The 'Great Inflation': Lessons for monetary policy* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2010.

⁷ Ciccarelli (M.) et Mojon (B.), « *Global Inflation* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n° 3, août 2010, p. 524-535. Les auteurs élaborent trois autres mesures de l'inflation mondiale : une moyenne des taux d'inflation de l'ensemble des pays, l'inflation agrégée de l'OCDE et une mesure fondée sur une analyse factorielle statique.

⁸ Mumtaz (H.) et Surico (P.), « *Evolving International Inflation Dynamics: World and Country-Specific Factors* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 10, n° 4, août 2012, p. 716-734.

présentait une plus grande importance jusqu'au milieu des années 1970, avant de diminuer par la suite ⁹.

Les évolutions corrélées de l'inflation au niveau international peuvent s'expliquer par des facteurs tels que les chocs communs, l'évolution du régime de politique monétaire et les changements structurels. Ces facteurs influencent les résultats de l'inflation de différentes manières, avec des implications différentes du point de vue de la politique monétaire.

Premièrement, les chocs communs, dont les fluctuations des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole sont un exemple typique, sont une source mondiale de volatilité de l'inflation totale. Comme l'a fait valoir Lane ¹⁰, les banques centrales ayant tendance à stabiliser l'inflation à moyen terme sans isoler totalement les résultats de l'inflation de l'impact de ces chocs (en grande partie temporaires), ces derniers peuvent expliquer de fortes corrélations de l'écart des taux d'inflation nationaux par rapport à leur cible (ou objectif) à moyen terme. Le graphique 3 représente l'évolution du facteur commun estimé (non observé) de l'inflation totale dans l'ensemble des pays et la contribution estimée des cours du pétrole depuis le début des années 1970. Le graphique montre que les fluctuations des cours du pétrole expliquent pour une grande part les évolutions corrélées de l'inflation dans le monde au cours des années 1970, mais que leur importance a commencé à diminuer depuis la fin des années 1980, ce qui indique que d'autres facteurs jouent également un rôle ¹¹.

⁹ Dans une perspective historique plus longue, Gerlach et Stuart analysent des données remontant aux années 1850 et affirment que le rôle de l'inflation internationale dans les prix intérieurs, hormis pendant la période de « Grande inflation », est resté remarquablement stable au fil du temps. Cf. Gerlach (S.) et Stuart (R.), « *International Co-Movements of Inflation, 1851-1913* », *CEPR Discussion Paper*, n° DP15914, mars 2021.

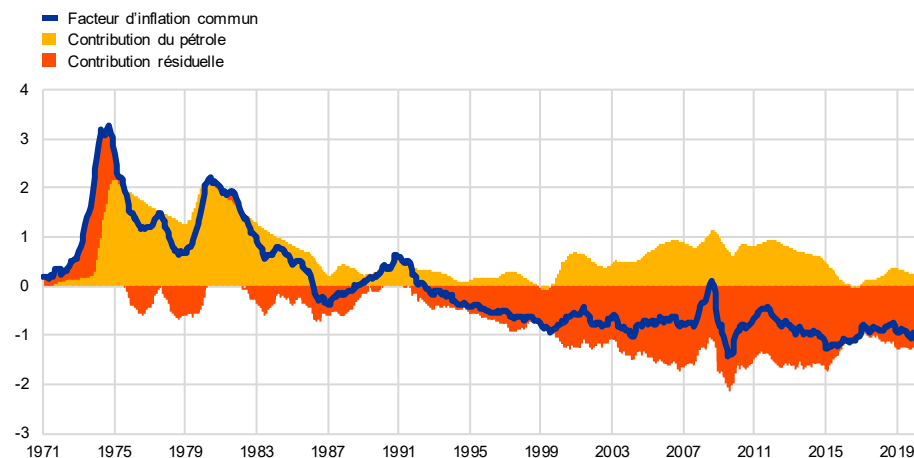
¹⁰ Lane (P. R.), « *International inflation co-movements* », discours prononcé lors de la conférence en ligne *Inflation: Drivers and Dynamics 2020*, Banque fédérale de réserve de Cleveland/Banque centrale européenne, 22 mai 2020.

¹¹ La contribution relativement réduite des cours du pétrole à la composante commune de l'inflation se confirme également lorsque la relation est estimée à partir du début des années 1990, ou en intégrant les prix des produits alimentaires ou en utilisant les variations mensuelles. Lane, *ibid.*, souligne que la transmission des fluctuations des prix des matières premières à l'inflation domestique n'est cependant ni automatique ni uniforme entre les pays. Avec un régime de politique monétaire indépendant, impliquant des taux de change flexibles, il n'existe pas de relation déterministe entre les variations des prix relatifs internationaux et les taux d'inflation globaux. Par exemple, alors que le cours du pétrole est coté en dollars au niveau mondial, le prix du pétrole en euros a été beaucoup moins volatil que le prix du pétrole en dollars en raison des évolutions du taux de change EUR/USD.

Graphique 3

Inflation mondiale et matières premières

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



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

Notes : Le facteur commun est centré. L'échantillon de l'estimation s'étend de janvier 1971 à décembre 2019. La ligne bleue représente le facteur commun de moyenne nulle de l'inflation mondiale, calculé en appliquant l'approche en composantes principales de Ciccarelli et Mojon (*op. cit.*) pour un échantillon de 34 économies avancées et émergentes. Les barres jaunes reflètent les contributions des prix du pétrole établies à partir de Yellen (J.L.), « *Inflation Dynamics and Monetary Policy* », discours prononcé à l'occasion du *Philip Gamble Memorial Lecture*, Université du Massachusetts, Amherst, 24 septembre 2015. Les coefficients sont estimés par une régression linéaire du facteur commun sur les prix du pétrole. Les barres rouges sont les contributions résiduelles.

Deuxièmement, le passage à des régimes de ciblage de l'inflation a joué un rôle important dans la convergence des résultats de l'inflation vers des niveaux bas et stables dans les économies avancées. Le début des années 1990 a marqué un changement dans la conduite de la politique monétaire des banques centrales de plusieurs économies avancées, qui se sont orientées vers un régime de ciblage de l'inflation visant à lutter contre la persistance de taux d'inflation élevés et à ancrer les anticipations d'inflation (tableau 1) ¹². La recherche d'une inflation faible et stable a bénéficié d'un niveau d'indépendance plus élevé de la banque centrale avec l'apparition d'un consensus autour d'une réduction des pressions politiques dans la conduite de la politique monétaire ¹³. La maîtrise réussie de l'inflation dans le cadre des stratégies de ciblage de l'inflation jusqu'en 2007 a été testée lors de la crise financière mondiale ¹⁴. Les taux d'inflation sont restés modérés et les taux d'intérêt se sont rapprochés du plancher effectif (graphique 4), limitant ainsi la marge de manœuvre disponible en matière de politique monétaire pour ramener l'inflation vers l'objectif.

¹² Au cours de cette période, de nombreuses autorités monétaires se sont tournées vers un régime de ciblage de l'inflation, que ce soit explicitement ou implicitement, selon une tendance appelée « mondialisation des activités de banque centrale ». Cf. Arrigoni (S.), Beck (R.), Ca' Zorzi (M.) et Stracca (L.), « *Globalisation: What's at stake for central banks* », VoxEU, février 2020.

¹³ Dans ce contexte, l'adoption de cibles d'inflation explicites a favorisé la responsabilité et a limité la politique discrétionnaire, contrebalançant ainsi la flexibilité liée à une plus grande indépendance. Cf. Dall'Orto Mas (R.) et al., « *The case for central bank independence* », *Occasional Paper Series*, n° 248, BCE, 2020.

¹⁴ Rogoff (K.), « *Globalization and global disinflation* », *Economic Review*, vol. 88, numéro Q IV, 2003, p. 45-78 ; Williams (J.C.), « *Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges* », Banque fédérale de réserve de San Francisco, octobre 2014.

Tableau 1

Cadres de politique monétaire dans les économies avancées

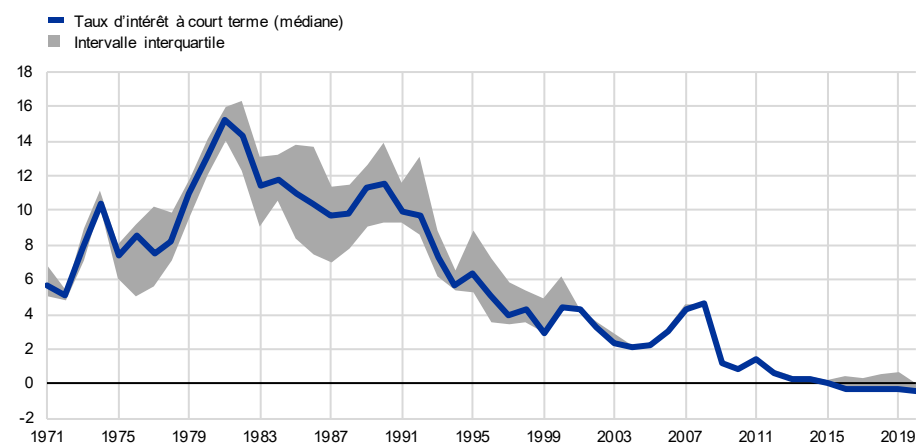
Pays	Banque centrale	Cadre de politique monétaire	Définition de la cible / l'objectif d'inflation	Valeur ponctuelle / fourchette cible / objectif	Indice de référence pour les prix	Exportateur de matières premières
Australie	Reserve Bank of Australia	Ciblage de l'inflation	1996	2-3	IPC	Oui
Canada	Bank of Canada	Ciblage de l'inflation	1991	2 (1-3)	IPC	Oui
Suisse	Banque nationale suisse	Autre	1999	0-2	IPC	
Zone euro	Banque centrale européenne	Stabilité des prix	1998	Inférieur à, mais proche de 2 %	IPCH	
Royaume-Uni	Bank of England	Ciblage de l'inflation	1992	2 (1-3)	IPC	
Japon	Bank of Japan	Ciblage de l'inflation	2013	2	IPC	
Corée du Sud	Bank of Korea	Ciblage de l'inflation	1998	2	IPC	
Norvège	Norges Bank	Ciblage de l'inflation	2001	2	IPC	Oui
Nouvelle-Zélande	Reserve Bank of New Zealand	Ciblage de l'inflation	1989	2 (1-3)	IPC	Oui
Suède	Sveriges Riksbank	Ciblage de l'inflation	1993	2	IPC	
États-Unis	Système fédéral de réserve	Autre	2012	2	Dépenses de consommation des ménages (PCE)	

Sources : Balatti (M.), « *Inflation volatility in small and large advanced open economies* », *Working Paper Series*, n° 2448, BCE, 2020 et *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, *Fonds monétaire international*, août, 2020.
Notes : Adapté à partir de Balatti et du FMI, le tableau comprend 11 économies avancées ayant des objectifs explicites d'inflation ou de stabilité des prix. IPC est l'indice des prix à la consommation, IPCH l'indice des prix à la consommation harmonisé et PCE l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages (*Personal Consumption Expenditures*).

Graphique 4

Taux d'intérêt dans les économies avancées

(pourcentages)



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

Notes : Le graphique se compose de données relatives à un panel de 22 pays de l'OCDE. Les taux d'intérêt des contrats d'une durée de trois mois sont utilisés comme proxies des taux à court terme. Au cours de la période qui suit la création de la zone euro, l'intervalle interquartile des taux d'intérêt est mécaniquement affecté par le fait que certains pays au sein de l'échantillon partagent la même politique monétaire.

Troisièmement, les changements structurels qui affectent l'économie peuvent influencer sur la dynamique de l'inflation en alimentant la composante plus persistante de l'inflation.

La structure de l'économie est importante pour les résultats de l'inflation parce qu'elle détermine la dynamique de fixation des prix et des salaires. Les changements qui l'affectent relèvent globalement de deux grandes catégories ¹⁵. Premièrement, ceux qui sont domestiques par nature, mais qui touchent les économies nationales de manière comparable, ce qui se traduit donc par un profil d'inflation commun dans les différents pays. Il s'agit par exemple des évolutions démographiques, qui sont susceptibles d'influencer l'inflation via de multiples canaux ¹⁶. Deuxièmement, les changements de nature mondiale qui accroissent l'interdépendance des économies, et dont la montée en puissance de la mondialisation économique et financière depuis les années 1990 est certainement l'exemple le plus notable.

L'influence de la mondialisation sur les résultats de l'inflation a été largement débattue par les responsables de la politique économique comme par les universitaires.

Dans le cadre standard de la courbe de Phillips ¹⁷, les forces extérieures (par exemple, la demande étrangère, les prix à l'étranger) alimentent l'inflation via les tensions sur la sous-utilisation des capacités de production domestiques et/ou via les prix à l'importation des biens finaux ou des biens intermédiaires. En outre, comme l'intégration commerciale influence principalement le prix des biens exportables par rapport aux biens non exportables, son impact à moyen terme sur les taux moyens d'inflation est considéré comme limité. De plus en plus d'arguments ont été présentés en faveur d'un rôle plus direct des facteurs étrangers pour expliquer des fluctuations de l'inflation ¹⁸, appelant à enrichir les modèles traditionnels de la courbe de Phillips de mesures de la sous-utilisation des capacités de production au niveau mondial. Dans le même temps, le rôle joué par la mondialisation dans la transformation de l'économie mondiale est de plus en plus largement reconnu. L'intégration économique au niveau mondial dans ses différentes dimensions (par exemple, le travail, les échanges de biens finaux et intermédiaires) peut agir comme un choc d'offre persistant et positif se traduisant par

¹⁵ Lane, *op. cit.*

¹⁶ Cf. Lis (E.), Nickel (C.) et Papetti (A.), « *Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective* », *Working Paper Series*, n° 2382, BCE, mars 2020. Le vieillissement de la population peut affecter l'inflation en faisant baisser le taux d'activité et la productivité, mais également en contribuant à la baisse tendancielle du taux d'intérêt d'équilibre. Toutefois, une évaluation complète des canaux par lesquels les changements domestiques s'opèrent dans la structure de l'économie dépasse le cadre du présent article.

¹⁷ Les dynamiques de l'inflation sont généralement modélisées sous la forme d'une courbe de Phillips – formulée comme une relation inverse à court et moyen terme entre le taux d'inflation et la position de l'économie domestique dans le cycle. Durant les périodes d'expansion économique, la baisse des capacités inutilisées dans l'économie (par exemple, un chômage faible) exerce une pression à la hausse sur les prix via la hausse des salaires, que les entreprises répercutent sur les consommateurs. Les estimations empiriques de la courbe de Phillips reposent sur des mesures des capacités inutilisées sur le marché du travail et neutralisent, entre autres variables, le rôle des anticipations d'inflation, des prix du pétrole et du taux de change. Compte tenu de ses bonnes propriétés empiriques, la courbe de Phillips est devenue le modèle robuste utilisé dans de nombreuses banques centrales pour analyser et prévoir les évolutions de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente.

¹⁸ Cf. Borio (C.) et Filardo (A.), « *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation* », *BIS Working Papers*, n° 227, Banque des règlements internationaux, mai 2007. Pour une analyse plus récente, cf. Auer, Borio et Filardo, *op. cit.*, qui se sont intéressés également aux déterminants mondiaux et domestiques de l'inflation. Cf. la section 4 du présent article pour un examen plus approfondi.

des tensions désinflationnistes durables, ce qui déplace la courbe de Phillips vers le bas. Mais elle peut également affecter la structure des marchés en intensifiant la concurrence au sein de nombreux marchés, provoquant ainsi des changements structurels susceptibles d'influencer le processus d'inflation, entraînant potentiellement un aplatissement de la courbe de Phillips ¹⁹.

3 Mondialisation : principales caractéristiques et canaux de transmission à l'inflation

La mondialisation, par son caractère multidimensionnel, a façonné l'économie mondiale de façon décisive. Bien que sur une trajectoire ascendante depuis les années 1970, la mondialisation s'est accélérée dans les années 1990, entrant dans une période d'« hyper-mondialisation » ²⁰ qui a entraîné une réduction progressive des frictions (transfrontières) affectant les flux de personnes, de capitaux, de biens, de services, d'informations et de connaissances. La mondialisation a marqué le pas après la crise financière mondiale en raison d'un ralentissement de la vitesse de l'intégration économique. Ce ralentissement a reflété des effets de composition résultant du poids croissant des économies de marché émergentes (EME) dans l'activité économique mondiale, ces économies ayant une intensité en échanges plus faible ; une modération de la croissance de la chaîne de valeur mondiale (CVM) pour partie antérieure à la crise financière mondiale et une baisse du soutien apporté par les financements commerciaux ²¹.

L'intégration commerciale et la fragmentation croissante de la production dans des chaînes d'approvisionnement intégrées verticalement ont été une caractéristique essentielle de la mondialisation. L'intensité des échanges, mesurée par le ratio importations mondiales de biens et de services/PIB, est passée de 30 % en 1980 à plus de 50 % en 2008 et s'est globalement stabilisée autour de ce niveau depuis lors. L'intégration commerciale a été favorisée par les efforts de libéralisation des échanges (c'est-à-dire les accords bilatéraux et multilatéraux de libre-échange) qui ont abouti à une baisse sans précédent des taux moyens des droits de douane (graphique 5, partie a) ainsi qu'à un allègement des impôts et des réglementations. Dans le même temps, les progrès des technologies de l'information et des transports et la levée des barrières commerciales ont permis la fragmentation des processus de production le long des chaînes d'approvisionnement (CVM) situées dans différents pays. L'intégration dans les CVM a entraîné une forte augmentation des échanges de biens intermédiaires qui sont utilisés comme intrants dans la production. De 1995 à 2007, les échanges liés à des CVM ont augmenté, passant de quelque 25 % à 40 % des exportations mondiales et ont atteint un

¹⁹ Carney (M.), « *Inflation in a globalised world* », allocution lors du symposium sur l'économie de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 29 août 2015 ; et Carney (M.), « *[De]Globalisation and inflation* », discours prononcé à l'occasion de la Conférence Michel Camdessus du FMI sur l'activité de banque centrale, septembre 2017.

²⁰ Rodrik (D.), *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, WW Norton, 2011.

²¹ IRC Trade Task Force, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, septembre 2016.

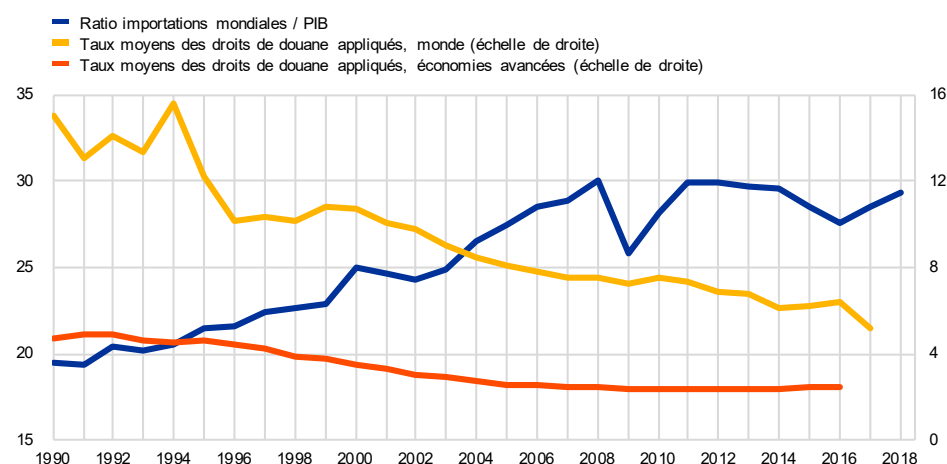
plateau depuis la crise financière mondiale (graphique 5, partie b, ligne rouge)²². L'augmentation de la participation aux CVM est étroitement liée à l'intégration croissante des économies de marché émergentes dans les processus de production internationaux, en particulier l'évolution sans précédent de la Chine, dont la part dans le PIB mondial est passée de 5 % environ en 1993 à 19 % en 2019.

Graphique 5

Mondialisation des échanges

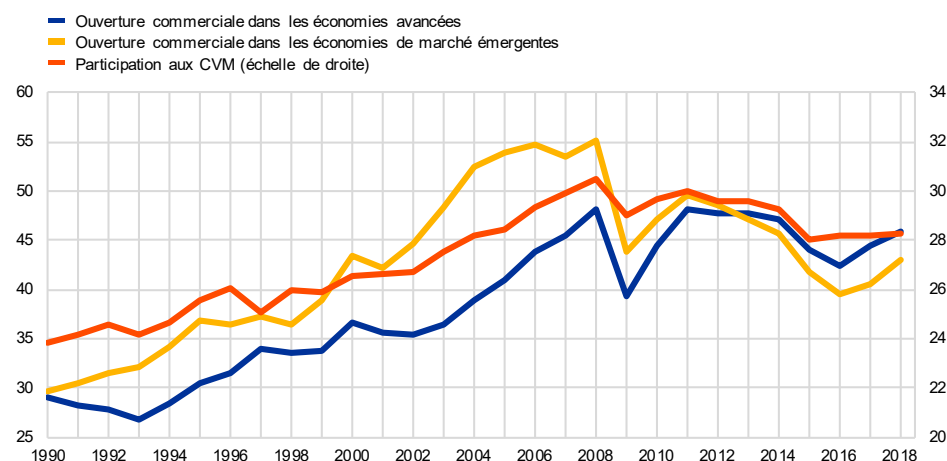
a) Intensité en échanges et taux des droits de douane

(échelle de gauche : ratio ; échelle de droite : pourcentages)



b) Ouverture commerciale et participation aux chaînes de valeur mondiales

(ratio)



Sources : Données sur les échanges en valeur ajoutée (TIVA) de l'OCDE, FMI, Banque mondiale (Indicateurs du développement dans le monde) et calculs des services de la BCE.

Notes : Ratio importations nominales/PIB. Le taux moyen des droits de douane appliqués correspond à la moyenne non pondérée des taux effectivement appliqués pour l'ensemble des produits soumis à des droits de douane calculée pour tous les biens échangés exprimée en pourcentages. L'ouverture commerciale est calculée comme le cumul des importations et des exportations rapporté au PIB. La participation aux CVM est calculée comme le ratio échanges liés à des CVM/exportations brutes. Les échanges liés à des CVM se définissent comme la valeur ajoutée qui a traversé au moins deux frontières nationales (Borin et Mancini, *op. cit.*). Les valeurs entre 2016 et 2018 sont fondées sur des estimations de la BCE.

²² Les échanges liés à des CVM se mesurent comme la part des biens intermédiaires échangés dans le total des exportations mondiales qui traversent au moins deux frontières nationales (cf. Borin (A.) et Mancini (M.), « *Follow the value added: tracking bilateral relations in global value chains* », MPRA Paper, n° 82692, University Library of Munich, novembre 2017).

La mondialisation des échanges peut affecter l'inflation dans les économies avancées en influençant le mécanisme de fixation des prix et des salaires.

Le renforcement de l'intégration commerciale et la participation plus importante des producteurs à bas coûts dans la production mondiale ont un effet désinflationniste direct. Cet effet s'exerce via une baisse de l'inflation importée ²³, mais aussi via une diminution des marges moyennes des entreprises nationales face à une concurrence étrangère plus sévère ²⁴. En conséquence, les entreprises moins productives pourraient sortir du marché, ce qui allègerait encore les pressions sur les coûts ²⁵. La participation aux CVM peut renforcer la contribution aux effets désinflationnistes, et elle est associée à une dynamique de l'inflation mieux synchronisée entre les différentes économies avancées ²⁶. Selon Andrews *et al.* ²⁷, pour les économies avancées, l'accroissement de la participation aux CVM a entraîné un ralentissement de la hausse de l'indice des prix à la production de 0,15 point de pourcentage en moyenne. La participation aux CVM contribue à un repli de l'inflation en exerçant des pressions à la baisse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre (en augmentant la productivité et en ralentissant la croissance des salaires) dans le pays importateur, en particulier lorsque des pays à bas salaires sont intégrés dans les chaînes d'approvisionnement.

Les effets de la mondialisation se sont également largement fait sentir sur les marchés du travail, érodant le pouvoir de négociation des salariés dans les économies avancées et modérant encore les coûts de production.

D'une part, l'intégration accrue des échanges commerciaux a permis le déplacement géographique des centres de production vers les grandes économies émergentes qui se caractérisent par une abondante main-d'œuvre à faible coût pour la fabrication de produits manufacturés. À cet égard, on peut citer les exemples notables de la réintégration des pays d'Europe centrale, orientale, et du Sud-Est dans l'économie de marché à partir de 1990 et de l'intégration de la Chine dans l'économie mondiale au début des années 2000, qui ont entraîné une hausse sans précédent de l'offre mondiale de main-d'œuvre. De nombreux travailleurs se sont déplacés à l'intérieur de ces pays, des zones rurales vers les villes. Ainsi, en Chine, la tendance à la migration des zones rurales vers les zones urbaines est étroitement liée à cette intégration et a permis, pendant plusieurs décennies, l'expansion de la

²³ Cet effet direct est généralement appréhendé via les prix à l'importation, et il est susceptible de se traduire par un effet désinflationniste durable seulement si les prix extérieurs sont systématiquement inférieurs aux prix domestiques. Dans le cas de la France, Carluccio *et al.* montrent que l'écart entre les prix à l'exportation de la France (qui fournissent une approximation du niveau des prix des biens produits à l'intérieur des frontières nationales) et les prix à l'importation des pays à bas salaires (par exemple la Chine et les pays qui ont rejoint l'Union européenne en 2004 ou après cette date) a été important sur la période 1994-2014 et qu'il n'a que légèrement diminué au fil du temps. Cf. Carluccio (J.), Gautier (E.) et Guilloux-Nefussi (S.), « Impact des importations des pays à bas salaire sur l'inflation française », Documents de travail de la *Banque de France*, n° 672, avril 2018.

²⁴ Melitz (M.) et Ottaviano (G.), « *Market size, Trade, and Productivity* », *Review of Economic Studies*, vol. 75, n° 1, 2008, p. 295-316.

²⁵ Guerrieri (L.), Gust (C.) et López-Salido (J.D.), « *International competition and inflation: a New Keynesian perspective* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n° 4, 2010, p. 247-80 ; Amiti (M.), Itskhoki (O.) et Konings (J.), « *International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices* », *Review of Economic Studies*, vol. 86(6), novembre 2019, p. 2356-2402.

²⁶ Cf. de Soyres (F.) et Franco (S.), « *Inflation Dynamics and Global Value Chains* », *Policy Research Working Paper*, n° 9090, Banque mondiale, 2019.

²⁷ Andrews (D.), Gal (P.) et Witheridge (W.), « *A genie in a bottle? Globalisation, Competition and Inflation?* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1462, 2018.

capacité d'exportation sans hausse concomitante des coûts de production ²⁸. D'autre part, en facilitant les flux migratoires internationaux vers les économies avancées, la mondialisation a influé sur la relation entre l'emploi et le comportement en matière de fixation des prix dans les pays d'accueil. En présence d'une forte hausse des flux migratoires entrants, l'hétérogénéité des élasticités de l'offre de main-d'œuvre entre travailleurs natifs et immigrants entraîne une diminution des coûts marginaux de main-d'œuvre et exerce une pression à la baisse sur l'inflation ²⁹.

La mondialisation de l'information et la numérisation sont deux autres dimensions de l'intégration mondiale qui se sont accentuées dans les économies avancées depuis 1990.

Les avancées technologiques des dernières décennies ont entraîné une forte hausse des flux d'information et de communication entre les économies avancées. Même si ces flux sont très difficiles à mesurer, le *KOF Swiss Economic Institute* établit plusieurs indicateurs ³⁰. Le *KOF Informational Globalisation (de jure) Index* ³¹ se rapporte à la capacité de partager l'information entre pays, mesurée par l'accès à Internet et la liberté de la presse. Si cette mesure est orientée à la hausse depuis 1970, la dimension de facto du *KOF Informational Globalisation Index*, évaluée par la bande passante Internet utilisée, les brevets internationaux et les exportations de technologie, a quant à elle fortement augmenté après la crise financière mondiale. Ces deux mesures ont stagné ces dernières années.

L'intégration induite par la numérisation a modifié le comportement de fixation des prix de la grande distribution à l'échelle mondiale.

L'arrivée des technologies algorithmiques de fixation des prix, facilement transférables entre les pays et les entreprises, et la transparence d'Internet ont élargi l'horizon géographique des consommateurs et renforcé les tendances à la mondialisation via une baisse des coûts de recherche pour les consommateurs et une amélioration de l'efficacité et de la productivité pour les producteurs. L'amélioration du comportement concurrentiel des entreprises accentue la corrélation géographique des variations de prix et tend à freiner les hausses de prix ³². Dans certains secteurs, les entreprises mettent à jour leurs prix plus fréquemment qu'au cours des décennies précédentes, mais il demeure difficile de déterminer dans quelle mesure la fixation dynamique des prix affecte la flexibilité des prix de référence, et donc, la courbe de Phillips. S'agissant des États-Unis, des éléments montrent que les prix des biens sont devenus nettement plus uniformes entre les détaillants, ce qui suggère des complémentarités stratégiques accrues dans le comportement de fixation des prix des entreprises (c'est-à-dire une sensibilité élevée aux prix des concurrents) ³³, alors

²⁸ Pour une analyse approfondie du rôle de la Chine dans la dynamique d'inflation des économies avancées, cf. Gern (K.-J.) et al., « *Higher inflation in China: Risks for Inflation and Output in Advanced Economies* », *Kiel Policy Briefs*, n° 36, Kiel Institute for the World Economy, octobre 2011.

²⁹ Bentolila (S.), Dolado (J.J.) et Jimeno (J.F.), « *Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain* », *European Economic Review*, vol. 52, n° 8, p. 1398-1423.

³⁰ Gygli (S.), Haelg (F.), Potrafke (N.) et Sturm (J.-E.), « *The KOF Globalisation Index – revisited* », *The Review of International Organizations*, vol. 14(3), 2019, p. 543-574.

³¹ Dreher (A.), « *Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization* », *Applied Economics*, vol. 38(10), 2006, p. 1091-1110.

³² Cavallo (A.), « *Scraped Data and Sticky Prices* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 100, n° 1, 2018, p. 105-119.

³³ Belz (S.), Wessel (D.) et Yellen (J.), « *What's (Not) Up With Inflation?* », The Brookings Institution, janvier 2020.

que pour certains pays de la zone euro, des données préliminaires indiquent une fixation des prix moins uniforme qu'aux États-Unis.

L'essor des entreprises « superstars », dont beaucoup opèrent dans le secteur de la technologie, exerce un impact ambigu sur la fixation des prix.

Les entreprises « superstars » très productives ont rapidement accru leur part de marché, permettant aux entreprises aux produits de qualité supérieure, aux coûts marginaux moins élevés ou à la capacité d'innovation plus importante d'en récolter les fruits de manière disproportionnée par rapport aux périodes précédentes ³⁴. Cette tendance a probablement influencé l'évolution des prix au fil du temps, mais il reste difficile de déterminer dans quel sens. D'une part, ces entreprises peuvent utiliser cette productivité plus élevée pour baisser les prix et maximiser leur part de marché. Tant que cela se traduit par un renforcement de la concurrence, les marges et les prix continuent d'être freinés, pesant ainsi sur l'inflation sous-jacente. D'autre part, en orientant les ventes vers les entreprises les plus productives de chaque secteur, la mondialisation peut entraîner une accentuation de la concentration des marchés de biens et services et une diminution de la concurrence. En fonction de la contestabilité des marchés, le pouvoir de marché monopolistique ou oligopolistique permet aux entreprises d'accentuer leurs marges, ce qui exerce un fort impact sur la fixation des prix.

4 L'impact de la mondialisation sur l'inflation dans les économies avancées.

Les données empiriques relatives à la manière dont la sous-utilisation des capacités de production mondiales influe sur la réaction de l'inflation aux conditions conjoncturelles domestiques sont contrastées. Les premiers travaux sur les effets désinflationnistes de la mondialisation ont principalement porté sur la sous-utilisation des capacités de production mondiales. Selon Borio et Filardo ³⁵, inclure la sous-utilisation des capacités mondiales (c'est-à-dire une moyenne pondérée des écarts de production internationaux) ajoute un pouvoir explicatif considérable aux équations d'inflation de référence traditionnelles, expliquant ainsi les fluctuations conjoncturelles de l'inflation dans les économies avancées. Lodge et Mikolajun ³⁶ enrichissent une courbe de Phillips pour une sélection d'économies avancées avec des mesures de la sous-utilisation des capacités et de l'inflation mondiales et notent peu d'éléments indiquant que la sous-utilisation des capacités influe sur l'inflation domestique ³⁷. On constate que l'inflation mondiale a joué un rôle plus important dans les années 1970 et 1980 (période de la « Grande inflation »), mais qu'elle a perdu de l'influence dans les phases de plus grande stabilité des taux

³⁴ Autor (D.), Dorn (D.), Katz (L.F.), Patterson (C.) et Van Reenen (J.), « *The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n° 2, p.645-709.

³⁵ Borio (C.) et Filardo (A.), *op. cit.*

³⁶ Mikolajun (I.) et Lodge (D.), « *Advanced economy inflation: the role of global factors* », *Working Paper Series*, n° 1948, BCE, août 2016.

³⁷ Cf. l'article intitulé « [Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017, qui ne constate qu'un soutien limité en faveur de l'inclusion de mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales et des mesures de l'intégration des CVM dans les analyses de la courbe de Phillips lorsque l'on étudie l'inflation dans la zone euro.

d'inflation. Bianchi et Civelli ³⁸ constatent que la sous-utilisation des capacités mondiales affecte la dynamique de l'inflation et que la mondialisation, mesurée à l'aide de l'ouverture financière et commerciale, est corrélée positivement aux effets qu'exerce la sous-utilisation des capacités mondiales sur l'inflation. Toutefois, les auteurs concluent que « [...] les effets de la mondialisation requièrent des évolutions très importantes du degré d'ouverture pour être économiquement significatifs ». L'analyse présentée dans l'encadré 1 confirme que, dans le cas des pays d'Europe centrale et orientale, l'accroissement de leur intégration dans l'économie mondiale depuis le début des années 2000 a affaibli la réactivité de la variation des prix à la consommation vis-à-vis de la situation domestique, même si l'effet est quantitativement faible. Cet impact est plus prononcé dans le secteur manufacturier en raison d'une intégration plus élevée dans les CVM et donc, d'une exposition plus importante à la concurrence internationale et aux complémentarités stratégiques. On constate également que certains aspects de la numérisation (par exemple, l'utilisation d'Internet pour le commerce électronique) affaiblissent la corrélation entre l'inflation et les conditions conjoncturelles domestiques.

Les données relatives à l'impact de la mondialisation sur l'inflation persistante sont limitées et montrent, au mieux, un impact économiquement faible.

Forbes ³⁹ analyse l'impact de variables mondiales sur la dynamique de l'inflation et constate que, malgré une corrélation positive entre les mesures de la sous-utilisation des capacités mondiales et l'inflation conjoncturelle, l'effet sur la composante plus persistante de l'inflation n'est pas significatif. De même, Kamber et Wong ⁴⁰ étudient l'incidence des chocs survenant à l'étranger sur les résultats de l'inflation et constatent que ces chocs exercent une influence importante sur les écarts d'inflation, alors que leur impact sur la composante permanente est faible. La corrélation négative mais relativement faible entre la mondialisation et la composante persistante de l'inflation est confirmée dans l'analyse présentée dans l'encadré 2.

Trois éléments de la mondialisation se révèlent inversement corrélés avec la composante persistante de l'inflation dans les économies avancées : l'intégration commerciale, la mondialisation de l'information et la participation aux CVM. La perspective globale sur la mondialisation présentée dans cet article et utilisée dans l'analyse empirique présentée dans l'encadré 2 permet une enquête approfondie sur la manière dont la mondialisation peut influencer sur la dynamique de l'inflation. Les résultats indiquent la présence d'effets de composition dans la mesure où la mondialisation, dans ses diverses dimensions, semble jouer un rôle de force désinflationniste dans le cas des biens, mais pas pour les services. Cela suggère que les mouvements les plus prononcés de l'inflation totale, qui ont été enregistrés dans les années 1990 puis de nouveau après la crise financière mondiale, sont peut-être liés à d'autres facteurs, tels que les changements de régime de politique monétaire, le recul des anticipations d'inflation ou la baisse de l'indexation des

³⁸ Bianchi (F.) et Civelli (A.), « *Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, n° 2, 2015, p. 406-433.

³⁹ Cf. Forbes (K.), « *Has globalization changed the inflation process?* », *op. cit.*

⁴⁰ Kamber (G.) et Wong (B.), « *Global factors and trend inflation* », *Journal of International Economics*, vol. 122, 2020.

salaires. Les résultats sont en phase avec la littérature et se vérifient pour l'échantillon transversal d'économies avancées soumis à l'analyse, ainsi que pour la zone euro. Le présent article est donc en phase avec Forbes ⁴¹, selon lequel « les variables mondiales [...] ont une capacité limitée à améliorer notre compréhension de la dynamique de la tendance sous-jacente à évolution lente de l'inflation et ne semblent pas avoir acquis plus d'importance au cours des dix dernières années ». Une conséquence directe de ce résultat est que, même si les cadres standard d'inflation peuvent être enrichis pour prendre en compte le rôle des facteurs mondiaux, ils ne doivent pas être intégralement remplacés. Ce résultat est conforme aux éléments qui attestent que le recul majeur des taux d'inflation dans les économies avancées et la baisse de sa composante persistante ont débuté dans les années 1980, quand la mondialisation était encore latente et le degré de numérisation faible, et a marqué le pas autour des années 1990, avant que la Chine ne rejoigne l'Organisation mondiale du commerce (OMC) (graphique 2). L'analyse présentée dans l'encadré 2 montre également que la baisse des taux d'inflation enregistrée dans les années 1990 a été synchronisée entre les différents biens et services. Dans la mesure où ces derniers devraient avoir été relativement peu affectés par l'intégration transfrontière, on peut conclure que, si la mondialisation a sans doute encore fait baisser la composante persistante de l'inflation, il semble peu probable qu'elle ait été le principal déterminant à l'origine de ce recul.

Encadré 1

La mondialisation et la courbe de Phillips dans les pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE

Tina Zumer et Francesco Chiacchio

Le présent encadré examine la réactivité des prix à la consommation à la situation domestique dans les pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE, ainsi que l'impact de la mondialisation, mesurée par l'ouverture commerciale et la participation aux chaînes de valeur mondiales (CVM), sur leur corrélation. Dans le groupe homogène des 11 pays d'Europe centrale et orientale (PECO) appartenant à l'UE, qui comprend cinq pays de la zone euro (Estonie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie et Slovaquie) et six autres États membres de l'UE (Bulgarie, République tchèque, Croatie, Hongrie, Pologne et Roumanie), on estime, à l'aide de données trimestrielles pour la période 2001-2019, une représentation standard d'une courbe de Phillips des nouveaux keynésiens hybride, dans laquelle la sous-utilisation des capacités productives fournit une approximation des coûts marginaux. Durant cette période, les PECO appartenant à l'UE ont conservé un degré élevé d'ouverture et ont été relativement plus intégrés dans les chaînes de production mondiales que la zone euro ainsi que la plupart des économies avancées ⁴². Les estimations sont réalisées en régressant la variation trimestrielle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur l'écart de chômage, l'inflation passée et les deux retards du déflateur des prix à l'importation ⁴³. Afin d'étudier si la mondialisation influe sur la pente de la courbe de Phillips,

⁴¹ Forbes (K.), « *Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?* », *Brookings Papers on Economic Activity*, automne 2019, p. 257-338.

⁴² Cf., par exemple, l'article intitulé « *L'impact des chaînes de valeur mondiales sur l'analyse macroéconomique de la zone euro* », *Bulletin économique*, n°8, BCE, 2017.

⁴³ La variable dépendante est le taux de croissance trimestriel annualisé de l'inflation sous-jacente, tandis que le déflateur des prix à l'importation provient des taux de croissance annuels. Les régressions incluent également un large éventail d'effets fixes qui prennent en compte le cycle macroéconomique d'un pays ainsi que les chocs spécifiques affectant l'ensemble des pays.

le coefficient de l'écart de chômage est mis en interaction avec des mesures de l'ouverture commerciale et de l'intégration aux chaînes d'approvisionnement transfrontières ⁴⁴.

Bien que son effet global soit a priori ambigu, la mondialisation est susceptible non seulement d'influer sur les niveaux d'inflation mais également de modifier le comportement des entreprises en matière de fixation des prix, et donc la manière dont l'inflation réagit à la situation domestique. Une plus forte exposition à la concurrence mondiale est susceptible, afin d'éviter une perte de compétitivité ou de parts de marché, de limiter la possibilité pour les entreprises de répercuter les coûts domestiques sur les consommateurs. Toutefois, une plus grande intégration et une ouverture accrue aux échanges peuvent influencer sur la concentration du marché et favoriser les acteurs de plus grande taille et plus productifs, qui protègent davantage leurs marges bénéficiaires. Bien qu'elles n'établissent pas de lien de causalité, les conclusions du présent encadré soutiennent l'argument selon lequel une exposition croissante à la concurrence mondiale risque, dans l'ensemble, de limiter la possibilité pour les entreprises de répercuter leurs coûts sur les consommateurs.

S'agissant du panel de PECO appartenant à l'UE, une forte dépendance vis-à-vis des marchés exportateurs et une participation élevée aux CVM vont de pair avec une plus faible corrélation de l'inflation au cycle d'activité domestique (graphique A, parties gauche et du milieu). Les coefficients estimés se révèlent être considérablement plus faibles lorsqu'on observe une participation aux CVM et une ouverture commerciale relativement plus élevées (graphique A, barres jaunes). Toutefois, la variation dans le temps, propre à chaque pays, de la participation aux CVM étant moins élevée que la variation entre les pays (dont résultent les coefficients estimés présentés dans le graphique A), il est probable que la contribution de la participation aux CVM à la diminution de la corrélation entre activité et prix dans les différents pays soit faible ⁴⁵.

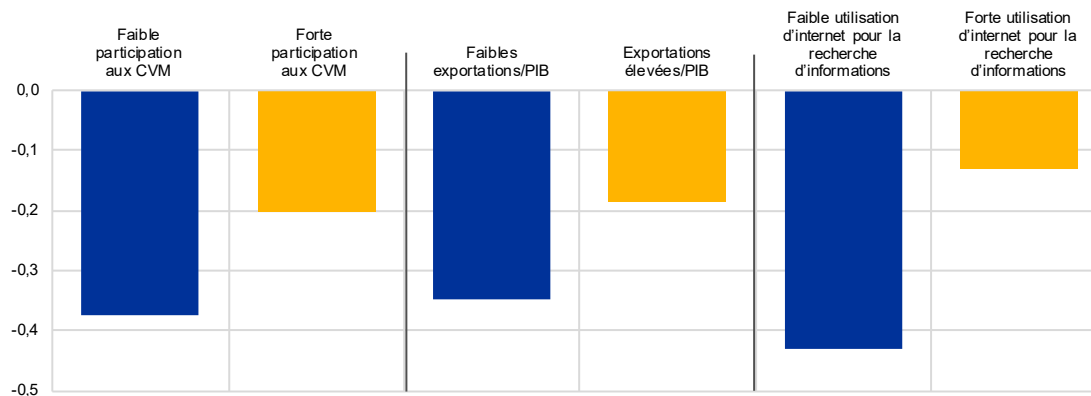
⁴⁴ L'ouverture commerciale correspond aux exportations brutes de biens et de services en pourcentage du PIB. La participation aux CVM est mesurée par la part des échanges liés aux CVM dans les exportations brutes totales (Borin et Mancini, *op. cit.*), où les échanges liés aux CVM correspondent à la somme de la valeur ajoutée domestique exportée qui est réexportée par un importateur direct (participation en aval aux CVM) et de la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations du pays lui-même (participation en amont aux CVM). Pour une meilleure interprétation des termes de l'interaction, les degrés de participation aux CVM et d'ouverture sont exprimés sous la forme de variables muettes égales à 1 si l'observation sous-jacente est plus élevée que celle de la médiane à long terme du panel.

⁴⁵ Cela rappelle l'analyse transversale dans Bianchi et Civelli, *op. cit.*

Graphique A

Facteurs mondiaux influant sur la pente de la courbe de Phillips dans les PECO appartenant à l'UE

(coefficients estimés de l'écart de chômage)



Sources : Eurostat, BCE, base de données WIOD (*World Input-Output Database*) et calculs des auteurs.

Notes : Résultats d'une estimation de forme réduite de la courbe de Phillips pour un panel de 11 pays sur la période 2001-2019, dans laquelle l'écart de chômage retardé est mis en interaction avec une variable muette égale à 1 si la valeur sous-jacente de la participation aux CVM, des exportations de biens et de services en pourcentage du PIB, ou du pourcentage de personnes recherchant sur Internet des informations concernant les biens et les services est plus élevée que celle de la médiane de long terme du panel. La variable dépendante est le taux de croissance trimestriel annualisé de l'inflation sous-jacente. D'autres variables de contrôle incluent l'inflation retardée, les deux retards du déflateur des prix à l'importation, ainsi que des effets fixes par pays et par période et par année. Les coefficients des termes de l'interaction sont statistiquement significatifs. La participation aux CVM est calculée comme la part des échanges liés aux CVM dans les exportations brutes totales (Borin et Mancini, *op. cit.*), où les échanges liés aux CVM correspondent à la somme de la valeur ajoutée domestique exportée qui est réexportée par un importateur direct (participation en aval aux CVM) et de la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations du pays lui-même (participation en amont aux CVM). L'échantillon relatif à la participation aux CVM prend fin en 2016, les valeurs pour 2015 et 2016 étant basées sur les estimations des auteurs. Les données relatives à la numérisation sont globalement disponibles à compter de 2004.

On observe également que certains aspects de la numérisation qui renforcent l'intégration mondiale affaiblissent la corrélation entre inflation sous-jacente et situation domestique dans les PECO appartenant à l'UE. En adaptant l'analyse précédente, on obtient des résultats analogues avec les mesures de la mondialisation informationnelle (comme l'utilisation d'Internet pour le commerce en ligne ou la recherche d'informations sur les biens et services ; graphique A, partie droite). Ces variables reflètent les évolutions technologiques favorisant le flux transfrontière d'informations ou réduisant les coûts d'entrée sur les marchés mondiaux, évolutions qui sont susceptibles d'impacter le dynamisme des entreprises, la concurrence et la transparence en matière de prix ⁴⁶.

Une analyse similaire au niveau sectoriel suggère que les canaux d'intégration aux CVM sont particulièrement significatifs s'agissant des industries manufacturières. L'approche agrégée décrite précédemment est complétée par l'estimation d'un panel de courbes de Phillips sectorielles, où les coûts de main-d'œuvre sectoriels déterminent la hausse des prix à la production dans les secteurs ⁴⁷. En mettant en interaction les coûts de main-d'œuvre sectoriels et la variation de la participation aux CVM au niveau sectoriel, nous constatons que l'exposition à la concurrence mondiale affaiblit la corrélation entre salaires et prix à la production sectoriels, en particulier dans les industries manufacturières (par rapport au reste de l'économie marchande), qui sont les plus intégrées aux CVM, qui vendent en général des biens hautement exportables et dont l'activité est par nature moins locale. Cela accroît les complémentarités stratégiques et rend la hausse des prix à la production plus dépendante de la situation économique mondiale. Par conséquent, les CVM

⁴⁶ Cf., par exemple, l'article intitulé « [L'économie numérique et la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

⁴⁷ Nous régressons la hausse du déflateur de la production sectorielle brute sur la croissance des coûts de main-d'œuvre sectoriels par travailleur, la hausse du déflateur sectoriel des importations de biens intermédiaires et la croissance de la productivité sectorielle moyenne du travail. Les données proviennent de CompNet (7^e série de données), qui fournit des informations annuelles pour sept PECO et 56 secteurs correspondant à un code à deux chiffres de la classification NACE Rev.2 de l'économie marchande, pour la période allant de 2005 à 2015.

étant un phénomène sectoriel, la composition industrielle d'une économie est un aspect important pour évaluer la manière dont les facteurs mondiaux sont susceptibles d'influer sur la réactivité de l'inflation au cycle d'activité.

Dans l'ensemble, pour un panel de PECO appartenant à l'UE, les données montrent qu'une intégration économique croissante à l'échelle mondiale a réduit la sensibilité de l'inflation à la sous-utilisation des capacités productives domestiques, ce qui explique la pente de la courbe de Phillips au cours des deux dernières décennies. Il apparaît que l'intégration économique mondiale a influé sur le comportement des entreprises en matière de fixation des prix. Mais les estimations quantitatives restreintes impliquent également que, même si les transformations structurelles futures, telles que le mode d'organisation des processus de production, continueront de déterminer la fixation des prix, elles auront probablement des conséquences limitées sur l'inflation agrégée dans les différents pays.

Encadré 2

L'impact de la mondialisation sur l'inflation et ses composantes dans les économies avancées : données empiriques

Maria Grazia Attinasi et Mirco Balatti

Le présent encadré étudie de façon empirique l'hypothèse de mondialisation de l'inflation et fait le constat que peu d'éléments viennent l'étayer. Comprendre l'effet de l'environnement extérieur sur les conditions domestiques est important pour la conduite de la politique monétaire. D'après l'analyse économétrique d'un panel d'économies avancées, au cours des trois dernières décennies, la composante persistante de l'inflation, correspondant à la moyenne mobile sur 12 trimestres de l'inflation sous-jacente, a été sensible à certaines mesures de la mondialisation. Pour autant, l'importance économique de ces facteurs est limitée, ce qui laisse à penser que les déterminants seraient plutôt de nature domestique.

Contrairement à une grande partie de la littérature, la présente analyse adopte une vision globale de la mondialisation qui ne se limite pas aux liens en matière d'échanges de biens ni aux prix des biens échangés. Du fait de la plus forte intégration financière et informationnelle, les services sont devenus plus facilement échangeables et leur part dans les paniers de consommation a augmenté. Évaluer l'impact de la mondialisation sur les prix des services peut permettre de mieux appréhender le rôle futur des facteurs étrangers et domestiques dans la dynamique de l'inflation. Avec l'accroissement du rôle des services dans les économies à haut revenu, la question se pose également de savoir si cette évolution est de nature à renforcer le lien entre inflation persistante et évolutions économiques domestiques, étant donné que les variations des prix des services sont généralement attribuées à des facteurs domestiques plutôt qu'à des facteurs étrangers ⁴⁸. La ventilation de l'inflation globale en inflation des biens et des services permet de comprendre la dynamique globale de l'inflation ⁴⁹. Les caractéristiques uniques de ces mesures de l'inflation impliquent également une exposition différente aux facteurs de la mondialisation (comme l'intégration commerciale en raison d'un caractère plus exportable) et sont exploitées dans l'analyse

⁴⁸ Cf. Lane (Philip R.), membre du Directoire de la BCE, [interview](#) avec *The Financial Times*, publiée le 2 février 2020.

⁴⁹ Peach (R.), Rich (R.W.) et Linder (M.), « *The parts are more than the whole: separating goods and services to predict core inflation* », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 19, n° 7, 2013.

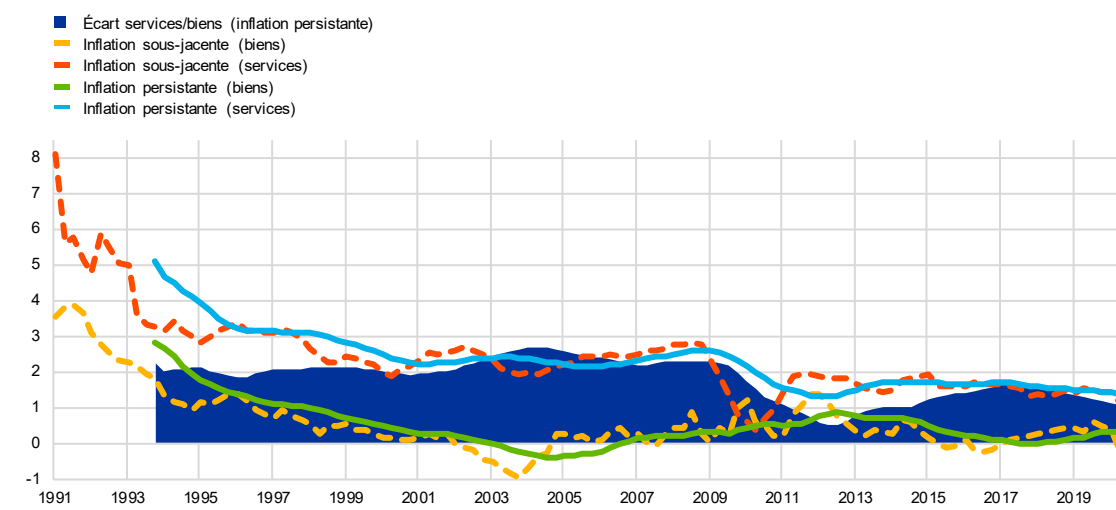
afin de tester la validité des prédictions sur lesquelles repose l'hypothèse de mondialisation de l'inflation.

La composante persistante de l'inflation des biens et des services a fortement diminué dans les économies avancées depuis le début des années 1990 (graphique B). Plus précisément, en 2019, elle est revenue de 3 % à 0,5 % environ dans le cas des biens, et de 5 % à 1,5 % environ dans celui des services. Par conséquent, l'écart entre l'inflation persistante des services et des biens est demeuré positif tout au long des 25 dernières années mais s'est considérablement resserré au lendemain de la crise financière mondiale ⁵⁰. Un principe de l'hypothèse de mondialisation de l'inflation est que l'intégration économique influe dans une plus grande mesure sur les prix des biens et services plus facilement exportables. Toutefois, le fait que les variations les plus prononcées de l'inflation durant la période sur laquelle porte l'analyse aient été observées au début des années 1990, lorsque la mondialisation n'en était encore qu'à ses débuts, et que ces variations aient été synchronisées entre les biens et les services, met en doute l'hypothèse d'une forte influence de la mondialisation sur l'inflation ⁵¹.

Graphique B

Inflation des biens et des services dans les économies avancées

(pourcentages ; points de pourcentage)



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

Notes : Les taux d'inflation persistante sont calculés à l'aide des moyennes mobiles sur 12 trimestres de l'inflation sous-jacente des biens et des services, qui correspondent à la moyenne pondérée (sur la base de la parité de pouvoir d'achat (PPA) du PIB) des six économies avancées (Australie, Canada, zone euro, Japon, Royaume-Uni et États-Unis). La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2020.

Les estimations d'un modèle dynamique à données de panel fournissent des données empiriques sur le rôle de la mondialisation dans la dynamique des prix. La spécification est inspirée de Forbes ⁵², où l'inflation persistante, calculée comme la moyenne mobile sur 12 trimestres des taux d'inflation sous-jacents, est déterminée par les mouvements du taux de change réel et augmentée

⁵⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution de l'écart entre la hausse des prix des services et celle des prix des biens ?* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019, pour une analyse de l'écart entre les prix des services et des biens dans la zone euro.

⁵¹ En outre, dans l'esprit de Reis et Watson, la corrélation des taux d'inflation des biens et des services peut être qualifiée d'inflation « pure », tandis que les évolutions divergentes peuvent être interprétées comme des variations des prix relatifs. Reis (R.) et Watson (M.W.), « *Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n° 3, 2010, p. 128-57.

⁵² Cf. Forbes (K.), « *Has globalization changed the inflation process?* », *op. cit.*

de divers indicateurs de la mondialisation incluant l'intégration commerciale, la mondialisation financière et la mondialisation informationnelle. Si notre objectif n'est pas d'effectuer une interprétation causale, l'exercice peut cependant mettre en évidence des liens entre les différentes dimensions de l'intégration et l'inflation persistante, et fournir des informations concernant les éventuelles différences entre biens et services. L'équation est estimée à l'aide d'une approche par la méthode des moments généralisés afin de permettre l'inclusion d'une variable dépendante retardée et d'un retard des variables indépendantes. L'estimation suit une procédure Arellano-Bond, avec également des retards dans l'équation en différence, et inclut en outre la prévision du Consensus économique relative aux anticipations d'inflation dans l'équation en niveau de la variable instrumentée. L'équation est estimée pour la période comprise entre le quatrième trimestre 1996 et le premier trimestre 2018 à l'aide de données trimestrielles pour les six économies avancées (Australie, Canada, zone euro, Japon, Royaume-Uni et États-Unis) et le panel est fortement équilibré. Les estimations de l'inflation persistante sont utilisées comme variables indépendantes ⁵³.

Tableau A

Estimations avec données de panel – synthèse de l'impact des indicateurs de la mondialisation sur l'inflation persistante

Variable	Inflation globale	Biens	Services
Intégration commerciale	-	-	-
Mondialisation informationnelle	Non significatif	-	+
Participation aux CVM	-	-	+

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le tableau présente le signe du coefficient de l'équation dynamique à données de panel estimée à l'aide de la méthode des moments généralisés. L'intégration commerciale est approximée par l'indice de la mondialisation commerciale (de jure) du KOF, la mesure de la mondialisation informationnelle est tirée de l'indice de la mondialisation informationnelle (de facto) du KOF et la participation aux CVM correspond au ratio entre les échanges liés aux CVM et les exportations brutes. Les échanges commerciaux liés aux CVM sont définis comme la valeur ajoutée ayant traversé aux moins deux frontières nationales à la Borin et Mancini, *op. cit.*, les valeurs entre 2016 et 2018 étant fondées sur des estimations internes de la BCE.

Les indicateurs de la mondialisation présentent une forte corrélation avec l'inflation persistante globale, principalement via la composante des biens. Comme le montre le tableau A, dans les économies avancées, trois éléments de la mondialisation contribuent à la baisse de la composante persistante de l'inflation globale ainsi que de l'inflation des biens : l'intégration commerciale (barrières commerciales moins importantes), la mondialisation informationnelle (intégration résultant de la numérisation) et la participation aux chaînes de valeur mondiales. En revanche, les résultats suggèrent que les différentes mesures de la mondialisation ont eu un effet de

⁵³ Comme nous nous intéressons plus particulièrement à la partie lente de l'inflation, nous calculons des moyennes mobiles sur 12 trimestres de l'inflation sous-jacente. Ces moyennes sont estimées individuellement pour chaque pays et chacun des trois indices de prix à la consommation (IPC) considérés : IPC total, IPC relatif aux biens et IPC relatif aux services, tirés de sources nationales. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont choisies de manière à minimiser l'influence des composantes hautement volatiles comme le pétrole, dont le prix est également déterminé sur les marchés internationaux.

compensation sur l'inflation des services, réduisant ainsi l'effet total ⁵⁴. Dans le même temps, les estimations des spécifications incluant des variables domestiques (comme l'écart de production et le coût de la main-d'œuvre) suggèrent que ces indicateurs sont fortement significatifs et que les facteurs domestiques continuent de jouer un rôle important dans la détermination de la dynamique des prix.

Les estimations avec données de panel n'indiquent pas de différence importante dans les effets de la mondialisation avant ou après la crise financière, ni entre les économies de la zone euro et les autres économies avancées. Plusieurs tests de robustesse des principaux résultats sont mis en œuvre afin également d'étudier spécifiquement si les effets des indicateurs de la mondialisation varient de façon notable durant les sous-périodes ou entre les économies. Ces tests indiquent des résultats similaires sur le plan qualitatif après la crise financière mondiale et ne font pas apparaître d'éléments attestant d'un effet différent pour les économies de la zone euro. Nos conclusions sont également robustes face à une série supplémentaire de tests comportant des spécifications différentes, dans lesquels nous utilisons d'autres approximations des variables explicatives, des variables de contrôle additionnelles et un nombre différent de variables instrumentales.

Une quantification de l'impact global montre que l'effet de la mondialisation sur l'inflation persistante a été faible. À l'aide des coefficients estimés et des évolutions des mesures de la mondialisation évoquées précédemment, nous calculons la contribution d'une plus forte interconnexion aux variations de l'inflation persistante. Bien qu'ils soient entourés d'incertitude, les résultats indiquent que, parmi les économies analysées, la mondialisation a constitué un facteur défavorable limité pour l'inflation globale et pour l'inflation des biens au cours des trois dernières décennies. Ces conclusions font écho à de précédentes données empiriques présentées dans la littérature ⁵⁵.

5 Conclusion

Dans le présent article, nous analysons le rôle désinflationniste joué par la mondialisation dans les économies avancées, en mettant l'accent sur la composante plus persistante de l'inflation. En s'appuyant sur la littérature existante, cet article examine trois ensembles de facteurs pouvant expliquer la corrélation internationale de l'inflation et la tendance baissière qu'elle affiche depuis plusieurs décennies. Premièrement, il existe des chocs communs (par exemple, les fluctuations des prix des matières premières), qui affectent les composantes les plus volatiles de l'inflation totale. Deuxièmement, le changement de politique monétaire

⁵⁴ L'hétérogénéité entre certains des paramètres relatifs aux biens et aux services nécessitera de mener des recherches afin d'améliorer la compréhension des facteurs qui la déterminent. Cela étant, la différence dans la réaction des prix à une plus forte mondialisation informationnelle sur le marché des biens par rapport au marché des services pourrait être due à différentes raisons. Elles concernent notamment le fait que la plus grande transparence d'Internet réduit les coûts de recherche et accentue la concurrence sur le marché des biens où les produits sont plus comparables et homogènes que dans le secteur des services. S'agissant de la participation aux CVM, bien qu'elle soit difficile à appréhender et donc plus difficile à mesurer, les services sont considérés comme le « ciment » et le catalyseur des chaînes d'approvisionnement complexes (Low). Par conséquent, il est plausible que la valeur ajoutée et les marges bénéficiaires du secteur des services soient positivement corrélées à une participation plus importante aux CVM. Low (P.), « *The role of services in global value chains* », dans Elms (D.) et Low (P.) (eds.), *Global value chains in a changing world*, 2013, p. 61-81.

⁵⁵ Cf. Bianchi et Civelli, *op. cit.* ; Forbes (K.), « *Has globalization changed the inflation process?* », *op. cit.* ; et Eo (Y.), Uzeda (L.) et Wong (B.), « *Understanding Trend Inflation Through the Lens of the Goods and Services Sectors* », *Staff Working Paper*, n° 2020-45, Banque du Canada, novembre 2020.

opéré par plusieurs économies avancées, qui se sont tournées vers un régime de ciblage de l'inflation et d'ancrage des anticipations d'inflation, a permis de maintenir continûment l'inflation à un niveau proche de l'objectif au cours des trois dernières décennies, jusqu'à la crise financière mondiale. Troisièmement, les évolutions structurelles de l'économie qui affectent les mécanismes de fixation des salaires et des prix peuvent influencer la composante plus persistante de l'inflation.

Les éléments présentés dans cet article montrent que le rôle désinflationniste de la mondialisation a été faible d'un point de vue économique. La majeure partie de la littérature économique s'emploie à enrichir une courbe de Phillips standard avec des mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales et montre que lorsque l'on inclut ce type de facteurs, la sensibilité de l'inflation domestique à la sous-utilisation des capacités domestiques diminue. Même si l'on dispose de moins d'éléments en faveur d'un impact sur la composante persistante de l'inflation, généralement on constate que cet impact est plus faible. Cet article conclut que la mondialisation ne semble pas être un facteur déterminant à l'origine des tendances désinflationnistes observées au cours des dernières décennies et que les turbulences qui en résultent sont trop faibles pour être significatives d'un point de vue économique. Cette conclusion s'articule autour de trois points principaux. Premièrement, le recul majeur de l'inflation et de sa composante persistante a débuté dans les années 1980, quand la mondialisation était encore latente, et a marqué le pas autour des années 1990, avant que la Chine ne rejoigne l'OMC. De plus, la baisse de l'inflation a été synchronisée entre biens et services et, du fait de leurs différences de négociabilité, ils ne devraient pas réagir de façon homogène à l'intégration transfrontière. Deuxièmement, et en lien avec le point précédent, les éléments présentés dans cet article suggèrent que la mondialisation exerce un impact hétérogène sur les différents secteurs de l'économie, le secteur manufacturier étant plus exposé aux forces désinflationnistes que le secteur des services. Cela tend à confirmer que la mondialisation entraîne des variations des prix relatifs, mais pas nécessairement une baisse de l'inflation totale. Enfin, même si la mondialisation constitue un facteur désinflationniste, d'un point de vue économique, son impact estimé est faible. Au vu de ces résultats, et compte tenu du fait que, ces dernières années, les taux d'intérêt se sont rapprochés de la borne inférieure dans de nombreux pays, une des raisons possibles de la faiblesse durable de l'inflation observée au cours des dernières décennies tient à la marge de manœuvre limitée dont dispose la politique monétaire pour neutraliser l'influence des facteurs structurels sur l'inflation (qu'ils soient d'origine domestique ou étrangère).

Pour l'avenir, la mondialisation se trouve à la croisée des chemins. Si la montée du protectionnisme semble menacer la mondialisation, la croissance de la numérisation et des échanges de services lui donnent un nouvel élan, modifiant et remodelant sa trajectoire future. De plus, même si la croissance de l'intégration mondiale marque le pas, l'intégration du commerce régional semble s'être approfondie pour des raisons tant économiques que géopolitiques. Le coronavirus (COVID-19) peut entraîner une accélération de certaines de ces tendances, bien qu'il soit prématuré de tirer des conclusions définitives quant à ses conséquences sur la mondialisation et l'inflation.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,5	-4,7	-4,3
2020 T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,6
T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,1	8,9	7,2
T4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,5	4,9	4,1
2021 T1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,8	1,8	8,1
2020 Décembre	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,5	4,5	4,9	4,1
2021 Janvier	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,3	5,1
Février	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,8	2,2	5,6
Mars	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,8	1,8	8,1
Avril	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,6	53,3	.	.	.
Mai	58,8	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,5	60,4	53,6	.	.	.

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 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
Avril	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
Mai	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1^{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 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
Avril	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
Mai	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57

Source : Calculs de la BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	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	2746,2	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	2915,5	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	3217,3	22703,5
2020 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	3549,0	25384,9
	394,0	3530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3695,3	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	3793,7	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	3883,4	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	3910,5	29315,3
Avril	440,1	3987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4141,2	29426,8
Mai	443,8	4003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4169,6	28517,1

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		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2020	Mai	0,02	0,36	0,24	0,69	5,26	16,07	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	5,01	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33
	Février	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,05	5,24	5,86	1,98	1,30	1,49	1,27	1,32	1,58	1,31
	Mars	0,01	0,35	0,20	0,61	4,99	15,77	4,88	5,12	5,72	1,93	1,32	1,44	1,24	1,32	1,58	1,31
	Avril ^(p)	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,13	5,17	5,78	1,98	1,32	1,48	1,27	1,31	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	Mai	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,84	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	1,86	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	1,95	1,86	1,87	1,60	1,30	1,51	1,24	1,17	1,38	1,51
	Août	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
	Septembre	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
	Octobre	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
	Novembre	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
	Décembre	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021	Janvier	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
	Février	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,01	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
	Mars	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	Avril ^(p)	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,99	1,57	1,44	1,38	1,32	1,33	1,38	1,56

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	458	181	70	.	45	114	49
2020	Octobre	1662	504	161	.	114	742	141	417	202	46	.	36	93	40
	Novembre	1630	493	158	.	116	731	132	419	217	40	.	37	83	41
	Décembre	1527	454	144	.	97	714	118	339	168	60	.	30	51	31
2021	Janvier	1582	495	139	.	99	718	131	464	217	45	.	37	121	43
	Février	1539	475	139	.	102	702	121	373	168	42	.	32	103	27
	Mars	1579	485	145	.	94	726	130	449	208	50	.	30	118	43
Long terme															
2018		15745	3687	3162	.	1247	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019		16312	3816	3398	.	1321	7151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020		17242	3892	3172	.	1450	8003	725	295	68	71	.	27	114	16
2020	Octobre	17286	3936	3203	.	1456	7977	713	275	47	78	.	27	91	32
	Novembre	17266	3915	3187	.	1456	7986	722	219	42	63	.	18	79	17
	Décembre	17242	3892	3172	.	1450	8003	725	204	40	104	.	17	36	7
2021	Janvier	17358	3897	3177	.	1458	8090	736	318	90	55	.	21	133	19
	Février	17492	3904	3173	.	1458	8206	751	307	57	66	.	20	144	19
	Mars	17694	3969	3213	.	1479	8271	763	358	106	82	.	27	125	17

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2018		16959,9	4189,8	3332,3	.	1318,5	7445,8	673,5	7024,3	465,0	1099,2	5460,1
2019		17595,0	4366,8	3578,6	.	1405,9	7557,2	686,5	8587,9	538,4	1410,6	6638,9
2020		18769,0	4345,8	3315,9	.	1546,7	8717,5	843,1	8448,8	469,3	1321,5	6658,0
2020	Octobre	18947,5	4440,1	3364,3	.	1570,0	8719,0	854,1	7225,5	348,2	1077,5	5799,7
	Novembre	18896,0	4407,8	3344,6	.	1572,7	8716,8	854,2	8235,9	448,2	1296,9	6490,8
	Décembre	18769,0	4345,8	3315,9	.	1546,7	8717,5	843,1	8448,8	469,3	1321,5	6658,0
2021	Janvier	18940,3	4391,9	3316,3	.	1557,3	8808,1	866,7	8331,9	446,6	1317,5	6567,8
	Février	19031,9	4379,1	3312,1	.	1560,1	8908,5	872,1	8649,1	520,6	1407,7	6720,8
	Mars	19272,9	4453,5	3358,4	.	1572,5	8996,2	892,3	9238,8	542,9	1468,9	7227,1
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	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	11,2	25,4	1,5	-0,1	4,5	1,0
	Février	7,5	-0,3	3,4	.	10,8	11,8	25,1	1,7	-0,1	4,7	1,2
	Mars	8,4	2,2	3,8	.	11,9	11,9	24,5	2,0	1,4	5,0	1,4

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	80,8	89,1	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	86,6	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,8	87,4	119,4	94,0
2020 T2	98,8	93,1	93,2	88,5	82,0	87,4	118,1	93,3
T3	101,2	94,9	95,3	89,9	79,0	87,8	121,7	95,6
T4	101,3	94,9	95,3	90,2	75,8	87,8	122,3	95,7
2021 T1	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5
2020 Décembre	101,9	95,4	95,9	—	—	—	123,0	96,1
2021 Janvier	101,4	95,6	95,7	—	—	—	122,4	96,2
Février	100,8	94,8	95,3	—	—	—	121,5	95,3
Mars	100,4	94,3	94,8	—	—	—	121,3	94,9
Avril	100,7	94,4	94,9	—	—	—	121,9	95,2
Mai	100,9	94,5	95,0	—	—	—	122,3	95,3
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2021 Mai	0,2	0,1	0,1	—	—	—	0,3	0,1
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2021 Mai	2,6	1,9	2,4	—	—	—	4,0	2,5

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 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 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
Avril	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
Mai	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2021 Mai	0,1	-0,6	-1,4	0,0	-1,9	1,6	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	-0,6	1,4
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2021 Mai	0,8	-0,7	-6,3	-0,3	0,8	13,4	0,1	-2,7	1,8	-4,2	3,7	11,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
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	250,7	249,9	0,8	97,7	82,0	94,3	108,5	-0,8	51,7	59,4	7,8	131,1
Flux													
2020	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	-
2021	T1	468,9	372,1	96,8	39,7	30,4	283,0	107,6	12,9	136,4	234,2	-3,0	-
2020	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	304,0	294,4	9,6	50,9	37,6	107,2	78,8	5,1	141,7	178,1	-0,9	-
	Février	112,0	67,0	45,0	13,6	7,0	81,4	-16,0	4,7	13,8	76,0	-1,6	-
	Mars	53,0	10,7	42,3	-24,8	-14,2	94,4	44,8	3,0	-19,1	-19,9	-0,5	-
flux cumulés sur 12 mois													
2021	Mars	783,9	438,4	345,5	13,2	211,8	1 102,3	123,1	2,8	-339,8	103,5	5,6	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2021	Mars	6,9	3,9	3,0	0,1	1,9	9,7	1,1	0,0	-3,0	0,9	0,0	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	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 intellectuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2018	11 588,1	11 120,1	6 222,8	2 369,1	2 431,4	1 178,1	746,0	500,6	96,8	468,0	5 575,9	5 107,9
2019	11 937,3	11 489,6	6 376,5	2 454,4	2 622,9	1 258,2	771,0	586,9	35,8	447,7	5 759,1	5 311,3
2020	11 328,8	10 878,8	5 900,0	2 560,0	2 439,3	1 210,5	679,8	541,9	-20,6	450,0	5 159,9	4 709,9
2020 T2	2 603,4	2 522,1	1 344,6	631,2	541,5	273,0	142,2	124,6	4,7	81,3	1 109,4	1 028,2
T3	2 897,9	2 760,8	1 527,4	645,3	614,4	308,4	179,4	124,8	-26,3	137,2	1 297,5	1 160,4
T4	2 906,1	2 766,8	1 487,4	656,1	630,6	314,8	181,8	132,2	-7,4	139,4	1 358,6	1 219,2
2021 T1	2 916,4	2 779,5	1 469,6	661,5	638,6	322,6	184,3	130,0	9,8	136,9	1 396,9	1 260,1
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 T2	-11,5	-11,2	-12,7	-2,6	-16,1	-12,4	-18,7	-20,6	—	—	-18,6	-18,5
T3	12,6	10,4	14,2	5,3	13,7	13,2	26,0	0,8	—	—	16,8	11,9
T4	-0,6	-0,5	-2,9	0,4	2,5	1,7	1,5	5,8	—	—	3,8	4,5
2021 T1	-0,3	-0,5	-2,3	0,0	0,2	0,9	1,2	-2,6	—	—	1,0	0,9
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	3,5	2,1	16,4	—	—	2,5	3,9
2020	-6,5	-6,3	-7,9	1,4	-8,2	-5,4	-12,7	-8,3	—	—	-9,3	-9,0
2020 T2	-14,6	-14,1	-16,2	-1,6	-20,9	-14,5	-27,3	-25,6	—	—	-21,4	-20,6
T3	-4,1	-4,0	-4,6	3,0	-4,7	-4,0	-8,2	-1,6	—	—	-8,7	-9,1
T4	-4,7	-5,7	-7,4	3,0	-7,9	-1,6	-5,9	-21,8	—	—	-5,1	-7,1
2021 T1	-1,3	-2,9	-5,4	3,0	-2,0	1,7	5,3	-17,5	—	—	-0,3	-3,8
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2020 T2	-11,5	-10,9	-6,7	-0,6	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,1	-0,6	—	—
T3	12,6	10,2	7,4	1,3	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,4	—	—
T4	-0,6	-0,5	-1,6	0,1	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	-0,1	—	—
2021 T1	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,7	0,1	—	—
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	-6,5	-6,0	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	—	—
2020 T2	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	—	—
T3	-4,1	-3,9	-2,4	0,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,2	—	—
T4	-4,7	-5,5	-4,0	0,6	-1,8	-0,2	-0,4	-1,2	-0,3	0,7	—	—
2021 T1	-1,3	-2,8	-2,8	0,6	-0,4	0,2	0,3	-0,9	-0,2	1,5	—	—

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	10 384,0	174,5	2 052,2	528,1	1 963,9	500,5	477,0	1 167,2	1 207,0	1 957,5	356,2	1 204,0
2019	10 695,5	178,8	2 064,2	569,7	2 028,4	530,7	481,8	1 204,7	1 252,5	2 020,0	364,8	1 241,9
2020	10 197,6	177,6	1 931,6	561,5	1 784,1	535,9	473,5	1 215,0	1 158,9	2 046,2	313,2	1 131,2
2020 T2	2 344,8	45,5	427,3	125,8	380,6	127,5	115,1	295,6	262,5	495,0	70,0	258,6
T3	2 605,7	44,3	494,8	144,0	470,2	137,2	118,5	305,9	292,0	517,7	81,1	292,2
T4	2 615,2	43,9	512,7	148,5	453,8	136,8	118,2	307,4	298,5	520,6	74,8	290,9
2021 T1	2 630,5	43,6	523,3	148,0	447,1	139,6	122,9	309,3	299,4	522,9	74,4	285,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2020	100,0	1,7	18,9	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 T2	-11,7	0,3	-15,0	-12,4	-20,8	-3,9	-2,7	-2,4	-14,9	-6,3	-24,2	-9,5
T3	12,4	0,3	16,5	13,9	22,9	7,5	3,8	3,0	11,6	9,2	23,1	14,2
T4	-0,5	0,2	2,9	2,2	-3,8	-0,7	-0,5	0,0	1,5	-1,3	-11,6	-1,6
2021 T1	0,0	-0,8	1,3	-1,1	-1,6	2,1	0,8	0,0	0,2	0,0	-0,9	-3,6
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	-6,4	-0,5	-7,6	-5,2	-12,9	0,3	-1,2	-0,8	-8,8	-2,4	-17,9	-7,5
2020 T2	-14,6	-0,4	-19,1	-14,8	-25,6	-4,7	-3,7	-2,6	-17,6	-7,8	-29,3	-15,1
T3	-4,1	0,0	-5,6	-3,5	-8,7	2,3	-0,3	-0,1	-8,2	0,5	-12,8	-3,7
T4	-4,7	-0,9	-2,3	-1,3	-12,2	0,9	-0,6	-0,8	-6,9	-1,1	-23,1	-5,1
2021 T1	-1,2	-0,1	3,2	0,8	-7,9	4,7	1,4	0,5	-3,3	1,1	-18,2	-1,8
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2020 T2	-11,7	0,0	-2,9	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	–
T3	12,4	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,4	1,3	1,9	0,7	–
T4	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,4	–
2021 T1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
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	-6,4	0,0	-1,5	-0,3	-2,4	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	–
2020 T2	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	–
T3	-4,1	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	–
T4	-4,7	0,0	-0,4	-0,1	-2,3	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	-0,8	–
2021 T1	-1,2	0,0	0,6	0,0	-1,4	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,6	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvi- culture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
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	86,0	14,0	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	-1,5	-2,0	-3,1	-1,9	0,4	-3,6	1,4	-0,7	-0,2	-2,4	0,7	-3,4
2020 T2	-2,9	-3,0	-2,6	-3,8	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,6	0,1	-5,9
T3	-2,1	-2,0	-2,3	-2,9	-2,7	0,8	-4,2	1,0	-0,9	0,3	-3,5	0,6	-3,7
T4	-1,8	-1,8	-1,8	-2,4	-2,3	0,7	-4,6	1,4	-0,7	0,9	-2,1	0,9	-3,8
2021 T1	-1,9	-1,9	-1,6	-0,4	-2,2	1,3	-5,6	1,9	-0,5	0,2	-1,8	1,2	-5,0
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	7,0	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	-7,6	-5,9	-13,5	-1,6	-3,2	-6,5	-7,7	-2,0	-13,4
2020 T2	-17,0	-15,8	-22,2	-6,7	-16,4	-18,0	-27,3	-6,0	-6,8	-17,0	-17,1	-6,5	-28,0
T3	-4,8	-4,6	-5,6	-1,9	-5,8	-0,9	-8,8	-1,9	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,5
T4	-6,2	-5,8	-8,3	-2,4	-5,5	-2,4	-13,2	-0,5	-2,1	-2,5	-5,3	-0,7	-12,5
2021 T1	-3,2	-3,1	-3,5	1,3	-1,5	4,7	-11,5	1,7	0,6	1,9	-2,2	1,6	-9,8
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	-5,6	-8,8	-0,4	-5,8	-6,3	-10,3	-3,0	-2,5	-6,3	-5,4	-2,7	-10,3
2020 T2	-14,5	-13,2	-20,2	-3,0	-14,5	-17,2	-23,0	-6,7	-5,7	-15,7	-13,1	-6,7	-23,5
T3	-2,8	-2,6	-3,5	1,1	-3,2	-1,7	-4,8	-2,9	-1,6	-3,5	-3,3	-0,8	-2,9
T4	-4,5	-4,0	-6,6	0,0	-3,3	-3,0	-9,0	-1,8	-1,4	-3,4	-3,3	-1,6	-9,1
2021 T1	-1,3	-1,2	-2,0	1,8	0,7	3,3	-6,2	-0,3	1,1	1,7	-0,4	0,4	-5,0

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				
			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	% du total des postes
	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 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
2021 T1	.	.	13,314	8,2	.	10,925	7,3	2,388	17,3	6,765	7,8	6,549	8,6	2,0
2020 Novembre	—	—	13,512	8,3	—	11,110	7,4	2,402	17,4	6,823	7,8	6,689	8,8	—
Décembre	—	—	13,413	8,2	—	11,008	7,4	2,405	17,5	6,789	7,8	6,624	8,7	—
2021 Janvier	—	—	13,406	8,2	—	11,003	7,4	2,403	17,4	6,810	7,8	6,596	8,7	—
Février	—	—	13,371	8,2	—	10,974	7,3	2,396	17,4	6,796	7,8	6,575	8,7	—
Mars	—	—	13,164	8,1	—	10,799	7,2	2,366	17,2	6,689	7,7	6,476	8,5	—
Avril	—	—	13,030	8,0	—	10,682	7,2	2,348	17,2	6,685	7,7	6,345	8,4	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme 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	2,7	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	0,9	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,6	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 T2	-20,1	-21,2	-19,4	-28,2	-13,2	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,6	-29,1	-50,8
	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,4	-4,9	-6,9
	-1,6	-1,7	1,4	-3,3	-2,6	-1,8	-0,9	-1,7	1,4	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021 T1	3,1	3,1	4,8	4,6	-0,8	0,8	3,1	6,7	2,1	2,5	2,8	-5,5	3,4
2020 Novembre	-0,6	-0,4	1,4	-0,1	-2,5	-4,4	-0,7	-1,6	-1,5	2,5	-2,0	-18,4	-14,9
	-0,1	-0,2	4,4	-1,3	-3,5	-0,9	-0,1	-0,8	1,3	5,6	0,1	-14,6	-8,0
2021 Janvier	0,3	0,0	1,6	1,5	-3,3	0,8	-2,4	-1,8	-4,8	6,1	-10,8	-17,0	-18,8
	-1,8	-2,2	-0,5	-2,9	-3,5	-1,6	-5,4	1,3	-1,4	2,6	-3,4	-12,0	-20,8
	10,9	11,6	13,3	16,1	4,1	3,3	18,3	23,3	13,1	-0,6	26,9	17,7	88,2
	Avril	.	.	.	.	.	.	69,2	23,9	3,3	42,6	65,5	262,5
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2020 Novembre	2,2	2,8	1,8	7,5	-1,2	-3,3	2,5	0,8	-5,2	-2,0	-6,9	-11,2	-7,2
	-0,1	-0,2	1,4	-1,2	-0,6	1,7	-1,1	0,2	1,9	2,0	1,4	4,4	10,4
2021 Janvier	0,9	0,8	0,2	1,1	0,2	0,5	0,7	2,0	-5,1	1,0	-9,7	-0,8	-22,5
	-1,2	-1,2	-0,9	-2,5	0,1	-1,6	-2,0	1,3	4,2	-0,4	8,6	4,6	-1,1
	0,1	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	2,7	3,6	3,3	1,4	5,5	-1,9	0,2
	Avril	.	.	.	.	.	.	3,2	-3,1	-2,0	-5,1	0,4	-0,4

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	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	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 T1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 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	85,2	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	2,1	—	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	—	62,5	63,3	49,6	53,2
Avril	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,4	62,9	63,2	50,5	53,8
Mai	114,5	11,5	—	-5,1	4,9	0,4	11,3	—	63,1	62,2	55,2	57,1

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,0	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,7	4,7	35,4	5,8	77,0	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	6,1	3,8	34,5	5,7	76,8	2,3	3,3	1,9
2020 T1	13,9	93,6	0,6	2,5	-1,5	3,1	4,5	33,6	4,7	77,8	2,3	0,1	2,1
T2	16,7	94,9	-3,3	3,2	-15,2	4,2	4,5	31,2	4,2	82,5	2,5	-27,5	1,8
T3	17,9	95,6	1,2	3,6	-3,4	3,9	4,6	30,8	3,7	83,4	2,9	-13,9	1,9
T4	19,7	96,3	0,6	4,1	0,2	5,3	5,1	30,4	3,4	84,0	3,1	-13,0	1,9

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital 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	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	1 013,7	922,8	90,9	581,8	478,7	220,1	194,6	182,8	171,8	29,1	77,6	23,5	24,4
2021	T1	1 035,3	955,7	79,7	596,1	502,1	235,0	201,5	173,3	178,6	30,8	73,5	14,4	11,0
2020	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	346,4	310,4	36,0	196,7	158,9	79,3	65,6	60,6	61,4	9,8	24,5	3,4	3,4
	Février	343,9	318,1	25,9	197,9	165,4	78,4	66,9	57,5	59,8	10,1	26,0	3,8	3,5
	Mars	345,0	327,2	17,8	201,5	177,7	77,3	69,0	55,3	57,4	10,9	23,1	7,2	4,1
flux cumulés sur 12 mois														
2021	Mars	3 871,5	3 604,2	267,3	2 192,1	1 848,6	840,1	765,1	724,2	706,7	115,1	283,8	60,5	61,7
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2021	Mars	34,2	31,8	2,4	19,4	16,3	7,4	6,8	6,4	6,2	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 :		
					Biens intermédiaires	Biens d'équipement		Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2020	T2	-23,6	-21,6	446,7	217,7	87,6	132,9	370,2	421,2	219,0	77,3	119,0	319,9	26,1
	T3	-8,8	-11,5	531,3	248,4	108,3	164,7	447,9	469,2	242,9	84,6	133,7	359,3	34,1
	T4	-2,8	-6,0	567,7	264,9	113,9	177,9	477,5	491,5	261,1	86,5	134,9	377,7	35,3
2021	T1	-0,6	0,3	575,0	.	.	.	464,1	510,9	.	.	.	369,6	.
2020	Octobre	-9,0	-11,8	186,2	86,0	37,7	58,9	157,3	160,9	85,7	27,3	44,9	122,1	11,0
	Novembre	-1,1	-4,1	189,6	89,1	37,2	59,8	160,1	165,5	87,5	29,6	45,5	127,8	11,2
	Décembre	2,5	-1,2	191,9	89,8	39,0	59,2	160,2	165,1	87,8	29,6	44,5	127,9	13,0
2021	Janvier	-9,0	-14,1	191,2	92,0	37,4	57,7	155,1	163,3	89,2	29,2	41,8	118,7	13,9
	Février	-2,3	-2,5	192,2	91,8	39,1	57,5	161,8	169,1	92,8	30,6	42,8	126,1	15,7
	Mars	9,0	19,1	191,6	.	.	.	147,3	178,6	.	.	.	124,8	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2020	T2	-23,6	-16,3	81,6	86,4	76,1	78,9	79,3	91,9	89,7	94,5	97,0	91,2	81,9
	T3	-7,2	-7,0	98,4	100,1	95,4	99,3	97,8	101,8	97,1	105,8	110,3	104,1	81,0
	T4	-1,5	-1,2	104,2	105,7	99,4	106,3	103,3	105,3	102,3	107,4	110,9	108,7	84,6
2021	T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	Septembre	-1,1	-1,0	102,0	104,6	98,8	101,2	101,9	104,5	100,2	107,7	113,1	107,0	81,8
	Octobre	-7,6	-6,8	103,1	103,3	99,8	106,4	102,9	104,7	102,1	103,7	111,1	106,3	83,6
	Novembre	0,2	0,8	104,6	107,3	97,2	107,1	104,0	106,5	103,6	109,6	112,2	110,3	83,8
	Décembre	3,8	3,4	104,8	106,4	101,1	105,3	103,0	104,7	101,3	108,9	109,3	109,4	86,4
2021	Janvier	-8,0	-10,9	103,3	106,8	97,9	101,9	99,1	102,0	100,1	106,8	103,1	101,3	83,9
	Février	-2,0	-3,1	103,9	107,1	103,3	100,7	103,9	103,7	100,9	112,7	104,2	106,7	85,7

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	0,7	3,3	-0,2	-7,9	0,4	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	0,1	0,1	0,6	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 T1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,3	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4
2020 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	0,3	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	0,2	-0,5	0,9	0,0	0,8	1,5
Mars	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,5	2,6	0,1	1,3	1,4
Avril	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,1	0,1	1,2	-0,2	0,7	0,0	1,5	2,2
Mai ³⁾	107,4	2,0	0,9	.	1,1	0,2	0,2	0,0	0,3	0,7	0,1	.	.

	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 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
Avril	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4
Mai ³⁾	0,6	0,8	0,0	.	0,7	13,1	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel 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	5,3	2,5
2020 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	4,8
T3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,2	1,5
T4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,9	-0,1
2021 T1	105,8	2,1	1,3	1,4	2,6	0,9	0,0	-0,7	0,7	3,8	.	.	.
2020 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	0,2	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	—	—	—
2021 Janvier	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,1	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	—	—	—
Février	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	—	—	—
Mars	106,8	4,3	3,5	2,3	4,4	1,1	0,5	-0,1	0,9	10,3	—	—	—
Avril	107,9	7,6	5,7	3,5	6,9	1,3	1,0	0,8	1,0	20,4	—	—	—

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	2,9	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 T2	107,5	2,4	1,5	0,8	5,1	1,2	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
T3	106,3	0,8	0,6	0,0	1,6	0,6	-2,0	-2,9	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
T4	107,2	1,3	1,0	0,0	2,5	1,3	-1,3	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 T1	108,0	1,5	1,6	1,0	2,3	0,8	0,9	0,9	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
2020 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	16,7	7,8	25,5	12,7	4,0	22,9
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	54,1	35,4	17,4	54,0	33,8	19,4	51,4
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	56,0	41,2	20,8	61,9	37,2	19,3	59,5

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 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	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5
Avril	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9
Mai	29,9	17,6	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6

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 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
2021 T1	.	.	.	.	.	.	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,9	-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	2,4	1,1	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-2,3	3,5	4,1	5,9	1,4	0,4	0,5	6,4	5,8	15,6
2020 T2	113,8	8,4	-3,9	11,4	7,1	11,3	3,6	2,0	-4,5	9,4	10,4	21,4
T3	108,6	2,9	-2,0	1,4	5,5	3,8	-1,0	-0,8	2,5	6,2	2,7	12,3
T4	110,1	4,0	-1,0	-0,3	3,4	4,7	1,8	0,9	2,8	6,4	5,8	25,4
2021 T1	110,4	1,3	1,5	-3,3	4,0	1,2	-1,1	0,6	3,0	3,7	2,3	18,1
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	2,4	1,4	2,1	2,6
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,8	-4,4	0,3	0,0	-0,1	-0,6	2,6	-1,7
2020 T2	102,0	-4,7	-0,4	-7,8	-8,0	-12,2	-1,9	-0,6	-5,6	-5,6	1,7	-8,9
T3	108,6	0,7	0,9	-1,7	1,0	-1,1	0,2	-0,2	2,1	1,0	2,7	1,6
T4	109,0	1,0	0,5	-0,2	1,4	-3,6	1,3	1,0	1,0	1,2	3,7	0,2
2021 T1	109,2	1,9	1,9	2,0	3,4	-1,3	1,6	2,5	3,3	2,1	2,2	1,7
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	0,9	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2020	96,8	-5,0	2,8	-5,8	-5,6	-9,7	-1,1	-0,5	-0,6	-6,5	-3,1	-15,0
2020 T2	89,7	-12,0	3,6	-17,2	-14,1	-21,1	-5,4	-2,6	-1,1	-13,7	-7,9	-24,9
T3	100,0	-2,1	3,0	-3,0	-4,3	-4,7	1,3	0,5	-0,4	-4,9	-0,1	-9,5
T4	99,0	-3,0	1,6	0,1	-1,9	-7,9	-0,5	0,0	-1,7	-4,9	-2,0	-20,1
2021 T1	98,9	0,6	0,4	5,5	-0,5	-2,4	2,7	1,9	0,3	-1,6	-0,1	-13,9
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	2,8
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	112,9	5,3	2,6	3,0	3,8	6,1	3,0	2,1	5,1	4,6	5,0	7,4
2020 T2	117,3	9,9	4,1	6,9	8,9	12,8	4,4	4,7	6,5	7,3	7,8	13,7
T3	111,4	3,5	0,9	1,4	2,2	4,2	3,3	1,0	5,0	4,4	3,1	4,0
T4	113,5	5,2	2,2	2,9	3,5	5,6	2,6	2,2	5,2	4,2	5,2	7,7
2021 T1	114,4	3,2	0,2	1,0	-0,4	5,7	2,0	1,4	3,8	2,9	1,7	4,3
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	1,1	1,1	0,9	1,5	0,1	0,5	-0,3	0,9
2020	103,7	1,3	3,1	0,0	0,7	0,7	2,0	2,1	6,1	-1,2	-0,3	-5,2
2020 T2	105,3	2,9	6,7	-3,2	3,8	2,4	1,4	3,3	17,3	-0,6	-1,4	-1,9
T3	103,3	0,7	1,9	0,2	-2,6	0,1	4,4	2,1	3,1	-1,7	0,8	-6,8
T4	104,3	1,6	1,5	3,4	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8	-1,6	-0,4	-12,1
2021 T1	104,8	2,0	-1,4	4,7	-3,7	4,1	3,0	0,7	-1,4	-1,2	-0,5	-9,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2						M3-M2					
		M1		M2-M1									
		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	
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	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7
2020	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	1 330,6	8 617,0	9 947,6	1 076,9	2 423,3	3 500,3	13 447,9	100,3	610,3	7,1	717,7	14 165,5
	T4	1 359,2	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7
2021	T1	1 391,8	9 144,6	10 536,4	985,1	2 483,7	3 468,8	14 005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,1
2020	Novembre	1 351,2	8 781,6	10 132,7	1 029,5	2 446,3	3 475,8	13 608,5	101,2	611,9	19,7	732,8	14 341,4
	Décembre	1 359,2	8 898,3	10 257,4	1 039,9	2 447,2	3 487,2	13 744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,7
2021	Janvier	1 380,4	8 995,2	10 375,6	1 004,0	2 456,8	3 460,7	13 836,3	111,3	630,0	29,1	770,5	14 606,8
	Février	1 390,5	9 068,2	10 458,7	984,3	2 472,3	3 456,6	13 915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14 667,1
	Mars	1 391,8	9 144,6	10 536,4	985,1	2 483,7	3 468,8	14 005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,1
	Avril ^(p)	1 402,4	9 180,0	10 582,4	965,5	2 485,8	3 451,3	14 033,7	109,3	605,0	26,8	741,1	14 774,8
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	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2020		137,6	1 255,7	1 393,3	-27,2	85,7	58,5	1 451,8	19,2	124,0	13,0	156,3	1 608,1
2020	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	349,5
	T4	28,6	295,9	324,5	-34,9	24,0	-10,9	313,6	-3,5	41,3	26,7	64,6	378,2
2021	T1	32,6	233,9	266,5	-58,4	38,0	-20,4	246,1	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,3
2020	Novembre	13,0	108,1	121,1	-29,3	14,5	-14,7	106,4	0,8	0,6	1,5	2,9	109,4
	Décembre	8,0	122,4	130,4	12,1	1,0	13,1	143,5	-0,3	39,6	13,3	52,6	196,1
2021	Janvier	21,2	94,0	115,2	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	80,0
	Février	10,2	72,3	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,8
	Mars	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,2	9,5	78,5	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,6
	Avril ^(p)	10,6	44,6	55,2	-17,2	2,2	-15,0	40,2	0,3	-7,4	10,0	2,9	43,1
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	70,9	24,9	12,4
2020	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	70,9	24,9	12,4
2021	T1	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0
2020	Novembre	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,9	15,5	11,0
	Décembre	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	70,9	24,9	12,4
2021	Janvier	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,3	3,4	18,4	12,5
	Février	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	30,3	14,0	12,3
	Mars	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0
	Avril ^(p)	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,0	-6,9	10,6	9,2

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	2 334,0	1 901,2	277,3	147,9	7,6	6 645,3	4 035,6	517,8	2 090,6	1,3	996,1	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	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2020 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	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 T1	3 070,8	2 618,1	301,0	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	491,9
2020 Novembre	2 966,7	2 502,1	312,7	146,4	5,5	7 595,0	4 903,6	441,0	2 249,2	1,1	1 074,5	238,9	483,5
Décembre	2 985,2	2 528,6	310,3	143,1	3,3	7 647,6	4 954,6	437,5	2 254,7	0,8	1 106,8	237,8	508,7
2021 Janvier	3 007,8	2 557,2	301,8	142,2	6,6	7 707,2	5 009,0	431,1	2 266,2	0,8	1 114,8	229,5	508,0
Février	3 028,1	2 587,0	292,3	143,2	5,7	7 761,3	5 052,0	426,5	2 281,8	1,0	1 120,0	226,9	497,2
Mars	3 070,8	2 618,1	301,0	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	491,9
Avril ^(p)	3 050,6	2 605,3	294,9	142,9	7,4	7 843,0	5 128,8	417,6	2 295,6	0,9	1 127,2	225,1	494,7
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	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 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	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,0	39,2
2021 T1	80,7	84,8	-9,2	0,7	4,4	176,2	152,4	-16,0	39,7	0,0	10,8	-29,3	-16,7
2020 Novembre	1,1	16,3	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Décembre	21,8	28,8	-1,5	-3,3	-2,2	53,6	51,7	-3,2	5,5	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Janvier	22,0	27,3	-7,6	-1,0	3,3	60,3	53,5	-6,5	13,3	0,1	5,7	-8,6	-0,7
Février	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,5	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
Mars	38,5	27,9	8,0	0,6	2,1	62,3	56,2	-4,7	11,0	-0,2	0,3	-18,1	-5,4
Avril ^(p)	-15,7	-9,2	-5,3	-0,8	-0,3	19,3	20,5	-4,2	2,8	0,1	6,9	16,5	3,0
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 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
2021 T1	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
2020 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	24,1	18,8	-5,3	65,1	9,2	13,3	-11,3	5,3	-6,3	15,6	5,3	8,4
Février	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	4,9	4,6
Mars	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
Avril ^(p)	12,8	14,8	4,8	-2,8	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	5,5	8,7	-0,8	6,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro 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	4 404,9	5 741,9	849,8	126,4	1 519,9	773,6
2019		4 660,7	986,8	3 662,2	13 865,5	11 452,4	11 839,6	4 475,8	5 931,1	893,5	152,0	1 562,5	850,6
2020		5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2020	T2	5 279,2	1 005,9	4 261,6	14 245,0	11 781,8	12 163,6	4 718,5	5 995,4	912,6	155,2	1 646,7	816,6
	T3	5 737,2	1 003,1	4 722,3	14 200,5	11 868,4	12 226,5	4 731,8	6 066,0	912,6	157,9	1 517,9	814,2
	T4	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2021	T1	6 092,3	993,8	5 096,8	14 463,8	12 061,8	12 421,9	4 784,0	6 173,5	949,1	155,2	1 521,2	880,8
2020	Novembre	5 850,2	1 006,4	4 831,6	14 288,6	11 926,9	12 285,8	4 736,0	6 106,6	927,5	156,7	1 541,0	820,7
	Décembre	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,2
2021	Janvier	5 950,3	989,0	4 959,7	14 358,4	11 945,9	12 311,0	4 721,2	6 136,3	939,9	148,6	1 548,4	864,1
	Février	5 986,6	993,7	4 991,3	14 392,1	11 971,2	12 334,9	4 729,5	6 153,5	941,6	146,5	1 549,4	871,5
	Mars	6 092,3	993,8	5 096,8	14 463,8	12 061,8	12 421,9	4 784,0	6 173,5	949,1	155,2	1 521,2	880,8
	Avril ^(p)	6 099,8	1 002,2	5 095,4	14 418,4	12 039,6	12 395,5	4 751,8	6 191,2	942,7	153,9	1 505,0	873,8
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		1 050,4	13,3	1 037,0	735,7	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,1	28,4
2020	T2	465,6	-1,9	467,4	185,0	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
	T3	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
	T4	177,0	-1,9	178,7	157,3	84,1	120,4	3,5	60,8	10,1	9,7	29,9	43,3
2021	T1	162,2	-1,7	174,4	153,2	134,2	116,1	60,7	56,6	29,5	-12,6	10,9	8,1
2020	Novembre	42,8	2,9	39,6	47,5	34,8	40,3	2,1	15,2	19,6	-2,1	6,7	6,1
	Décembre	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,4	44,7
2021	Janvier	34,3	-7,4	52,1	17,3	19,5	11,7	-1,8	17,2	23,3	-19,2	-0,9	-1,3
	Février	60,9	5,1	55,8	33,1	27,8	27,8	9,8	18,9	1,1	-2,0	0,2	5,2
	Mars	67,1	0,6	66,5	102,7	86,9	76,6	52,6	20,6	5,2	8,6	11,6	4,2
	Avril ^(p)	26,7	8,1	17,9	-22,0	-1,5	-9,5	-23,8	27,3	-3,9	-1,2	-13,2	-7,3
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		22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020	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	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
	T4	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021	T1	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
2020	Novembre	21,3	0,4	27,1	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,1	-1,4
	Décembre	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021	Janvier	23,0	0,0	29,5	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,7	3,1
	Février	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,3	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
	Mars	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
	Avril ^(p)	18,0	-0,6	23,0	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,6	-1,2	6,9	9,0

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	4 404,9	4 489,0	991,4	844,2	2 569,4	5 741,9	6 024,9	682,6	4 356,4	702,9
2019	4 475,8	4 577,9	967,4	878,0	2 630,4	5 931,1	6 224,0	720,1	4 524,6	686,4
2020	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2020 T2	4 718,5	4 829,9	957,8	993,4	2 767,3	5 995,4	6 276,5	701,0	4 603,9	690,6
T3	4 731,8	4 845,5	930,0	1 014,7	2 787,2	6 066,0	6 334,0	702,4	4 667,6	696,0
T4	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021 T1	4 784,0	4 902,0	895,8	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
2020 Novembre	4 736,0	4 842,4	911,8	1 004,9	2 819,4	6 106,6	6 376,2	701,7	4 708,6	696,3
Décembre	4 723,6	4 841,3	898,9	1 012,0	2 812,7	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021 Janvier	4 721,2	4 837,0	888,9	1 006,0	2 826,3	6 136,3	6 403,5	697,2	4 745,6	693,6
Février	4 729,5	4 846,3	890,4	1 005,0	2 834,1	6 153,5	6 421,5	698,2	4 761,7	693,7
Mars	4 784,0	4 902,0	895,8	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
Avril ^(p)	4 751,8	4 870,8	869,1	996,4	2 886,3	6 191,2	6 451,4	689,9	4 808,6	692,7
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	41,0	168,6	-9,2
2020	288,9	325,3	-53,9	138,9	203,9	209,2	195,0	-11,8	210,9	10,2
2020 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	65,0	1,3
T4	3,5	22,5	-25,4	-1,4	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	0,9
2021 T1	60,7	60,1	-3,3	6,0	58,0	56,6	51,0	-3,7	60,5	-0,1
2020 Novembre	2,1	7,4	-2,7	-5,2	10,0	15,2	17,8	-3,6	19,3	-0,5
Décembre	-6,2	12,9	-9,5	6,7	-3,4	19,0	23,9	-0,4	19,6	-0,2
2021 Janvier	-1,8	-3,0	-10,1	-5,8	14,1	17,2	14,4	-2,3	20,5	-1,0
Février	9,8	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,6	16,7	0,6
Mars	52,6	51,1	4,7	12,4	35,5	20,6	16,7	-2,9	23,2	0,3
Avril ^(p)	-23,8	-26,8	-23,2	-19,3	18,8	27,3	25,4	-0,8	27,8	0,3
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	-1,6	4,7	1,5
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 T1	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 Janvier	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3
Février	6,3	7,0	-5,0	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,3
Mars	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
Avril ^(p)	2,6	3,2	-10,0	3,6	6,9	4,3	3,8	0,3	5,4	1,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Passif des IFM					Actif des IFM				
		Dépôts de l'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	2 906,1	1 455,5	452,3	178,9	187,2
2020		749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2020	T2	673,3	7 042,9	1 934,5	44,1	2 080,4	2 983,8	1 562,4	528,7	159,2	174,3
	T3	806,2	7 039,6	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,6	1 574,1	499,6	139,9	147,3
	T4	749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2021 T1		699,6	6 894,3	1 898,3	41,2	1 984,7	2 970,1	1 398,2	383,7	127,3	130,3
2020	Novembre	753,6	6 973,2	1 938,1	42,4	2 012,4	2 980,2	1 469,3	460,2	148,2	147,1
	Décembre	749,0	6 967,4	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,6	130,1	139,2
2021	Janvier	678,9	6 925,5	1 912,4	42,0	1 970,4	3 000,8	1 472,5	430,0	147,4	146,7
	Février	684,8	6 880,4	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,9	1 433,5	420,1	145,4	145,7
	Mars	699,6	6 894,3	1 898,3	41,2	1 984,7	2 970,1	1 398,2	383,7	127,3	130,3
	Avril ^(p)	727,1	6 840,4	1 869,2	41,2	1 968,7	2 961,4	1 445,8	378,2	134,2	131,3
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	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020		321,6	-32,7	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,9	-48,8	-48,0
2020	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	6,0	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
	T4	-57,1	2,2	-4,0	-0,9	-43,9	51,0	-111,1	100,1	-9,8	-8,1
2021 T1		-49,6	-30,4	-21,9	-0,9	-33,5	25,9	4,3	-194,3	-2,8	-8,8
2020	Novembre	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-54,9	-37,5	-0,5	-7,3
	Décembre	-4,7	14,7	-17,4	-0,4	-5,8	38,4	-57,7	111,5	-18,1	-7,9
2021	Janvier	-70,2	-38,4	-5,8	-0,1	-30,6	-1,8	37,5	-117,6	17,3	7,5
	Février	5,9	4,4	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
	Mars	14,7	3,6	-8,8	-0,3	-1,1	13,8	-30,0	-55,8	-18,1	-15,4
	Avril ^(p)	27,4	-18,3	-21,4	0,0	-2,5	5,6	47,0	0,6	6,9	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	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
2021 T1		56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	—	—	-30,7	-33,7
2020	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	65,1	-0,9	-0,9	-14,0	-6,1	3,0	—	—	-13,9	-19,5
	Février	52,7	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	—	—	-18,3	-23,8
	Mars	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	—	—	-30,7	-33,7
	Avril ^(p)	27,8	-0,3	-2,4	-10,9	-4,2	4,0	—	—	-28,5	-35,4

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
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
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 T1	-1,2	.	.	.	.	0,4
T2	-3,9	.	.	.	.	-2,3
T3	-5,3	.	.	.	.	-3,7
T4	-7,2	.	.	.	.	-5,7

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
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	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 T1	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,7	44,0	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8
T2	46,8	46,4	13,1	13,0	15,4	0,4	50,7	46,8	10,4	5,7	1,6	24,3	3,9
T3	46,8	46,4	13,1	12,9	15,6	0,4	52,1	48,0	10,6	5,8	1,6	25,0	4,2
T4	46,9	46,4	13,0	12,9	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciare et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents		Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
					IFM									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	98,1	3,2	14,3	80,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 parts de fonds d'investis- sement de volume	Autres			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance					Actions et parts de fonds d'investis- sement
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5
2020 T1	-0,1	-0,4	0,4	0,6	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,0	1,7
T2	8,9	2,3	3,2	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,3	7,3
T3	11,5	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,1	4,8	8,5
T4	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,6

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
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
T4	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
2020 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	15,8	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
Avril	15,8	14,3	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,1	2,1	0,0	0,6

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									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2020 T1	-2,9	1,1	-0,9	0,0	0,6	-3,4	-3,8	-2,4	2,1
T2	-6,1	-1,4	-3,1	-1,9	-2,7	-6,9	-6,3	-5,4	-2,4
T3	-7,3	-3,0	-3,6	-3,5	-5,7	-8,2	-7,1	-7,4	-4,3
T4	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,3	-9,5	-5,7
Dette des administrations publiques									
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	98,0	134,4	99,2
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2
2020 T1	103,4	60,9	8,9	59,0	180,7	99,1	101,3	137,8	96,2
T2	114,0	67,3	18,5	62,8	191,3	110,2	113,9	149,5	113,0
T3	113,1	70,0	18,5	62,3	199,8	114,0	116,4	154,5	119,2
T4	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	116,3	155,8	118,2

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 T1	-0,7	-0,4	1,1	-2,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0	-1,9	-1,1
T2	-1,6	-2,4	-2,1	-5,1	-1,2	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,2
T3	-3,4	-4,1	-2,7	-7,0	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,2
T4	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
Dette des administrations publiques										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 T1	37,1	33,0	22,2	43,3	49,5	73,2	119,2	68,9	49,5	64,4
T2	43,0	41,4	23,9	50,1	55,2	82,4	125,7	78,2	60,1	68,7
T3	44,7	45,9	26,0	52,6	55,2	78,9	130,5	78,4	60,5	67,0
T4	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2

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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 9 juin 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-21-004-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général