BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2021

Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes **2**

Synthèse 2

1 Environnement extérieur 6

2 Évolutions financières 11

3 Activité économique 15

4 Prix et coûts 21

5 Monnaie et crédit 28

Encadrés **33**

1 Implications de l'épargne accumulée durant la pandémie pour les perspectives économiques mondiales 33

2 Dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices des entreprises pendant la crise de la COVID-19 42

3 L'impact économique hétérogène de la pandémie sur les pays de la zone euro 47

4 COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation 55

5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières 62

6 Le rôle des évolutions sectorielles dans la croissance des salaires en zone euro depuis le début de la pandémie 65

7 Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro 71

8 L'impact structurel du passage d'un régime à prestations définies à un régime à cotisations définies 77

Articles **87**

1 Vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire de la BCE 87

2 Utilisation de l'apprentissage automatique et du *big data* pour l'analyse du cycle conjoncturel 105

3 Le rôle des pouvoirs publics à l'égard du secteur des sociétés non financières pendant la crise de la COVID-19 128

Statistiques **S1**

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

Activité économique

Au niveau mondial, la dynamique de la reprise reste robuste dans un contexte de contraintes d'offre persistantes. Les données relatives à l'indice des directeurs d'achat pour juin font apparaître des niveaux historiquement élevés pour le deuxième trimestre 2021 dans son ensemble. Dans le même temps, la dynamique de la croissance s'est légèrement ralentie en juin, l'activité s'étant normalisée dans une certaine mesure dans plusieurs grandes économies. Les échanges de biens sont demeurés robustes en dépit d'une intensification des facteurs défavorables liés à des goulets d'étranglement du côté de l'offre. S'agissant des évolutions de l'inflation au niveau mondial, les tensions sur les prix se sont encore accentuées, en grande partie en raison de facteurs transitoires tels que des effets de base et des contraintes d'offre liées à la pandémie. À plus long terme, les évolutions de la pandémie restent une source d'incertitude pour la reprise économique mondiale et peuvent conduire à une trajectoire de croissance de plus en plus inégale entre les pays.

L'activité économique de la zone euro s'est redressée au deuxième trimestre de cette année et avec l'assouplissement des restrictions, elle devrait s'accélérer fortement au troisième trimestre. De plus en plus de personnes sont vaccinées et les restrictions liées aux confinements ont été allégées dans la plupart des pays de la zone euro. Le secteur manufacturier devrait être dynamique, même si des goulets d'étranglement du côté de l'offre freinent la production à court terme. La réouverture de larges pans de l'économie contribue à un vigoureux rebond de l'activité dans le secteur des services. Toutefois, le variant delta du coronavirus (COVID-19) pourrait freiner la reprise dans le secteur des services, particulièrement dans le tourisme et l'hôtellerie.

Avec le retour de la clientèle dans les magasins et les restaurants ainsi que la reprise des voyages, les dépenses de consommation augmentent. Elles sont aussi stimulées par l'amélioration des perspectives d'emploi, le retour de la confiance et la poursuite des mesures de soutien des pouvoirs publics. Le redressement en cours de la demande intérieure et de la demande mondiale renforce l'optimisme des entreprises, ce qui soutient l'investissement. Pour la première fois depuis le début de la pandémie, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro signale que les financements au titre des investissements fixes constituent un important facteur de la demande de prêts émanant des entreprises.

L'activité économique devrait renouer avec son niveau d'avant la crise au premier trimestre de l'année prochaine, mais il faudra encore du temps avant que les dommages économiques causés par la pandémie soient effacés. Le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi est en baisse, même s'il demeure élevé. Globalement, il y a toujours 3,3 millions de personnes sans emploi de plus qu'avant la pandémie, surtout parmi les plus jeunes et les moins qualifiés. Un soutien important des pouvoirs publics demeure essentiel. Une politique budgétaire ambitieuse et coordonnée doit continuer de compléter la politique monétaire pour soutenir la confiance et les dépenses. Le programme *Next Generation EU* joue également un rôle essentiel, dans la mesure où il devrait contribuer à une reprise plus forte et plus uniforme dans la zone euro.

Inflation

L'inflation dans la zone euro s'est établie à 1,9 % en juin. L'inflation devrait continuer d'augmenter au cours des prochains mois, avant de baisser de nouveau l'année prochaine. L'accélération observée actuellement est largement imputable à la hausse des prix de l'énergie et à des effets de base résultant de la forte baisse des cours du pétrole au début de la pandémie et de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne en 2020. Le poids de ces facteurs devrait s'estomper d'ici début 2022, lorsqu'ils ne seront plus pris en compte dans le calcul de l'inflation en rythme annuel. À court terme, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont contenues par l'importante sous-utilisation des capacités productives. Une augmentation de la demande et des tensions temporaires sur les coûts dans les chaînes d'approvisionnement exerceront des effets haussiers sur les prix, mais les tensions sur les prix devraient toutefois rester modérées pendant un certain temps en raison de la faible croissance des salaires et de l'appréciation passée de l'euro.

Il faudra encore du temps avant que les retombées de la pandémie sur l'inflation soient complètement effacées. Avec la reprise économique, soutenue par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, l'inflation devrait s'accélérer à moyen terme, mais en restant au-dessous de l'objectif de la BCE. Si les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont augmenté, elles demeurent assez éloignées de la cible de 2 % de la BCE.

Évaluation des risques

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés. L'activité économique pourrait dépasser les anticipations de la BCE si les consommateurs dépensent davantage qu'attendu actuellement et puisent plus rapidement dans l'épargne qu'ils ont constituée pendant la pandémie. Une amélioration plus rapide de la situation pandémique serait aussi de nature à entraîner une expansion plus marquée qu'envisagé actuellement. Toutefois, la croissance pourrait être inférieure aux attentes si la pandémie s'intensifie ou si les pénuries d'offre se font plus persistantes et freinent la production.

Conditions financières et monétaires

La reprise de la croissance et de l'inflation reste tributaire de conditions de financement favorables. Les taux d'intérêt de marché ont diminué depuis la dernière réunion de politique monétaire en juin. Les conditions de financement demeurent favorables pour la plupart des entreprises et des ménages.

La création monétaire dans la zone euro a continué de se normaliser en mai 2021, avec une croissance de 8,4 % en rythme annuel, reflétant un ralentissement des flux monétaires et de crédit dans un contexte d'amélioration de la situation concernant la pandémie de coronavirus. Tandis que le rythme de l'accumulation de dépôts par les ménages et les entreprises s'est normalisé, les achats d'actifs de l'Eurosystème sont restés la principale source de création monétaire. La croissance des prêts au secteur privé a retrouvé les niveaux d'avant la pandémie, ressortant à 2,7 % en rythme annuel, sous l'effet du ralentissement des prêts aux entreprises. De plus, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages sont restés globalement inchangés au deuxième trimestre 2021, tandis que la demande pour ces prêts a augmenté.

Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages restent à des niveaux extrêmement bas. En mai 2021, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux sociétés non financières a diminué, ressortant à 1,46 %, tandis qu'il est resté globalement inchangé pour les prêts aux ménages, à 1,32 %. Les entreprises continuent d'être bien financées grâce aux emprunts contractés pendant la première vague de la pandémie, ce qui explique en partie le ralentissement des prêts aux entreprises. Les prêts aux ménages, quant à eux, se maintiennent. La toute dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire montre une stabilisation des conditions de crédit tant pour les entreprises que pour les ménages. La liquidité reste abondante.

Dans le même temps, le coût des émissions d'actions est encore élevé pour les entreprises. Beaucoup d'entreprises et de ménages se sont endettés davantage pour faire face à la pandémie. Toute dégradation de la situation économique pourrait dès lors constituer une menace pour leur santé financière et, potentiellement, avoir des répercussions sur la qualité des bilans des banques. Il demeure essentiel d'éviter que les tensions sur les bilans et le durcissement des conditions de financement ne se renforcent mutuellement.

Déclaration de politique monétaire

Dans ce contexte, lors de sa réunion de politique monétaire de juillet, le Conseil des gouverneurs s'est concentré sur deux thèmes principaux : premièrement, les implications de son évaluation de la stratégie pour ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*) ; et deuxièmement, son évaluation de la situation économique et des mesures prises face à la pandémie.

Dans le cadre de la récente évaluation de la stratégie de la BCE, le Conseil des gouverneurs s'est accordé sur une cible d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont proches de leur niveau plancher depuis quelque temps, et les perspectives d'inflation à moyen terme restent nettement inférieures à la cible de la BCE. Dans ces conditions, le Conseil des gouverneurs a revu sa *forward guidance*, afin de souligner son engagement à maintenir une orientation durablement accommodante de la politique monétaire en vue d'atteindre sa cible d'inflation.

À l'appui de sa cible d'inflation symétrique de 2 % et conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection, et qu'il juge les progrès effectifs de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Cela peut également donner lieu à une période transitoire pendant laquelle l'inflation sera légèrement supérieure à la cible.

Le Conseil des gouverneurs a considéré que la reprise de l'économie de la zone euro est en bonne voie mais la pandémie continue d'assombrir les perspectives, en raison, notamment, de l'incertitude croissante suscitée par le variant delta. L'inflation s'est accélérée, même si cette hausse devrait être essentiellement temporaire. Les perspectives d'inflation à moyen terme demeurent modérées.

Il est nécessaire de préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie pendant la pandémie. Cela est essentiel pour transformer le rebond actuel en expansion durable et pour compenser les effets négatifs de la pandémie sur l'inflation. Par conséquent, alors qu'il a confirmé l'évaluation réalisée en juin par l'Eurosystème des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les achats au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se poursuivront à un rythme nettement plus élevé pendant le trimestre en cours que lors des premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures en faveur du mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, les achats de l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ses politiques de réinvestissement et ses opérations de refinancement à plus long terme.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de 2 % à moyen terme de la BCE.

1 Environnement extérieur

Au niveau mondial, la dynamique de la reprise reste robuste dans un contexte de contraintes d'offre. Les données de l'indice des directeurs d'achat pour juin affichent des niveaux historiquement élevés pour le deuxième trimestre 2021 dans son ensemble. Dans le même temps, la dynamique de la croissance s'est légèrement ralentie en juin, l'activité s'étant normalisée dans plusieurs grandes économies. Les échanges de biens sont demeurés robustes en dépit d'une intensification des facteurs défavorables liés à des goulets d'étranglement du côté de l'offre. S'agissant des évolutions de l'inflation, les tensions sur les prix se sont encore accentuées, en partie en raison d'effets de base et de contraintes d'offre, qui sont jugés comme étant transitoires. À plus long terme, les évolutions de la pandémie de coronavirus (COVID-19) restent une source d'incertitude pour la reprise économique mondiale et peuvent conduire à une trajectoire de croissance de plus en plus inégale entre les pays.

La dynamique de la reprise économique mondiale reste robuste dans un contexte d'évolutions divergentes de la pandémie. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a atteint 0,9 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2021. La dynamique de la croissance devrait rester robuste au deuxième trimestre, les économies avancées et les économies de marché émergentes poursuivant la réouverture de leurs économies dans un contexte d'évolutions divergentes de la pandémie. Le nouveau variant delta du coronavirus entraîne une augmentation du nombre de cas dans plusieurs pays. Toutefois, dans les pays où les taux de vaccination sont relativement élevés, les tensions sur les systèmes de santé sont restées limitées malgré l'augmentation des cas de COVID-19. Globalement, les évolutions de la pandémie demeurent un facteur parmi d'autres influant sur les perspectives de croissance divergentes entre les différents pays.

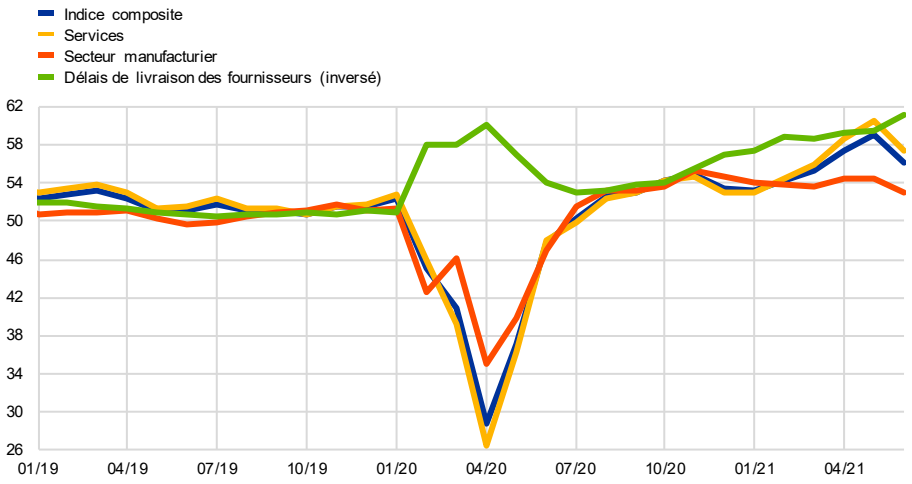
La reprise mondiale se reflète également dans la robustesse des données d'enquêtes. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production (hors zone euro) a atteint son plus haut niveau depuis quinze ans au deuxième trimestre 2021. L'activité économique demeure robuste dans le secteur manufacturier et se renforce dans le secteur des services. Les données d'enquêtes ont légèrement fléchi vers la fin du deuxième trimestre, les valeurs élevées de l'indice des directeurs d'achat s'étant normalisées dans une certaine mesure dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis et en Chine.

Dans le même temps, les contraintes d'offre freinent l'activité économique et les échanges commerciaux au niveau mondial. Les délais de livraison des fournisseurs – hors zone euro – se sont allongés en juin au-delà du pic observé durant la fermeture mondiale en avril de l'année dernière (graphique 1).
Les contraintes pesant sur l'offre entraînent des perturbations des chaînes de valeur mondiales, en particulier des pénuries de puces électroniques, qui retardent la production et la livraison des automobiles et d'un éventail de produits électriques.

Graphique 1

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

(indices de diffusion)



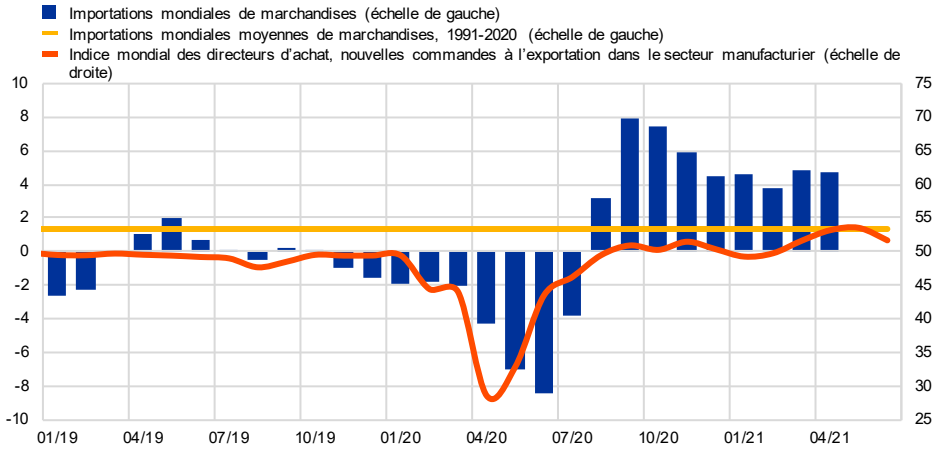
Sources : Markit et calculs de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent à juin 2021. Une augmentation des « délais de livraison des fournisseurs (inversé) » signifie des délais de livraison plus longs pour les produits manufacturés.

Malgré les frictions sur les chaînes de production, le commerce mondial est resté robuste au premier semestre 2021. Les importations mondiales de marchandises (hors zone euro) ont été stables en avril, en glissement trimestriel. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (hors zone euro) s'est établi à son niveau le plus élevé depuis onze ans au deuxième trimestre 2021, en dépit d'un léger fléchissement en juin (graphique 2). Les échanges de services restent toutefois moroses, principalement en raison de la faiblesse persistante des flux liés au tourisme.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2021 pour les importations mondiales de marchandises et à juin 2021 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a de nouveau augmenté en mai, en grande partie en raison de facteurs transitoires. Dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 3,8 % en mai contre 3,3 % en avril. La hausse des prix des matières premières, encore accentuée par des effets de base annuels, a apporté une contribution significative à cette évolution, tandis que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les mesures de relance budgétaire ont également favorisé les tensions sur les prix. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a atteint 2,9 % en mai, après 2,4 % le mois précédent. Toutefois, les taux actuels de l'inflation sous-jacente médiane dans les économies avancées et les économies de marché émergentes demeurent proches des niveaux moyens observés depuis 2000. Une partie de la hausse de l'inflation mondiale est liée à des facteurs temporaires. L'impact significatif de la composante énergie devrait diminuer dans les prochains mois, avec la disparition de la comparaison annuelle de l'effet de base résultant de la chute des prix du pétrole l'année dernière. Avec la diminution des frictions sur les chaînes d'approvisionnement, les tensions sur les prix pour les produits associés (et leurs substituts) devraient également se dissiper.

Les prix du pétrole ont continué d'augmenter sous l'effet de facteurs d'offre et de demande. Soutenus par la reprise économique rapide à l'échelle mondiale, les prix du pétrole ont de nouveau augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et fluctuent à présent autour de leur niveau le plus haut depuis octobre 2018. La demande de pétrole a fortement augmenté à la suite d'une reprise des déplacements ces dernières semaines, en particulier s'agissant du transport aérien, dans un contexte de réouverture rapide de certaines économies. Même si l'OPEP+ est récemment parvenue à un accord pour accroître sa production, l'offre accuse un retard. Cela a eu pour conséquence un durcissement des conditions sur les marchés du pétrole, entraînant une hausse des prix dans le sillage de la reprise

de la consommation. En revanche, les prix des métaux de base ont stagné depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les prix des produits alimentaires ont baissé à l'échelle mondiale.

L'économie des États-Unis continue de se redresser fortement. Les données d'enquêtes ont montré que l'activité dans le secteur manufacturier et les services est restée à des niveaux très élevés en juin. Dans le même temps, les contraintes d'offre créent des obstacles à la reprise, avec des arriérés de travail croissants et un allongement des délais de livraison des fournisseurs. Même si la situation sur le marché du travail continue de s'améliorer, l'inadéquation des qualifications dans certains secteurs entraîne des tensions à court terme sur ce marché. Toutefois, globalement, la reprise du marché du travail demeure incomplète, avec une diminution de 7 millions du nombre de personnes ayant un emploi par rapport à la situation avant la crise de la COVID-19. La hausse des prix à la consommation s'est fortement accélérée en juin, à 5,4 % en rythme annuel, reflétant une demande robuste et des contraintes d'offre. Toutefois, cette accélération de l'inflation devrait être largement transitoire, dans la mesure où elle reflète en partie l'impact des effets de base. Des facteurs idiosyncratiques liés à la réouverture de l'économie et aux frictions dans les chaînes d'approvisionnement ont également joué un rôle important, comme reflété dans les hausses de prix significatives des tarifs aériens, de l'hébergement en hôtel et des voitures d'occasion.

Au Royaume-Uni, l'économie enregistre un rebond même si l'augmentation des cas de COVID-19 fait peser de plus en plus de risques à la baisse. La croissance mensuelle du PIB en mai continue d'indiquer une reprise soutenue au deuxième trimestre. De même, les enquêtes auprès des entreprises, la confiance des consommateurs et les indicateurs de suivi de la mobilité font état d'une forte augmentation de l'activité, en particulier dans le secteur des services. Dans le même temps, les pénuries de puces électroniques ont perturbé la production automobile, freinant la production manufacturière. Le nouveau variant delta du coronavirus a provoqué une forte hausse du nombre de nouveaux cas quotidiens, mais l'impact sur le système de santé est limité grâce aux progrès importants de la vaccination. En conséquence, l'impact sur la croissance du PIB devrait également rester limité. Dans le même temps, la hausse des prix à la consommation s'est fortement accélérée en mai, ressortant à 2,1 %. Tandis que les déterminants de l'inflation sont principalement liés à des facteurs transitoires affectant les prix de l'énergie et des transports, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent également une hausse plus généralisée des coûts de production, notamment les salaires, et une répercussion sur les prix facturés.

Au Japon, le rythme de l'activité économique s'est ralenti au deuxième trimestre, en partie en raison des contraintes d'offre et des évolutions de la pandémie. La croissance du PIB en volume devrait rester atone au deuxième trimestre, une nouvelle augmentation des cas de COVID-19 ayant entraîné un durcissement des mesures d'endiguement. En conséquence, l'activité dans le secteur des services est restée atone. Dans le même temps, la production industrielle a diminué en mai, affectée en partie par les pénuries de semi-conducteurs, qui ont également été signalées dans les données d'enquêtes

relatives à l'indice des directeurs d'achat de juin pour le secteur manufacturier. Une reprise plus ferme est attendue au second semestre de l'année, où une accélération importante du rythme des vaccinations et un environnement extérieur plus favorable devraient soutenir la croissance. L'inflation totale s'est légèrement accentuée en mai, s'établissant à – 0,1 %, soutenue par la hausse des prix de l'énergie, mais elle continue d'être freinée par des facteurs idiosyncratiques, notamment des réductions marquées des frais de téléphonie mobile.

La reprise se poursuit en Chine, tandis que les tensions sur les prix à la production demeurent élevées. Les données mensuelles font état d'une poursuite de la croissance robuste au deuxième trimestre 2021, en dépit d'un ralentissement en juin. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production s'est stabilisée à 8,8 % en juin, un niveau qui reste proche de 9,0 %, son point haut sur douze ans enregistré en mai. Avec la dissipation des effets de base et de l'impact des prix des matières premières, les prix à la production devraient se normaliser. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement ralentie en juin, revenant à 1,1 %, largement en raison de la normalisation en cours de la hausse des prix des produits alimentaires, qui a contrebalancé le renchérissement des carburants. Globalement, une diminution des tensions sur les prix en rythme mensuel indique que l'inflation annuelle a peut-être culminé en Chine. En juillet, la Banque populaire de Chine a réduit de 50 points de base le ratio des réserves obligatoires, mais elle a déclaré que l'orientation de sa politique monétaire restait inchangée. Plusieurs taux directeurs pour les prêts sont restés inchangés en juillet.

2 Évolutions financières

La partie longue de la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et les rendements des obligations souveraines à long terme ont diminué au cours de la période sous revue dans un contexte marqué par la propagation du variant delta du coronavirus (COVID-19) et par les publications de données macroéconomiques mondiales inférieures aux attentes. Cependant, les écarts de rendement souverains sont restés globalement stables, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont continué de se resserrer légèrement. Les cours des actions ont affiché une baisse modérée pour les sociétés non financières et plus significative pour le secteur bancaire. Enfin, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

L'Eonia et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 48 et – 57 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue (du 10 juin au 21 juillet 2021). L'excédent de liquidité a augmenté de 18 milliards d'euros environ, pour s'établir autour de 4 224 milliards, sous l'effet des achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que du tirage de 109,83 milliards d'euros observé lors de l'opération TLTRO III.8. Cette croissance de l'excédent de liquidité a considérablement été limitée par une diminution des autres actifs nets d'environ 234 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Au cours de la période sous revue, la partie courte de la courbe à terme de l'Eonia est restée globalement inchangée, tandis que la courbe s'est déplacée vers le bas pour les échéances plus longues. La partie courte de la courbe demeure globalement stable au niveau actuel de l'Eonia. Par conséquent, la courbe à terme n'indique actuellement pas d'anticipations d'une modification imminente des taux directeurs à la hausse ou à la baisse, la date de relèvement implicite (Eonia + 10 points de base) actuellement intégrée par les marchés étant le troisième trimestre 2024. Les taux à terme de l'Eonia demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2027, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs [1].

Les rendements des obligations souveraines à long terme dans la zone euro ont diminué, inversant partiellement la tendance à la hausse observée au cours des derniers mois (graphique 3). Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et le rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans ont diminué de 15 points de base environ pour s'établir respectivement à – 0,01 % et – 0,40 %. Malgré la poursuite des progrès en matière de déploiement des vaccins contre la COVID-19 et la publication d'indicateurs tirés d'enquêtes globalement positifs qui étayent les anticipations d'une reprise économique, les taux à long terme ont fléchi dans un contexte marqué par

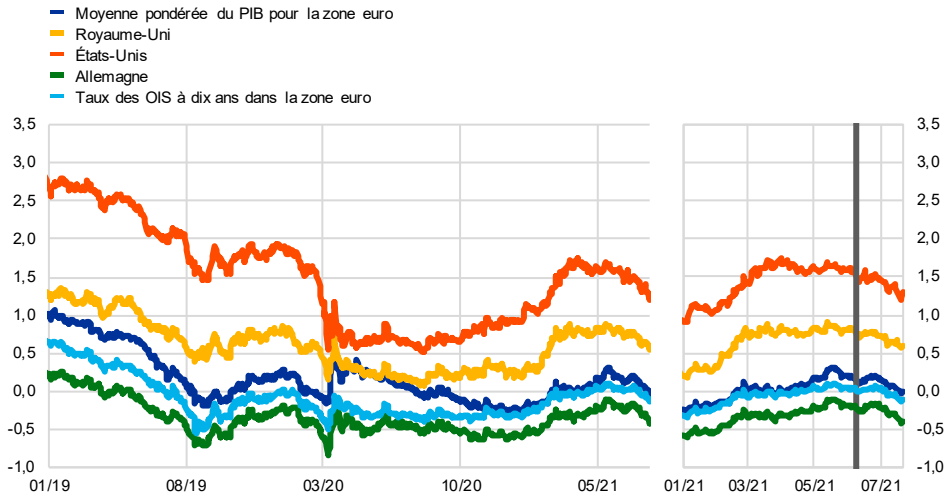
[1] Cette évaluation reflète des informations issues des derniers résultats d'enquêtes et des estimations empiriques des anticipations de taux à proprement parler, c'est-à-dire les taux à terme nets des primes de terme.

des nouvelles préoccupantes concernant la propagation du variant delta du coronavirus sur fond de ralentissement récent du déploiement des vaccins aux États-Unis et de publications de données macroéconomiques mondiales inférieures aux anticipations actuelles du marché. Il est possible que cette situation ait incité les investisseurs à réévaluer les perspectives de risques concernant la reprise économique mondiale. À la suite de cette réévaluation et compte tenu du fait qu'un début imminent de retrait progressif du programme d'achats d'actifs (*tapering*) de la Réserve fédérale est exclu, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a reculé de 15 points de base au cours de la période sous revue, ressortant à 1,29 %. Un recul similaire s'est produit au Royaume-Uni, où le rendement des obligations souveraines à dix ans s'est établi à 0,61 %. Les rendements souverains dans la zone euro n'ont pas réagi de façon notable à l'annonce des résultats de l'évaluation stratégique de la BCE et de la reformulation des indications sur la trajectoire future de ses taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), ni aux récentes émissions dans le cadre du plan *Next Generation EU*, qui ont été absorbées sans difficultés par les marchés des obligations souveraines.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.
Notes : Le graphique se fonde sur des données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 juin 2021). La fenêtre de zoom montre l'évolution des rendements souverains depuis le 1er janvier 2021. La dernière observation se rapporte au 21 juillet 2021.

Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro par rapport aux taux sans risque n'ont pas affiché de variation significative. Plus précisément, l'écart de rendement espagnol à dix ans a augmenté de 7 points de base pour s'établir à 46 points de base, tandis que l'écart de rendement italien est demeuré inchangé à 80 points de base. En revanche, les écarts de rendement allemand et français se sont resserrés de 3 et 7 points de base, ressortant à, respectivement, – 28 et 6 points de base. En conséquence, l'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a diminué de 3 points de base pour ressortir à 10 points de base, ce qui est inférieur à son niveau de février 2020, avant la pandémie.

Les cours des actions des sociétés non financières ont légèrement diminué, tandis que les cours des actions bancaires ont vu leurs gains précédents s'annuler. Les valeurs non financières de la zone euro ont baissé d'environ un demi-point de pourcentage et se maintiennent dans l'ensemble au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie. Aux États-Unis, où les cours boursiers ont atteint des niveaux record à plusieurs reprises depuis mi-2020, les indices boursiers non financiers ont augmenté de 3,3 %. En revanche, après une hausse au début de la période sous revue, les cours des actions bancaires dans la zone euro et aux États-Unis ont diminué de 7,1 % et 5,1 %, respectivement, sur fond d'aplatissement de la courbe des rendements. Les baisses des cours plus importantes sur ce compartiment du marché action pourraient refléter l'exposition relativement plus grande de ces valeurs aux changements dans la perception des risques, la volatilité implicite des marchés boursiers s'étant légèrement accrue au cours de la période sous revue, ainsi que la sensibilité à la publication de données économiques moins favorables concernant les anticipations des marchés qui font consensus.

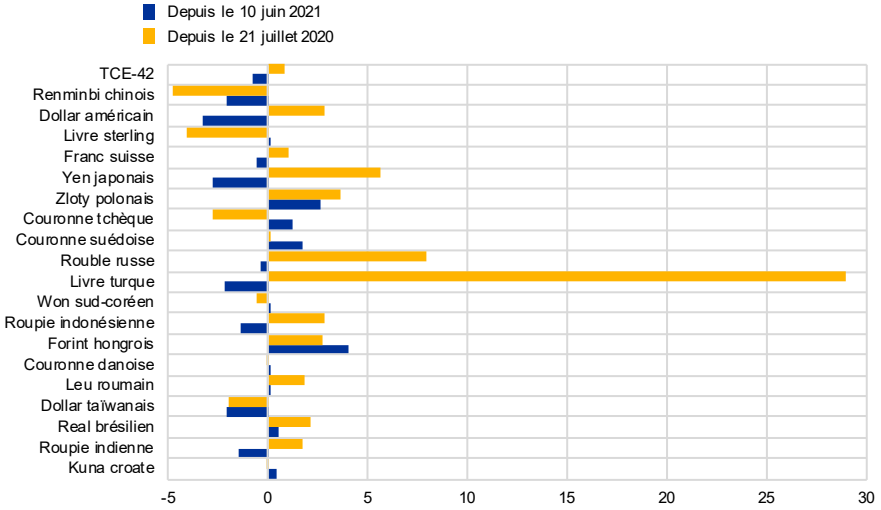
Les écarts de rendement des obligations des sociétés financières et non financières ont continué de se resserrer et se situent au-dessous des niveaux d'avant la pandémie. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les sociétés financières et non financières (par rapport au taux sans risque) ont diminué de 5 points de base environ pour s'établir à 42 et 53 points de base, respectivement.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 4). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,8 %. L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 3,3 %), reflétant principalement les anticipations de creusement des écarts de taux d'intérêt à court terme entre la zone euro et les États-Unis, en raison des changements perçus concernant le calendrier de normalisation de la politique monétaire américaine. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis d'autres grandes devises, notamment le renminbi chinois (de 2,1 %), le yen japonais (de 2,8 %) et le franc suisse (de 0,6 %) ainsi que par rapport aux devises de certaines grandes économies de marché émergentes. Au cours de la même période, l'euro a continué de s'apprécier par rapport aux devises de plusieurs États membres de l'Union européenne hors zone euro, notamment le forint hongrois (de 4,1 %), le zloty polonais (de 2,6 %) et la couronne tchèque (de 1,2 %).

Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



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

3 Activité économique

Le PIB en volume devrait avoir rebondi au deuxième trimestre 2021, après une baisse de 0,3 % au premier trimestre [2]. La baisse des taux d'infection et la réouverture progressive des secteurs nécessitant le plus de contacts ont dopé la confiance des entreprises et des ménages. Toutefois, des goulets d'étranglement du côté de l'offre limitent actuellement le rythme de l'expansion dans le secteur manufacturier. Si les perspectives s'améliorent, l'incertitude reste élevée, en particulier s'agissant de la diffusion rapide de variants du coronavirus dans certains pays de l'UE, qui pourrait entraîner un renforcement des mesures d'endiguement.

Les perspectives à moyen terme en matière d'activité économique demeurent étroitement liées à la progression régulière des campagnes de vaccination, à l'amélioration de la demande mondiale et aux politiques économiques expansionnistes menées par les gouvernements. Des conditions de financement favorables, la relance budgétaire et l'amélioration de la confiance devraient apporter un soutien supplémentaire à la reprise. Un soutien public important demeure essentiel. Une politique budgétaire ambitieuse, ciblée et coordonnée doit continuer de compléter la politique monétaire afin de soutenir la confiance et les dépenses. Le programme Next Generation EU *joue aussi un rôle clef, dans la mesure où il devrait contribuer à une reprise plus forte et plus uniforme dans l'ensemble de la zone euro.*

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont globalement équilibrés. Les risques à la baisse sont dominés par les préoccupations relatives à la pandémie et à la possibilité de pénuries plus persistantes de l'offre. Les risques à la hausse sont liés principalement au rebond de la consommation privée qui est plus vigoureux que prévu, les ménages puisant plus rapidement dans l'épargne qu'ils ont accumulée pendant la pandémie.

Après un recul modéré de la production au premier trimestre 2021, selon les estimations, le PIB en volume a rebondi au deuxième trimestre. Au premier trimestre 2021, l'activité économique totale a continué de se contracter, de 0,3 % en rythme trimestriel, soit un niveau inférieur de 5,1 % au point haut enregistré fin 2019, avant la pandémie (graphique 5). La ventilation des dépenses montre que la demande intérieure a apporté une contribution négative à la croissance au premier trimestre, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution positive. Dans le même temps, les variations des stocks ont fortement contribué à la croissance du PIB au premier trimestre. Cela reflète largement une hausse de la constitution des stocks, en partie liée au faible niveau des stocks, conjuguée aux anticipations d'une hausse de la demande. Les fortes variations de l'activité pendant la pandémie ont été différentes selon les pays, les secteurs et les groupes de revenus (cf. encadré 3).

---

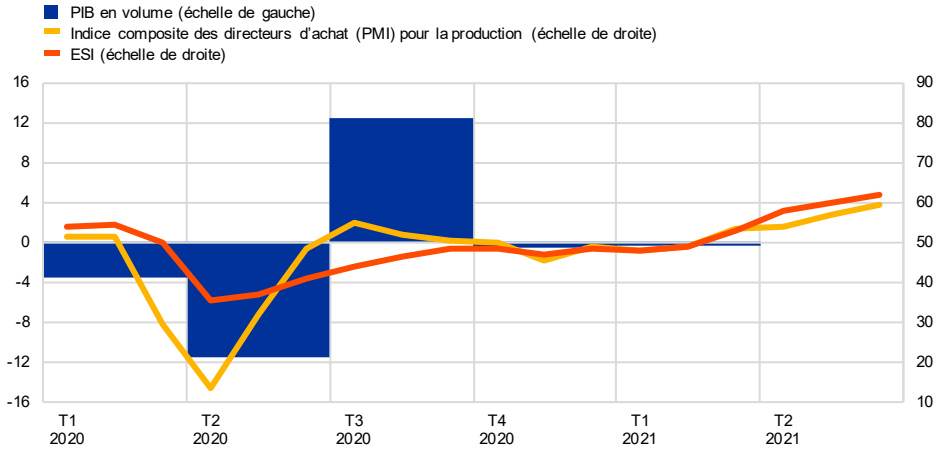
[2] Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 30 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2021. Cette estimation, qui n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, confirme largement le rebond attendu de l'activité économique, à un niveau supérieur aux projections pour le deuxième trimestre établies par les services de l'Eurosystème en juin 2021.

Au deuxième trimestre 2021, les données quantitatives, les résultats d'enquêtes et les indicateurs à haute fréquence vont, globalement, dans le sens d'un rebond de la croissance du PIB. Cela reflète l'assouplissement des mesures d'endiguement et la baisse des taux d'infection grâce aux nets progrès des campagnes de vaccination. Selon les estimations, le retour de la croissance au deuxième trimestre devrait principalement résulter du secteur des services, alors que le secteur manufacturier a été affecté par des goulets d'étranglement du côté de l'offre. La production industrielle a diminué de 1,0 % en rythme mensuel en mai, après une hausse modérée en avril. La stagnation de la production observée au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre reflète la faiblesse de la production de biens d'équipement, dans un contexte de goulets d'étranglement du côté de l'offre. Les données relatives à la production indiquent que le secteur industriel a apporté une contribution relativement modérée à la croissance de la production au deuxième trimestre, mais un rebond significatif de l'activité globale est toujours attendu, dans la mesure où le secteur des services devrait avoir apporté une contribution positive à la croissance, en phase avec l'assouplissement des mesures d'endiguement. Ainsi, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi à 56,8 au deuxième trimestre 2021, après 49,9 au premier trimestre, reflétant une hausse pour les produits manufacturés (à 62,7) et les services (à 54,7). L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne s'est également inscrit en forte hausse entre le premier et le deuxième trimestre, pour s'établir bien au-dessus de son niveau de février 2020, avant la pandémie. Cette hausse a concerné l'ensemble de ses composantes, la plus forte augmentation ayant été enregistrée par les services. Les entreprises du secteur non financier confirment cette analyse des perspectives à court terme (cf. encadré 5).

Graphique 5

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

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



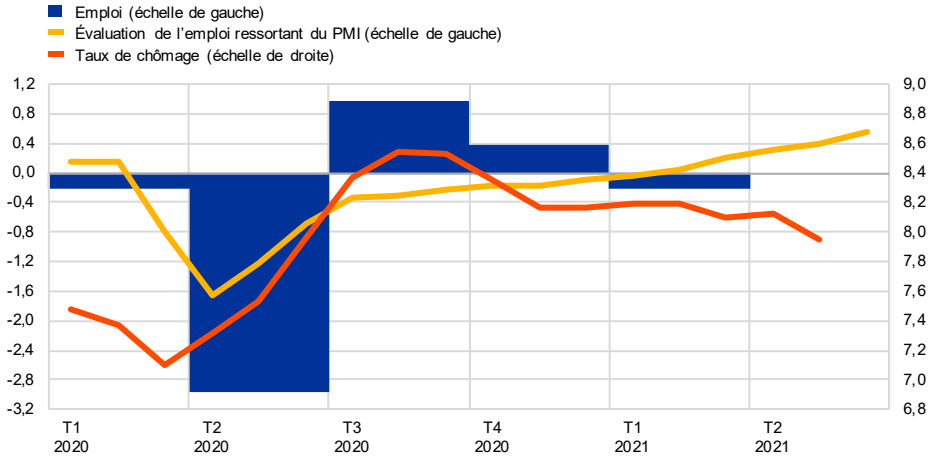
Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs de la BCE.
Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'ESI est normé et recalculé pour obtenir la moyenne et l'écart type du PMI pour la production. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021 pour le PIB en volume et à juin 2021 pour le PMI et l'ESI.

En mai, le taux de chômage a baissé dans la zone euro, toujours à la faveur des programmes de maintien de l'emploi. Le taux de chômage est ressorti à 7,9 % en mai, un niveau inférieur de 0,2 point de pourcentage à celui d'avril (graphique 6), mais encore supérieur d'environ 0,6 point de pourcentage à son niveau de février 2020, avant la pandémie. En mai, si le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi s'est inscrit en baisse, il est cependant demeuré élevé, à environ 5 % de la population active. L'emploi a diminué de 0,2 % au premier trimestre 2021, après une hausse de 0,4 % au quatrième trimestre 2020. Au premier trimestre 2021, l'emploi était inférieur de 2,1 % au niveau enregistré au quatrième trimestre 2019. Le nombre total d'heures travaillées a encore diminué, de 0,6 %, au premier trimestre 2021, après une baisse de 1,6 % au quatrième trimestre 2020. Ces fortes baisses reflètent l'impact des restrictions liées à la pandémie imposées au cours de ces périodes. Le nombre total d'heures travaillées est resté inférieur de 6,8 % au niveau enregistré au quatrième trimestre 2019.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.
Notes : Les deux courbes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. 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 juin 2021 pour le PMI et à mai 2021 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail ont continué de s'améliorer. L'indicateur composite mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi, qui couvre l'industrie et les services, est ressorti à 55,6 en juin, après 53,8 en mai, demeurant ainsi au-dessus du seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi s'est nettement redressé depuis son point bas historique d'avril 2020 et atteint actuellement son plus haut niveau depuis janvier 2018.

Les consommateurs sont progressivement devenus plus optimistes avec l'assouplissement des mesures d'endiguement et les progrès des campagnes de vaccination. Après un premier trimestre 2021 maussade, au cours duquel la

consommation privée a reculé de 2,2 % en rythme trimestriel, les dépenses de consommation semblent s'être renforcées au deuxième trimestre. Par exemple, en mai, le volume des ventes au détail a augmenté de 4,6 % en rythme mensuel dans la zone euro, dépassant son niveau de février 2020, avant la pandémie. Dans le même temps, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre, demeurant cependant, en juin, inférieures de 20 % à leur niveau d'avant la pandémie. La confiance des consommateurs s'est nettement renforcée au deuxième trimestre, dépassant légèrement son niveau d'avant la pandémie. Cet accroissement est largement attribuable à l'amélioration des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale. Au-delà du court terme, avec le redressement de l'économie, le revenu du travail devrait soutenir de façon croissante le revenu total des ménages, réduisant ainsi la dépendance de l'économie au soutien budgétaire. Si la propension des ménages à épargner a atteint un point haut pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), ce pic a surtout été involontaire et a concerné les détentions d'actifs liquides. Globalement, les déterminants sous-jacents de la récente poussée de l'épargne des ménages ne permettent guère de s'attendre à un coup de pouce supplémentaire au rebond de la consommation privée attendu pour l'année à venir (l'encadré 4 fournit une analyse approfondie de l'évolution de l'épargne des ménages depuis le début de la pandémie).

Les perspectives en matière d'investissement des entreprises sont favorables, tirées par l'anticipation d'une poursuite du redressement des revenus et de la tendance à la numérisation. L'investissement hors construction s'est contracté de 0,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2021, en grande partie sous l'effet du poste matériels de transport et reflétant les goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement. Parmi les principaux pays de la zone euro, l'investissement a reculé en Allemagne et aux Pays-Bas, mais a affiché une croissance robuste en France, en Italie et en Espagne. La production industrielle et les nouvelles commandes de biens d'équipement ont baissé en mai en raison d'une pénurie d'intrants et de l'allongement des délais de livraison des fournisseurs. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat et l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne relatifs au secteur des biens d'équipement se sont encore améliorés au deuxième trimestre. De plus, les revenus des entreprises se sont redressés, les prêts aux sociétés non financières s'étant encore ralentis en mai, tandis que les dépôts bancaires et les remboursements de dette des entreprises ont augmenté. Les informations relatives aux sociétés cotées suggèrent que la pandémie continue d'exercer un impact inégal sur les ventes et les dépenses en capital selon les secteurs. La dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices des entreprises s'est également inscrite en hausse (cf. encadré 2). Bien que le ratio de levier d'endettement (passifs hors actions/actifs totaux en valeur de marché) soit resté globalement inchangé au premier trimestre 2021, le ratio endettement/PIB a encore augmenté, tout comme les volants de liquidité. Grâce au soutien des politiques publiques et au moratoire sur l'insolvabilité, les faillites sont demeurées relativement limitées à un niveau inférieur à celui d'avant la pandémie. Toutefois, comme le montre la revue de la politique économique pour 2021 (*2021 Economic Policy Survey*) publiée par *Business at OECD* (BIAC), les entreprises prévoient une hausse des faillites au cours des deux prochaines années,

en particulier dans les secteurs des services où les contacts sont nombreux. Par conséquent, à mesure que la reprise se poursuit, il conviendra de faire preuve de prudence lors du retrait du soutien public afin d'éviter les effets de rupture brutale (l'article 3 fournit une vue d'ensemble du soutien des pouvoirs publics au secteur des sociétés non financières pendant la crise de la COVID-19).

La reprise de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre à court terme, malgré une forte incertitude liée aux goulets d'étranglement et à l'évolution de la pandémie. Au premier trimestre 2021, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a presque renoué avec son niveau d'avant la pandémie (0,3 % de moins que son niveau du quatrième trimestre 2019). Toutefois, on observe encore des différences prononcées entre les principaux pays de la zone euro, l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas atteignant des niveaux bien supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie, contrairement à la France et à l'Espagne. Les récents indicateurs structurels à court terme et ceux tirés d'enquêtes font état d'un maintien de la dynamique de l'immobilier résidentiel dans la zone euro au deuxième trimestre, en particulier dans les pays dont la situation actuelle est relativement plus solide. En avril et en mai, l'indice relatif à la production dans le secteur de la construction pour la zone euro s'est établi, en moyenne, 2,0 % au-dessus de son niveau moyen du premier trimestre 2021, reflétant les améliorations enregistrées en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas et les baisses observées en France et en Espagne, principalement dues aux restrictions sévères mises en œuvre en France en raison de la pandémie et aux contraintes pesant sur la demande en France et en Espagne. Dans le même temps, au deuxième trimestre 2021, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction est devenu expansionniste, en moyenne, tandis que l'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction s'est à nouveau amélioré. Néanmoins, les goulets d'étranglement du côté de l'offre, dus à la pénurie de matières premières dans un contexte de demande soutenue de projets de construction dans la zone euro et ailleurs, ont exercé des tensions à la hausse sur les prix de la construction. Conjuguées à une résurgence de la pandémie due aux nouveaux variants du coronavirus, les contraintes d'offre persistantes sont susceptibles de freiner la reprise de l'activité dans le secteur du logement dans certains pays de la zone euro.

La reprise des échanges commerciaux dans la zone euro s'est de nouveau accélérée à la fin du premier trimestre. Après des taux de croissance soutenus au second semestre 2020, la reprise des exportations de biens et services de la zone euro s'est ralentie au premier trimestre 2021 (+ 0,6% en rythme trimestriel). Les contraintes liées au transport maritime et aux intrants ont continué de constituer un frein. En mars, les contributions positives à la croissance des volumes des exportations de biens hors zone euro ont principalement émané de l'Asie. 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 pour les produits manufacturés finaux, tels que les voitures, 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 de biens de la zone euro. Après la reprise de la

croissance enregistrée à la fin du premier trimestre, les indicateurs prospectifs fondés sur les commandes pour les exportations de biens font état d'un léger affaiblissement de la dynamique de croissance au deuxième trimestre. En revanche, l'indicateur avancé relatif aux commandes à l'exportation dans le secteur des services a atteint son plus haut niveau depuis le début de la pandémie.
Les engagements de réservations dans le secteur du tourisme et les vols transfrontières indiquent un redressement au deuxième trimestre, à des niveaux supérieurs à ceux atteints sur la même période en 2020. Les importations ont stagné au premier trimestre 2021 (enregistrant une hausse de 0,1 % en rythme trimestriel) et devraient être soutenues par le redressement de la demande intérieure dans les prochains trimestres.

Au-delà du court terme, l'économie de la zone euro devrait se redresser à un rythme régulier, bénéficiant toujours du soutien des politiques monétaire et budgétaire. La diffusion rapide des variants du coronavirus constitue une importante source de risque pour la réouverture de l'économie. Toutefois, les progrès continus des campagnes de vaccination et l'expérience accumulée par les ménages et les entreprises sur la façon de réagir aux confinements ciblés réduisent la probabilité d'une évolution très défavorable. La reprise est soutenue par d'importantes mesures de politique budgétaire, notamment le fonds *Next Generation EU*, et l'amélioration de la demande étrangère. De plus, les mesures monétaires, budgétaires et macroprudentielles devraient permettre de prévenir d'importants effets d'amplification financière et de limiter les séquelles économiques de la crise.
Les résultats de la dernière campagne de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, menée début juillet, montrent que les prévisions de croissance du PIB ont été fortement révisées à la hausse pour 2021, 2022 et, quoique dans une moindre mesure, pour 2023 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début avril.

4 Prix et coûts

Selon la publication d'Eurostat en date du 16 juillet 2021, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est légèrement ralentie, revenant de 2,0 % en mai à 1,9 % en juin. Toutefois, l'inflation devrait à nouveau s'accélérer au cours des prochains mois, reflétant principalement des effets de base liés à la réduction temporaire de la TVA en Allemagne. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accentuer légèrement cette année, du fait de contraintes temporaires sur l'offre et de la reprise de la demande intérieure. Cependant, les tensions sur les prix 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 passée de l'euro. L'inflation devrait à nouveau se ralentir début 2022, avec l'atténuation de l'impact des facteurs temporaires. 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, devrait contribuer à une accélération graduelle de l'inflation sous-jacente à moyen terme. Les indicateurs de compensation de l'inflation à long terme, extraits des instruments de marché, sont restés globalement inchangés, tandis que les derniers indicateurs tirés d'enquêtes ont augmenté.

La hausse annuelle de l'IPCH s'est légèrement ralentie en juin, après plusieurs accélérations successives depuis le début de l'année. Cette mesure est revenue de 2,0 % en mai à 1,9 % en juin (graphique 7). La composante énergie de l'IPCH est demeurée élevée en juin, à 12,6 %, représentant environ 1,2 point de pourcentage de l'inflation totale [3]. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est légèrement ralentie, revenant de 1,0 % en mai à 0,9 % en juin. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques (BINE) s'est encore accélérée en mai et en juin, tandis que la hausse des prix des services s'est ralentie en juin. La part des rubriques pour lesquelles les prix ont été imputés a fortement diminué en juin, réduisant l'incertitude qui entoure le signal de tensions sous-jacentes sur les prix [4].

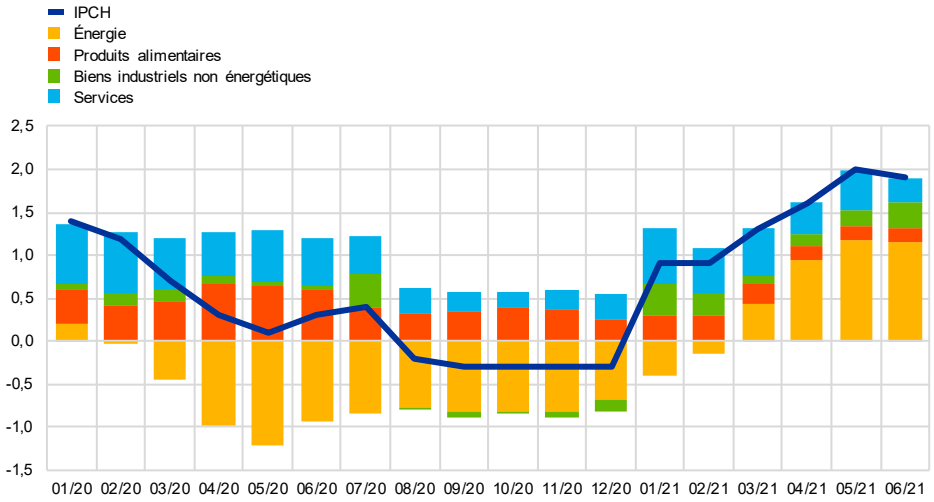
[3] Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « La dynamique récente des prix de l'énergie : le rôle des effets de base et de la fiscalité », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

[4] La part des imputations de prix s'est établie à 4 % en juin contre 13 % en janvier pour les rubriques de l'IPCH, et à 5 % en juin contre 18 % en janvier pour l'IPCHX.

Graphique 7

Inflation totale et ses composantes

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



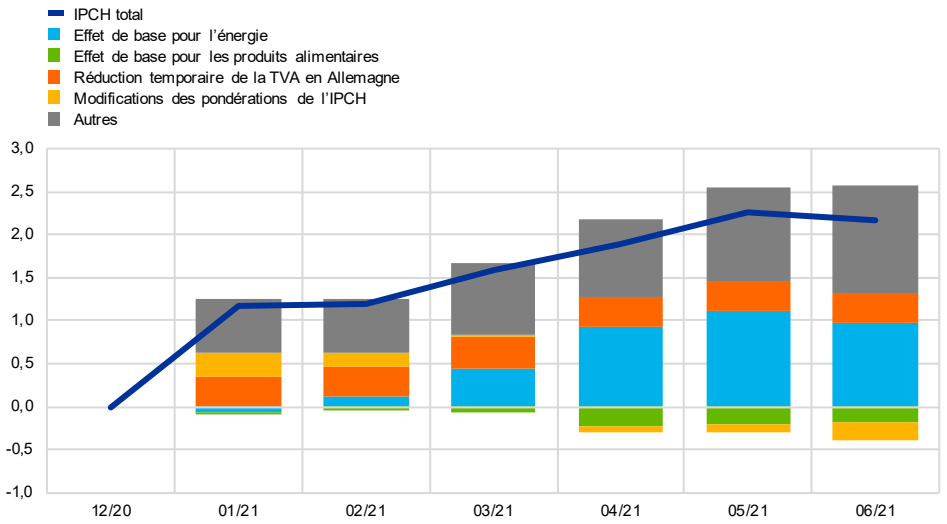
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2021.

L'inflation totale a continué d'être influencée par des facteurs temporaires en plus de ceux liés à des effets de base relatifs à la composante énergie. La modification des pondérations de l'IPCH pour 2021 a exercé en janvier un effet haussier sur l'inflation, qui s'est estompé en février et en mars et est devenu négatif en avril. En juin, l'impact des pondérations a représenté environ – 0,2 point de pourcentage de l'inflation totale (graphique 8). Les calculs contrefactuels avec les pondérations de 2020 auraient fait état d'une inflation totale et d'une hausse de l'IPCHX inchangées entre mai et juin. Les effets pondération devraient impliquer une certaine volatilité ces prochains mois. Les effets de calendrier ont également eu un impact sur les taux d'inflation au cours des derniers mois. Par exemple, la hausse des prix des services s'est accentuée, ressortant à 1,1 % en mai, avant de baisser, revenant à 0,7 %, en partie du fait du calendrier des fêtes de Pâques et des autres jours fériés durant cette période. Dans le même temps, les modifications du calendrier et de l'étendue des périodes de soldes dans les magasins ont exercé un fort impact sur la hausse des BINE en juin (1,2 % après 0,7 % en mai), la portant nettement au-dessus de sa moyenne de long terme de 0,6 %. Environ les deux tiers de l'accélération de la hausse des prix des BINE enregistrée de mai à juin a concerné les prix de l'habillement et de la chaussure.

Graphique 8

Contributions des effets de base et d'autres facteurs temporaires aux évolutions de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH depuis décembre 2020

(variations et contributions en points de pourcentage)



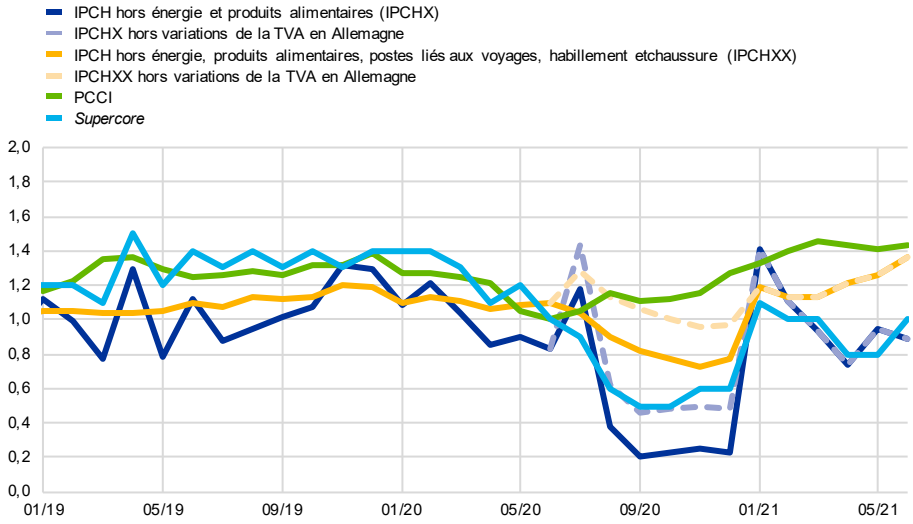
Sources : Eurostat, Deutsche Bundesbank et calculs de la BCE.
Notes : La contribution de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne est calculée à partir d'estimations figurant dans le Rapport mensuel de novembre 2020 de la Deutsche Bundesbank. L'ensemble des effets est cumulé à partir de décembre 2020, avec le même mois de référence. Les dernières observations se rapportent à juin 2021.

Les mesures de l'inflation sous-jacente signalent essentiellement une légère hausse en juin. L'inflation mesurée par l'IPCHXX, qui exclut également l'habillement, la chaussure et les services liés aux voyages, a continué de suivre la tendance haussière observée depuis février, pour s'établir à 1,4 % en juin. S'agissant des autres mesures de l'inflation sous-jacente, la mesure *supercore* est passée de 0,8 % en mai à 1,0 % en juin, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) est demeurée à peu près stable, à 1,4 %.

Graphique 9

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2021.

Les tensions sur les prix des BINE se sont encore accentuées ces derniers mois, en particulier en amont de la chaîne des prix. La hausse des prix à la production des biens intermédiaires s'est établie à 9,2 % en mai, soit 2,3 points de pourcentage de plus qu'en avril et 4,8 points de pourcentage de plus qu'en mars. De même, la hausse des prix à l'importation des biens intermédiaires a continué de fortement s'accroître, ressortant à 9,8 % en mai, après 7,7 % en avril et 4,7 % en mars. Ces tensions sur les prix des intrants résultent de la très forte hausse des prix des marchandises, des hausses importantes des coûts du transport maritime et d'une insuffisance de l'offre de certaines matières premières et produits intermédiaires. Les tensions sont moins visibles en aval de la chaîne des prix, mais la hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommations hors produits alimentaires a enregistré une nouvelle accélération, de 1,1 % en avril à 1,3 % en mai, soit des niveaux nettement supérieurs à sa moyenne à 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 variation annuels négatifs des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires (– 0,8 % en mai, après – 0,7 % en avril), qui sont restés modérés en raison de l'impact de l'appréciation passée de l'euro. Si les hausses des coûts des intrants observées depuis l'automne 2020 pourraient déjà avoir un peu contribué à l'accélération de la hausse des prix des BINE, des tensions à la hausse supplémentaires sur les prix de ces biens devraient encore se matérialiser dans les mois à venir [5]. Toutefois, la rapidité et l'ampleur de leur répercussion sur la hausse des prix des BINE dépendra de la persistance des chocs de coûts des intrants mondiaux au cours des prochains trimestres.

[5] Pour une vue d'ensemble plus détaillée des évolutions récentes et futures des tensions en amont de la chaîne des prix et de leur impact sur la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

Les tensions sur les salaires sont restées faibles dans la zone euro. Même si la plupart des indicateurs relatifs aux salaires continuent d'être affectés par l'incidence des dispositifs de chômage partiel mis en place depuis le début de la pandémie, les informations récentes fournies par ces indicateurs suggèrent dans l'ensemble une croissance modérée des salaires dans la zone euro. Après s'être établie à 1,0 % au quatrième trimestre 2020, la croissance de la rémunération par tête a atteint 1,9 % au premier trimestre 2021 – un niveau proche de sa moyenne de long terme de 2,0 % depuis 1999. La hausse a concerné l'ensemble des secteurs – notamment le secteur manufacturier et les services, mais ce résultat doit être interprété avec prudence compte tenu de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi sur la rémunération par tête. En fait, la croissance annuelle de la rémunération horaire est revenue à 3,2 % au premier trimestre 2021 contre 5,2 % le trimestre précédent, reflétant l'augmentation du nombre d'heures travaillées en lien avec la diminution du recours aux dispositifs de chômage partiel. La croissance des salaires négociés, qui sont moins affectés par l'impact des dispositifs de chômage partiel, est revenue de 2,0 % au quatrième trimestre 2020 à 1,4 % au premier trimestre 2021, ce qui suggère que la tendance sous-jacente de la croissance des salaires reste modérée. Cette évolution est également conforme aux principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières qui ont fait état de perspectives d'évolutions modérées pour les salaires [6].

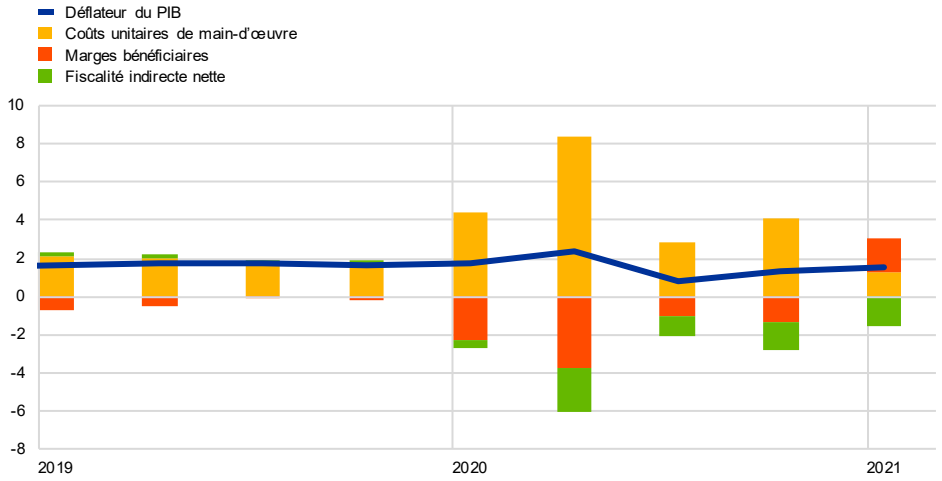
La hausse des prix à la production telle que mesurée par le déflateur du PIB s'est accélérée au premier trimestre 2021. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB a atteint 1,5 % au premier trimestre 2021 après 1,3 % au trimestre précédent. Cette évolution reflète principalement les contributions des marges bénéficiaires qui sont devenues positives alors qu'elles étaient négatives l'année dernière. En revanche, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie, la croissance positive de la productivité du travail ayant contrebalancé un renforcement de la croissance de la rémunération par tête. Les mesures d'aide gouvernementales étant dans certains cas enregistrées comme des subventions, la composante impôts moins subventions (telle que mesurée par la fiscalité indirecte nette dans le graphique 10) a eu un effet modérateur sur le taux de croissance du déflateur du PIB.

[6] Pour une vue d'ensemble complète des contacts récents avec les sociétés non financières, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 10

Contributions des composantes du déflateur du PIB

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



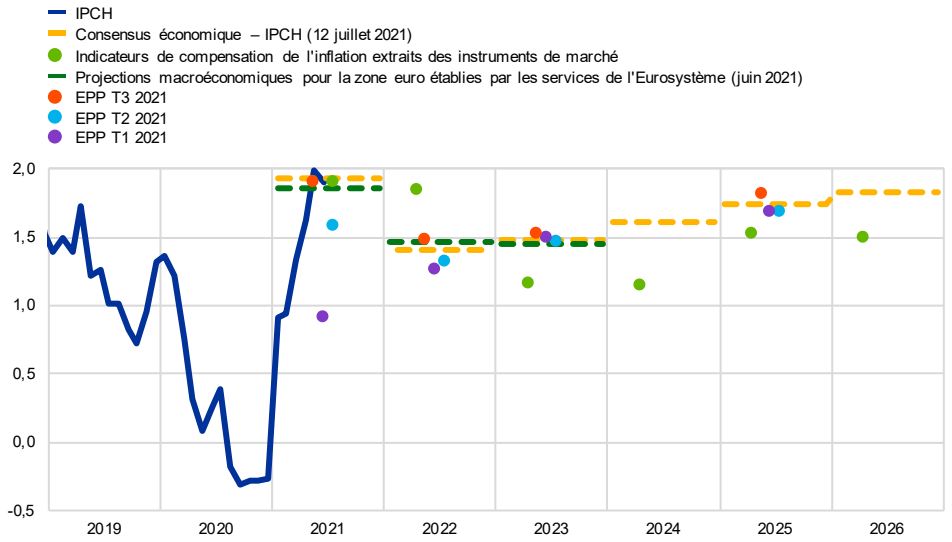
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les marges bénéficiaires sont calculées comme la différence entre le déflateur du PIB et la somme des impôts unitaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

Les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché sont demeurés globalement inchangés, tandis que les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation aussi bien à court terme qu'à long terme ont été révisés à la hausse. Cette tendance haussière des indicateurs de compensation de l'inflation à court et à long terme extraits des instruments de marché, qui avait pu être observée entre fin 2020 et mai 2021, a marqué le pas récemment. Cela reflète les évolutions aux États-Unis, où les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se sont inscrits en hausse durant plusieurs mois avant de se stabiliser plus récemment. Le plus important des taux des *swaps* indexés sur l'inflation anticipée, le taux à cinq ans dans cinq ans, se situe actuellement à 1,59 %, soit 2 points de base de plus qu'au début de la période sous revue. S'agissant des indicateurs tirés d'enquêtes, le Consensus économique a fait état d'une révision à la hausse des anticipations d'inflation, à 1,9 % pour 2021, 1,4 % pour 2022 et 1,5 % pour 2023. Selon les estimations, les anticipations à plus long terme sont ressorties à 1,8 % pour 2026. Cette évolution est globalement conforme à la dernière Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), qui comportait également une révision à la hausse des anticipations d'inflation pour tous les horizons.

Graphique 11

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Consensus économique, BCE (EPP) et calculs de la BCE.
Notes : La série relative aux indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 21 juillet 2021.

La croissance des prix de l'immobilier résidentiel a affiché une tendance haussière depuis 2015 et a continué de s'accélérer au premier trimestre 2021. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, au premier trimestre 2021, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 6,2 %, en rythme annuel – le taux le plus élevé depuis mi-2007 – après une hausse de 6,0 % au dernier trimestre 2020. La dynamique des prix des logements a continué de bien résister dans les différents pays [7].

[7] Pour une vue d'ensemble plus détaillée des évolutions des prix des logements, cf. l'encadré intitulé « Les évolutions des prix des logements durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021.

5 Monnaie et crédit

En mai 2021, la création monétaire dans la zone euro a poursuivi sa normalisation, reflétant une modération des flux de monnaie et de crédit dans un contexte d'amélioration de la situation relative à la pandémie de coronavirus (COVID-19). Si le rythme d'accumulation de dépôts par les ménages et les entreprises s'est ralenti, les achats d'actifs de l'Eurosystème sont demeurés la première source de création monétaire. La croissance des prêts au secteur privé a renoué avec les niveaux d'avant la pandémie, sous l'effet d'une modération de l'activité de prêt aux entreprises. En outre, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'attribution des prêts aux entreprises et aux ménages ont été globalement inchangés au deuxième trimestre 2021, tandis que la demande de prêts des entreprises et des ménages a augmenté.

En mai 2021, la croissance de la monnaie au sens large s'est encore modérée. Le taux de croissance annuel de M3 a diminué par rapport à son sommet local de 12,5 % en janvier 2021 et s'est établi à 8,4 % en mai, après 9,2 % en avril (graphique 12). Cette évolution reflète un effet de base fortement négatif lié aux besoins de liquidités exceptionnellement élevés des entreprises et des ménages lorsque la pandémie est survenue début 2020. La dynamique à plus court terme de la monnaie au sens large implique un rythme soutenu de création monétaire, sous l'effet du soutien apporté par les politiques monétaire, budgétaire et prudentielle. Le principal moteur de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Son taux de croissance annuel s'est ralenti par rapport au pic de 16,5 % enregistré en janvier 2021 et s'est établi à 11,6 % en mai, après 12,3 % en avril, sous l'effet d'une nouvelle normalisation du rythme d'accumulation de dépôts par les entreprises et les ménages. La contribution des autres dépôts à court terme à la croissance de M3 est devenue négative en mai, en phase avec l'amorce d'un redressement de la confiance des consommateurs et une augmentation des dépenses de consommation. Les instruments négociables ont apporté une faible contribution positive à la croissance annuelle de M3 dans un environnement de taux d'intérêt bas et de quête de rendement des investisseurs.

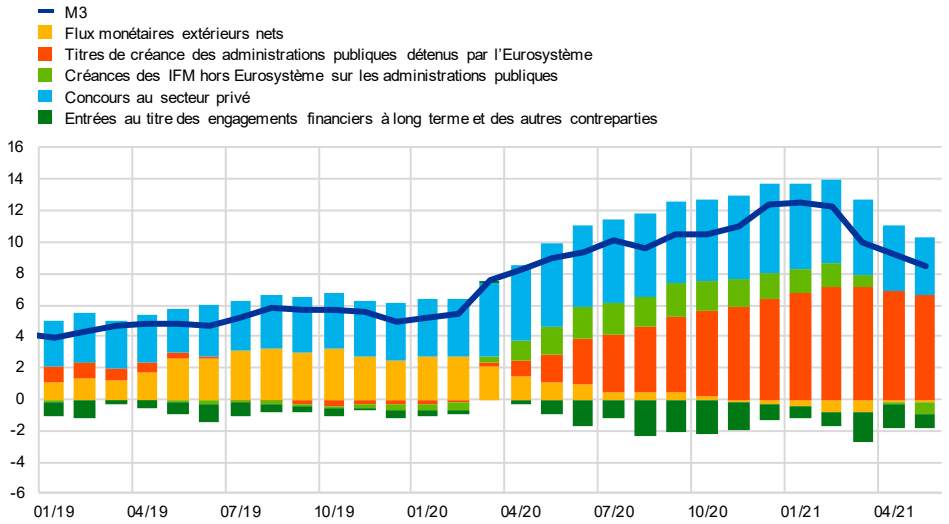
La création monétaire a continué d'être portée par les achats d'actifs de l'Eurosystème. Comme les mois précédents, la contribution la plus importante à la croissance de M3 provenait des achats nets de titres publics réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) (partie rouge des barres du graphique 12). La croissance de M3 a également été soutenue par les concours au secteur privé (partie bleue des barres du graphique 12). Comme avant la pandémie, la contribution à la création monétaire provenant des créances bancaires sur les administrations publiques a été légèrement négative, en raison des cessions nettes d'obligations d'État et de la réduction des émissions de titres publics (partie vert clair des barres du graphique 12). Les flux monétaires extérieurs nets ont eu un effet globalement neutre sur la création monétaire, reflétant le fait que les non-résidents ont, au total, vendu des titres publics et que les résidents de la zone euro ont accru leurs investissements en actifs étrangers (partie jaune des barres du graphique 12). Par ailleurs, les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont

continué de freiner la croissance de la monnaie au sens large (partie vert foncé des barres du graphique 12), majoritairement en raison des évolutions observées sur les autres contreparties. Les conditions favorables des opérations de refinancement à plus long-terme ciblées (TLTRO) ont continué de soutenir la substitution du financement bancaire au détriment des engagements à long terme, apportant ainsi une faible contribution à la croissance de M3.

Graphique 12

M3 et ses contreparties

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



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

La croissance des prêts au secteur privé s'est encore atténuée en mai 2021.

La croissance des prêts au secteur privé est ressortie en baisse à 2,7 % en mai, après 3,2 % en avril, en raison de l'activité de prêt aux entreprises (graphique 13). Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a diminué, revenant à 1,9 % en mai, après s'être établi à 3,2 % en avril et avoir oscillé autour de 7 % lors des phases initiales de la pandémie. L'atténuation de la croissance des prêts a coïncidé avec une amélioration des indicateurs de confiance et de l'activité économique, ce qui laisse penser qu'un redressement des recettes pourrait être en cours, renforçant ainsi les importants coussins de liquidité du secteur des entreprises.

Le ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises a également reflété un effet de base, les importants flux de crédit à destination des entreprises durant la phase initiale de la pandémie n'entrant plus dans les chiffres annuels. Dans le même temps, le taux de croissance des prêts aux ménages s'est légèrement redressé, à 3,9 % en mai, pour se stabiliser au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

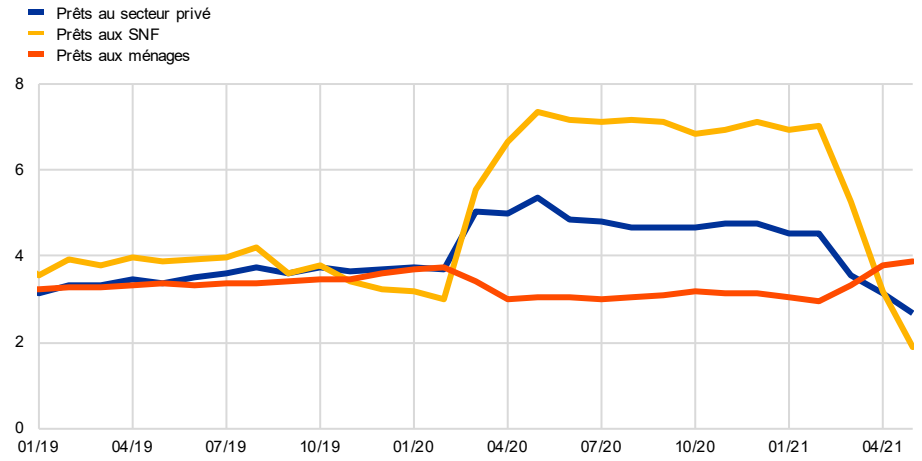
Le financement des ménages a principalement bénéficié de l'accroissement de l'activité de prêt hypothécaire, tandis que la croissance des crédits à la consommation est restée faible, en dépit d'un regain de confiance des

consommateurs, ce qui reflète probablement l'accumulation d'épargne durant la période de pandémie.

Graphique 13

Prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)



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

L'enquête de juillet 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro **fait état de critères d'attribution des prêts aux entreprises et aux ménages globalement inchangés au deuxième trimestre 2021 (graphique 14).**

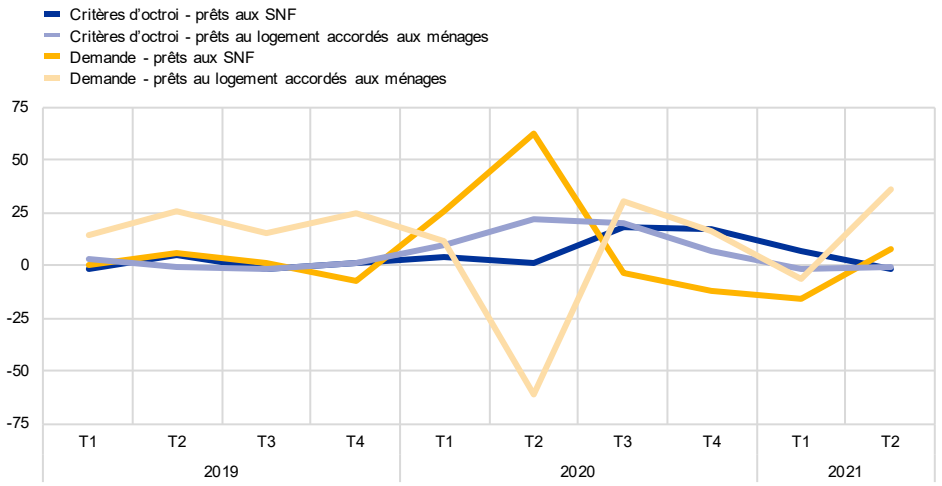
Ces évolutions font suite à un durcissement net significatif au second semestre 2020 et à un léger durcissement des critères d'attribution des prêts aux entreprises au premier trimestre 2021. Elles reflètent l'amélioration globale de la situation économique de la zone euro avec la levée des mesures d'endiguement et le soutien que continuent d'apporter les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle. Au premier semestre 2021, les ratios de prêts non performants des banques ont eu un effet de durcissement modéré sur leurs critères d'attribution des prêts aux entreprises et une incidence globalement neutre pour les prêts aux ménages. Les banques ont indiqué que les garanties d'État liées à la COVID-19 jouaient un rôle important dans le soutien des modalités et conditions applicables aux prêts aux entreprises. Le coût de financement des banques et leur situation bilancielle ont essentiellement eu un effet neutre sur les critères d'octroi, reflétant les ratios de fonds propres solides des banques et leurs coûts de financement favorables. L'effet de durcissement significatif observé précédemment, résultant de la perception des risques associée à un accroissement des risques de crédit, s'est atténué sur l'ensemble des catégories de prêts : pour les entreprises, il est devenu neutre au deuxième trimestre, tandis qu'il a fait place à un léger effet d'assouplissement net pour les prêts au logement. Pour le troisième trimestre 2021, les banques de la zone euro s'attendent à un léger durcissement net des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et au maintien de critères globalement inchangés pour les prêts aux ménages.

Selon cette enquête, la demande de prêts des entreprises et des ménages a augmenté au deuxième trimestre 2021 ; pour la première fois depuis le troisième trimestre 2019, les besoins de financement au titre des investissements fixes ont eu une incidence positive sur la demande de prêts des entreprises. Ces évolutions ont résulté du bas niveau général des taux d'intérêt, de l'amélioration des perspectives économiques et des mesures mises en place par les pouvoirs publics dans le but d'accroître le flux de crédits aux entreprises et aux ménages. En revanche, les banques ont également fait état de besoins de financement du fonds de roulement inchangés pour les entreprises, ce qui est cohérent avec les importants coussins de liquidité dont elles disposent et l'augmentation de leurs recettes. Par ailleurs, la demande de prêts des ménages a bénéficié de l'amélioration de la confiance des consommateurs, des perspectives du marché de l'immobilier et des dépenses en biens durables. Pour le troisième trimestre 2021, les banques s'attendent à une nouvelle augmentation de la demande de prêts des entreprises et des ménages.

Graphique 14

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

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



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

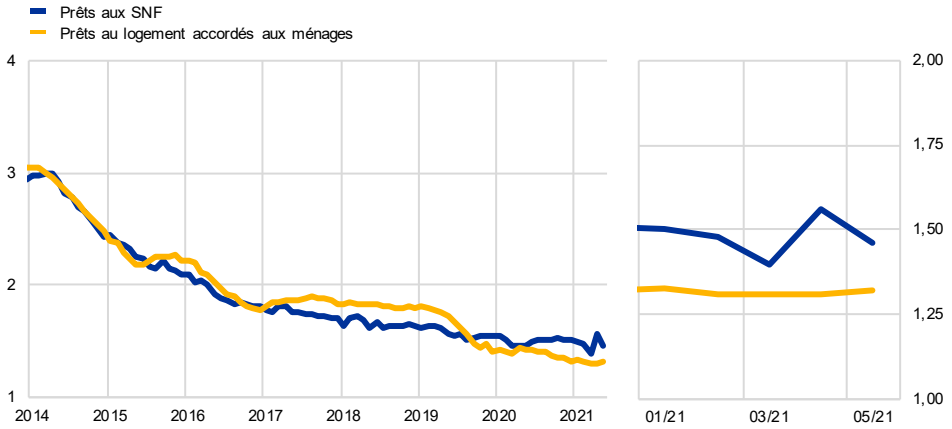
Les taux débiteurs bancaires sont demeurés proches de leurs points bas historiques. En mai 2021, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) a fléchi à 1,46 %, après une hausse temporaire en avril, tandis qu'il a été globalement stable à 1,32 % pour les prêts aux ménages (graphique 15). La baisse des taux des prêts aux entreprises a été généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro et marque un retour aux niveaux enregistrés au cours des douze mois précédents. De plus, les hausses de l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé sont restées contenues, reflétant

principalement des baisses des taux appliqués aux prêts de montant élevé. En dépit de l'incertitude considérable entourant l'impact à plus long terme de la pandémie sur l'économie, les mesures de soutien mises en place par les pouvoirs publics ont évité un durcissement généralisé des conditions de financement, ce qui aurait amplifié l'effet défavorable de la pandémie sur l'économie.

Graphique 15

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(pourcentages annuels)



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

Encadrés

1 Implications de l'épargne accumulée durant la pandémie pour les perspectives économiques mondiales

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu et Ana-Simona Manu

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné l'accumulation d'un important stock d'épargne par les ménages dans les différentes économies avancées, à un niveau nettement supérieur à ce qui avait été observé par le passé. En raison de son volume important, l'épargne accumulée depuis début 2020 peut déterminer la reprise post-pandémie. La question centrale est de savoir si les ménages dépenseront massivement une fois les restrictions liées à la pandémie levées et la confiance des consommateurs revenue, ou si d'autres motifs (épargne de précaution, désendettement) les empêcheront de dépenser leur épargne excédentaire accumulée. Dans le présent encadré, nous examinons un ensemble d'économies n'appartenant pas à la zone euro et, après avoir pesé tous les arguments économiques, nous parvenons à la conclusion que la réduction du stock d'épargne excédentaire résultant d'une hausse de la consommation devrait être limitée à moyen terme. Toutefois, compte tenu de l'incertitude considérable qui entoure ce scénario central, cet encadré examine également deux scénarios alternatifs pour l'épargne et évalue leurs implications pour les perspectives économiques mondiales en utilisant le modèle économique mondial d'Oxford (*Oxford Global Economic Model*).

L'accumulation d'une épargne importante est liée aux particularités de la pandémie de COVID-19 et aux mesures prises en réponse. Contrairement aux récessions économiques précédentes, les mesures d'endiguement adoptées en réponse à la COVID-19 ont été caractérisées par une suppression significative des opportunités d'effectuer des dépenses de consommation, entraînant une forte contraction de la consommation privée. Cette évolution a été en partie contrebalancée par le soutien exceptionnel apporté par les pouvoirs publics soit au revenu, soit à l'emploi, qui a amorti l'impact négatif sur le revenu disponible des particuliers (graphique A, partie a). Ces deux facteurs, conjugués à l'incertitude élevée relative aux revenus futurs et aux risques de séquelles permanentes de la crise, ont conduit les ménages à épargner à des taux sans précédent en 2020, ce qui a entraîné l'accumulation d'un important stock d'épargne excédentaire.

En 2020, l'excédent d'épargne par rapport aux valeurs historiques qui a été accumulé par les ménages dans cinq grandes économies avancées [1] s'est élevé en moyenne à 6,7 % du PIB et à 9,5 % du revenu disponible (graphique A, partie b). Parmi ces pays, les États-Unis détenaient le stock le plus important fin 2020 (1 500 milliards de dollars, soit 7,2 % du PIB du pays), mais d'autres pays détenaient également d'importants excédents d'épargne. Le stock d'épargne

[1] Les économies analysées sont l'Australie, le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis.

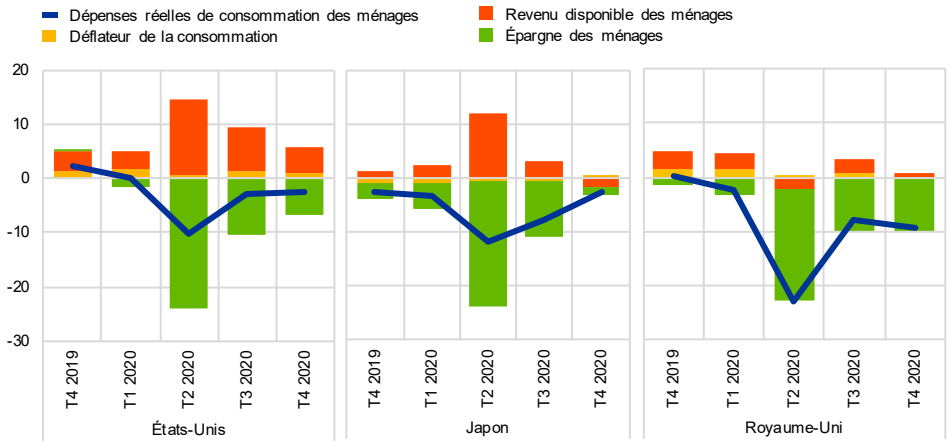
excédentaire accumulé entre début 2020 et la fin de l'année est estimé en calculant la différence cumulée entre l'épargne réelle et un scénario contrefactuel dans lequel le taux d'épargne est supposé être resté égal à la moyenne d'avant la pandémie tout au long de l'année. De même, notre scénario central suppose que, jusqu'à fin 2023, le stock d'épargne excédentaire reste proche du niveau observé avant début 2021, tandis que le taux d'épargne devrait converger de nouveau vers la moyenne d'avant la pandémie.

Graphique A

Dépenses de consommation finale privée et excédent d'épargne des ménages

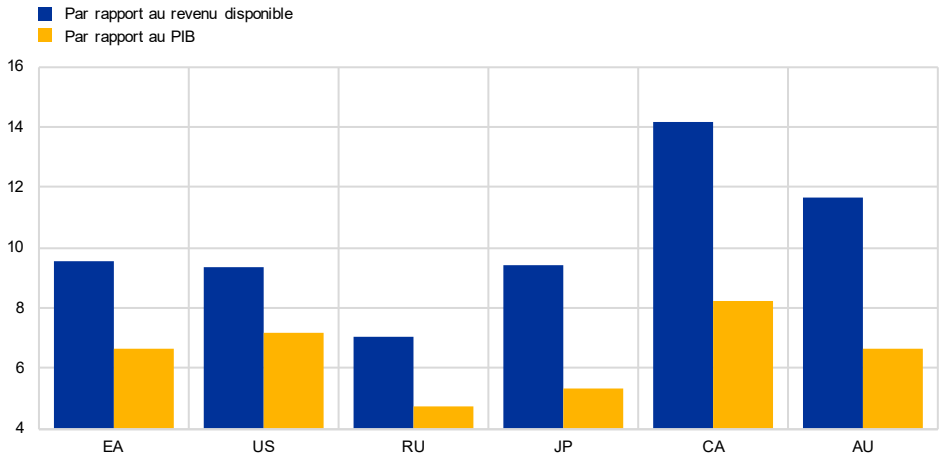
a) Ventilation des dépenses de consommation finale privée

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



b) Excédent d'épargne des ménages au quatrième trimestre 2020

(en pourcentages)



Sources : Sources nationales et calculs de la BCE.
Notes : L'agrégat des économies avancées (EA) correspond à la moyenne pondérée de l'excédent d'épargne des cinq pays présentés dans le graphique. « US » fait référence aux États-Unis, « RU » au Royaume-Uni, « JP » au Japon, « CA » au Canada et « AU » à l'Australie.

Plusieurs arguments viennent à l'appui du scénario central selon lequel les ménages préfèreront conserver la majeure partie de leur épargne excédentaire accumulée plutôt que de l'utiliser pour acheter des biens de consommation.

Nous examinons brièvement ces arguments ci-après, avant d'illustrer les implications macroéconomiques de deux scénarios d'épargne alternatifs.

Premièrement, l'épargne accumulée durant la pandémie a principalement profité aux ménages à haut revenu, qui ont une propension marginale à dépenser plus faible par rapport à leur revenu ou à leur patrimoine que les ménages à faible revenu [2]**.** Au Royaume-Uni, par exemple, les données tirées d'enquêtes montrent que les ménages à haut revenu ont accru leur épargne durant la pandémie, tandis que les ménages à revenu faible et intermédiaire ont moins épargné ou ont même puisé dans leur épargne. De même, aux États-Unis, il apparaît que la répartition de l'excédent d'épargne entre les différents groupes de revenus est fortement biaisée en faveur des ménages à haut revenu et que cette épargne est détenue essentiellement sous forme liquide, c'est-à-dire en numéraire et dépôts (graphique B, les deux parties). Une situation similaire est constatée dans la zone euro, où l'accumulation d'épargne durant la pandémie s'est concentrée sur les ménages plus âgés et à revenu plus élevé (pour plus de détails, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*). Au Japon, les données disponibles indiquent également que l'épargne s'est accumulée principalement chez les ménages à revenu intermédiaire et à haut revenu. En général, les ménages à haut revenu ont probablement épargné davantage pendant la pandémie, car ils ont enregistré des pertes de revenus moins importantes que les ménages à faible revenu et ont tendance à allouer une part plus importante de leur panier de consommation aux services qui ont fait l'objet des restrictions les plus fortes durant les confinements. Par exemple, les données disponibles indiquent qu'avant la pandémie, les ménages britanniques appartenant au décile des revenus les plus élevés consacraient près de 40 % de leurs dépenses à des services tels que les transports, les loisirs, les hôtels et les restaurants [3].

---

[2] Cf., par exemple, Fisher (J. D.), Johnson (D.S.), Smeeding (T. M) et Thompson (J. P.), « *Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 65, 2020.

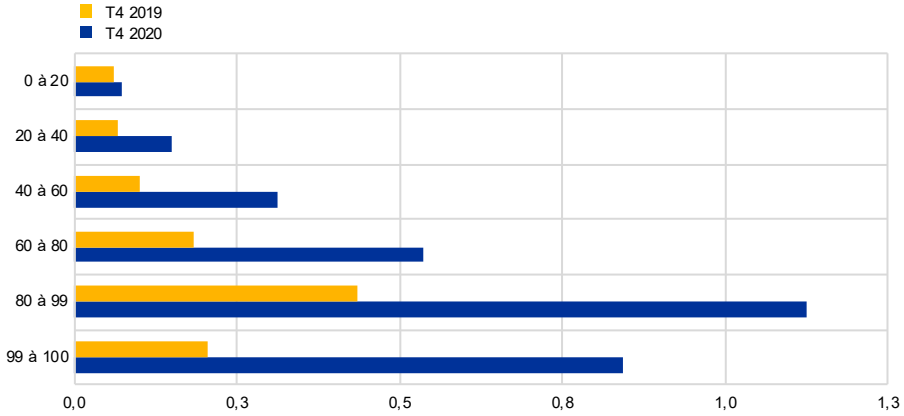
[3] Cf. le tableau 3.2 du document intitulé « *Family spending workbook 1: detailed expenditure and trends* », Office for National Statistics, 2021.

Graphique B

Actifs et passifs financiers des ménages

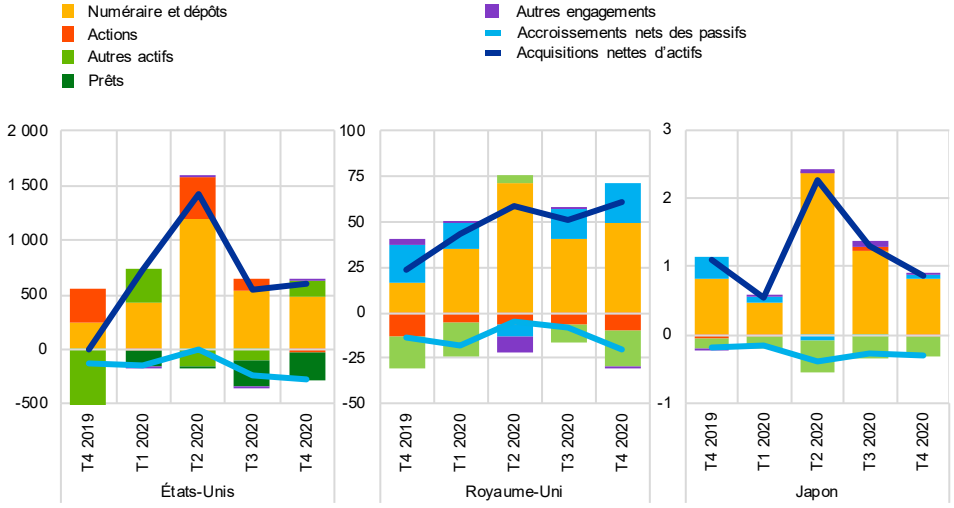
a) Dépôts sur les comptes chèque et numéraire aux États-Unis pour les différents quintiles de revenus

(en milliers de milliards de dollars ; percentiles)



b) Actifs et passifs financiers des ménages

(en milliards de dollars ; en milliards de livres sterling; en milliers de milliards de yens japonais)



Sources : Système fédéral de réserve des États-Unis (partie a) ; sources nationales et calculs de la BCE (partie b).

Deuxièmement, les ménages peuvent utiliser une partie de leur épargne accumulée pour rembourser leur dette ou investir dans des actifs. S'agissant des comptes financiers, l'accumulation d'une épargne importante a été associée à une forte augmentation des dépôts bancaires des ménages durant les confinements. Avant fin 2020, seule une faible partie de cette épargne avait été utilisée pour rembourser des dettes ou acheter des actifs tels que des actions (graphique B, partie b). Cette préférence pour la liquidité pourrait en partie refléter la forte incertitude des ménages, qui s'ajoute à une moindre disponibilité des opportunités de consommation dans un contexte de restrictions persistantes liées à la COVID-19. Avec la diminution de l'incertitude, une part plus importante de l'épargne pourrait être orientée vers des investissements ou le remboursement de la dette. Aux États-Unis, l'enquête sur les anticipations des consommateurs réalisée

par la Federal Reserve Bank of New York a suggéré que la plupart des fonds reçus par les ménages sous forme de chèques de relance seraient dirigés vers l'épargne (41 %) et les remboursements de dette (34 %), tandis qu'environ 25 % seulement seraient utilisés pour la consommation [4]. Au Royaume-Uni, l'enquête H2 NMG de 2020 a indiqué que seulement 10 % des ménages dont l'épargne a augmenté prévoyaient de la dépenser, tandis que 70 % préféraient continuer à la détenir sur des comptes bancaires [5]. Les ménages restants prévoyaient d'utiliser leur épargne pour rembourser leurs dettes, investir ou renforcer leurs plans de retraite.

Troisièmement, les effets d'équivalence ricardienne peuvent peser sur la propension des ménages à consommer, toutes choses égales par ailleurs [6]. Le soutien considérable apporté aux revenus des ménages et les autres mesures prises pendant la pandémie ont entraîné un fort processus de désépargne dans le secteur public avec pour résultat une augmentation de la dette publique. À l'avenir, des effets d'équivalence ricardienne peuvent apparaître, dans la mesure où les ménages s'attendent à des hausses d'impôts visant à réduire la dette publique accumulée durant le choc lié à la COVID-19 et sont donc moins enclins à consommer leur épargne excédentaire accumulée. À cet égard, il convient de noter que le gouvernement des États-Unis et celui du Royaume-Uni ont tous deux annoncé des augmentations de l'impôt sur le revenu, qui devraient peser sur la propension des ménages à consommer.

Quatrièmement, la marge de manœuvre pour une demande latente importante semble limitée. Même si l'assouplissement des restrictions de déplacement et la réouverture progressive des secteurs nécessitant de nombreux contacts vont libérer la demande des ménages pour la consommation de services connexes (voyages, restaurants et activités culturelles, par exemple), ces derniers sont moins sensibles que les biens de consommation à des épisodes de fort regain de demande [7]. En particulier, même si les consommateurs peuvent être incités à passer à des services plus coûteux (vacances et restaurants, par exemple), leur retard de consommation ne peut être rattrapé que dans certaines limites. En outre, comme les mesures d'endiguement liées à la pandémie ont fortement restreint les possibilités de consommation dans le secteur des services, une partie des dépenses des ménages s'est reportée sur la consommation de biens. Les données relatives aux dépenses réelles de consommation privée des ménages américains montrent que les dépenses en biens durables et non durables ont rebondi rapidement après avoir considérablement diminué en avril 2020 ; à la fin du deuxième trimestre 2020, les dépenses globales avaient retrouvé les niveaux observés fin 2019 et ont continué de croître par la suite. Tout en se redressant à un rythme plus lent, les dépenses

---

4 *Survey of Consumer Expectations*, Federal Reserve Bank of New York, mars 2021.

5 Cf. « *How has Covid affected household savings?* », Bank of England, novembre 2020.

6 La proposition d'équivalence ricardienne indique qu'en réponse à une hausse des dépenses publiques financée par la dette, les ménages n'augmentent pas leur consommation bien qu'ils aient moins d'impôts à payer. Ils épargneront par conséquent davantage. Cela tient au fait que les ménages anticipent qu'une augmentation de la dette publique devra être financée par une hausse des impôts dans le futur. La proposition d'équivalence ricardienne repose sur les hypothèses selon lesquelles les ménages peuvent emprunter et prêter librement et que les impôts ne créent pas de distorsions.

7 Cf. Beraja (M.) et Wolf (C.), « *Demand Composition and the Strength of Recoveries* », document de travail.

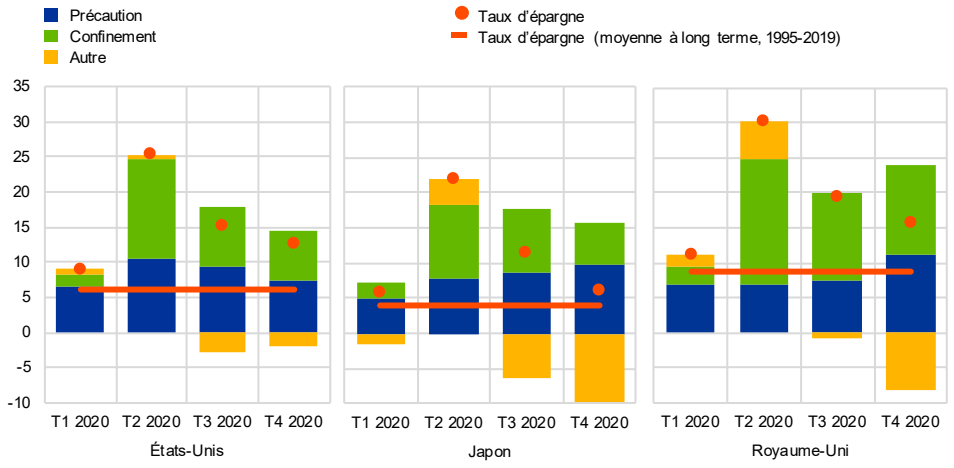
consacrées aux services ont été inférieures d'environ 5 % aux niveaux d'avant la pandémie en mars 2021.

Toutefois, une forte incertitude continue d'entourer le poids relatif des facteurs susceptibles d'influer sur la proportion de l'épargne accumulée qui sera dépensée. D'un côté, une réouverture graduelle mais durable des économies, à mesure que la pandémie sera contrôlée, conduirait les ménages à déstocker l'épargne à un rythme plus rapide que prévu dans notre scénario central, reflétant le fait que cette épargne était dans une certaine mesure forcée, la réponse à la pandémie ayant réduit les possibilités de consommation. Principalement détenue en actifs liquides, l'épargne pourrait être dépensée très facilement. La reprise des activités nécessitant beaucoup de contacts, telles que le commerce et la restauration, redonnera des possibilités de dépenses qui étaient auparavant indisponibles, en particulier pour les ménages à haut revenu qui consacrent une part plus importante de leur panier de consommation à de telles activités. En outre, à mesure que la reprise progresse et que les perspectives d'emploi s'améliorent, les motifs de précaution pour épargner, qui ont joué un rôle important en 2020, peuvent également devenir moins pertinents, les ménages reprenant confiance quant à leurs perspectives économiques et sanitaires (graphique C). D'un autre côté, par rapport au scénario central, des revers dans la lutte contre le virus, des restrictions prolongées, de nouvelles mesures de confinement et des perspectives plus moroses pour le marché du travail pourraient conduire les ménages à continuer d'accumuler de l'épargne, et ainsi retarder la reprise.

Graphique C

Ventilation de l'épargne des ménages par motif

(en pourcentage du revenu disponible et contribution en points de pourcentage)

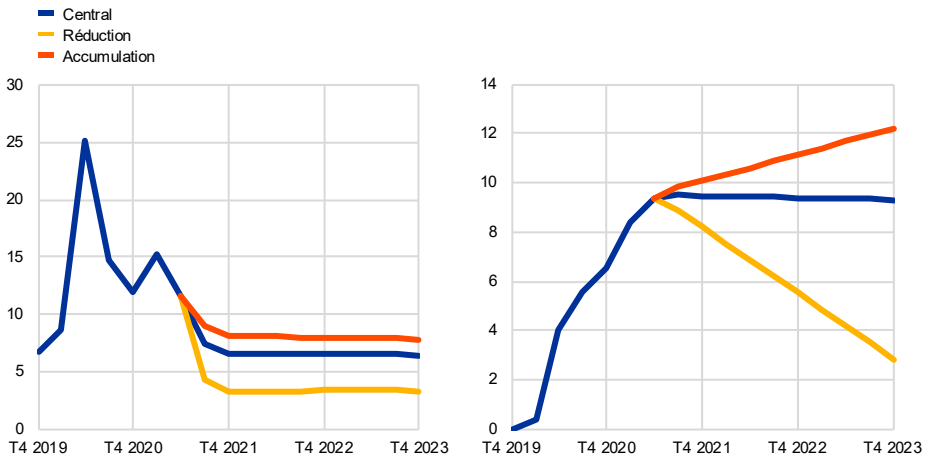


Sources : Sources nationales et calculs de la BCE.
Notes : L'analyse couvre la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2020. Le ratio d'épargne des ménages par rapport au revenu disponible en 2020 (points rouges) est modélisé dans un cadre des moindres carrés ordinaires (MCO) et exprimé comme une fonction de son propre décalage, du taux de chômage, de la confiance des agents économiques et des mesures de confinement spécifiques aux différents pays, telles qu'elles ressortent de l'indice de confinement de Goldman Sachs (*Goldman Sachs Effective Lockdown Index*).

Graphique D

Projections de scénarios pour le taux d'épargne et le stock d'épargne excédentaire des ménages

(en pourcentage du revenu disponible (partie gauche) ; en pourcentage du PIB (partie droite))



Sources : Calculs de la BCE fondés sur le modèle économique mondial d'Oxford (*Oxford Global Economic Model*).
Note : Les résultats sont agrégés en utilisant le PIB pondéré.

Pour évaluer les implications macroéconomiques des autres scénarios d'épargne pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, nous examinons deux scénarios alternatifs [8] pour le stock d'épargne excédentaire. Il s'agit a) d'un scénario de « réduction » (*cut-back*), qui suppose que le stock d'épargne excédentaire accumulé au deuxième trimestre 2021 diminuera de 70 % au cours des deux prochaines années et demie, et b) d'un scénario d'« accumulation » (*build-up*), qui suppose que le taux d'épargne ne reviendra aux niveaux d'avant la pandémie qu'au quatrième trimestre 2023, ce qui implique que l'épargne excédentaire actuelle des ménages augmentera encore de 30 %. Par conséquent, l'excédent moyen d'épargne dans ces économies diminuerait pour revenir à 2,7 % du PIB dans le scénario de réduction et atteindrait 12,6 % du PIB dans le scénario d'accumulation d'ici fin 2023 (graphique D). Nous utilisons le modèle économique mondial d'Oxford (*Oxford Global Economic Model*) pour quantifier les effets des deux scénarios sur les perspectives macroéconomiques mondiales [9].

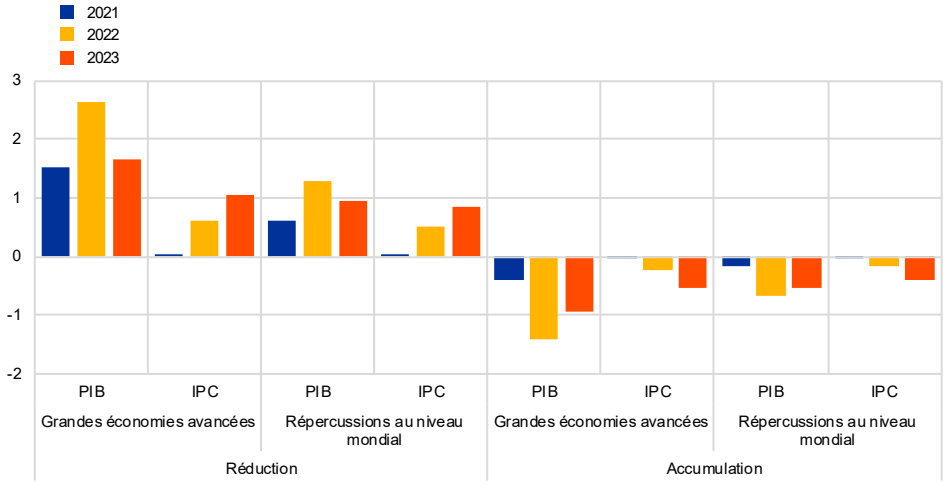
[8] Pour ces scénarios, nous nous concentrons uniquement sur les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

[9] Les simulations supposent l'absence de réactions de politique monétaire dans les économies avancées et des prix du pétrole inchangés.

Graphique E

Impact macroéconomique des scénarios alternatifs relatifs à l'épargne des ménages sur le PIB et l'IPC dans les scénarios d'une « réduction » et d'une « accumulation ».

(écart en pourcentage par rapport au niveau du scénario central)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur le modèle économique mondial d'Oxford (*Oxford Global Economic Model*).
Notes : L'incidence sur le PIB et l'IPC dans les principales économies avancées (EA) correspond à l'incidence moyenne pondérée du PIB pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon ; les répercussions sont évaluées à l'aide du modèle économique mondial d'Oxford, où le terme « monde » désigne l'économie mondiale, y compris les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

Dans le scénario d'une réduction, la diminution plus rapide de l'épargne via une hausse de la consommation privée soutient la demande agrégée et un rebond de l'inflation. Dans les principales économies avancées, le PIB en volume devrait culminer à 2,6 % au-dessus du niveau du scénario central en 2022 (graphique E). Cette impulsion positive serait en partie contrebalancée en 2023 par un renforcement des importations qui freinerait la croissance du PIB. La hausse de la demande agrégée renforcerait également les tensions sur les prix, qui s'accentueraient progressivement sur l'horizon de projection et se traduiraient par des taux d'inflation plus élevés (1 % au-dessus du niveau du scénario central en 2023). L'impact global serait significatif, avec un PIB mondial en volume supérieur de 0,6 % au niveau du scénario central en 2021, de 1,3 % en 2022 et de 1 % environ en 2023. L'inflation mondiale augmenterait également, les prix à la consommation se situant environ 0,9 % au-dessus du niveau du scénario central en 2023, soutenus par les conditions de la demande mondiale.

Dans le scénario d'une accumulation, les ménages continuent d'accumuler de l'épargne, ce qui se traduit par un rebond plus modéré de la consommation privée, une reprise différée et des tensions désinflationnistes limitées.
Si les ménages continuent d'épargner massivement sur une plus longue période, cela se traduirait par une baisse de la demande agrégée et de l'inflation. Le PIB intérieur se redresserait donc plus lentement que prévu dans le scénario central et le PIB mondial serait inférieur de 0,2 % au niveau du scénario central en 2021, de 0,7 % en 2022 et de 0,5 % environ en 2023 (graphique E). L'impact sur l'inflation mondiale serait limité. Il convient de noter qu'en dépit des risques à la baisse pesant sur la production mondiale, l'accumulation d'épargne par les ménages peut générer des gains à plus long terme sous la forme d'un renforcement des bilans des

ménages (par exemple, par un endettement plus faible) pour pouvoir faire face à des chocs négatifs futurs.

L'analyse présentée dans cet encadré illustre les risques pesant sur le PIB mondial selon différents scénarios d'épargne des ménages. La mesure dans laquelle les ménages des économies avancées dépenseront l'excédent d'épargne en achetant des biens de consommation est cruciale pour les perspectives économiques mondiales et est liée à plusieurs facteurs, notamment l'évolution de la pandémie (y compris les progrès des campagnes de vaccination nationales), les perspectives d'emploi des ménages (en particulier pour ceux dont les revenus sont plus modestes) et les orientations de la politique budgétaire attendues.

2 Dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices des entreprises pendant la crise de la COVID-19

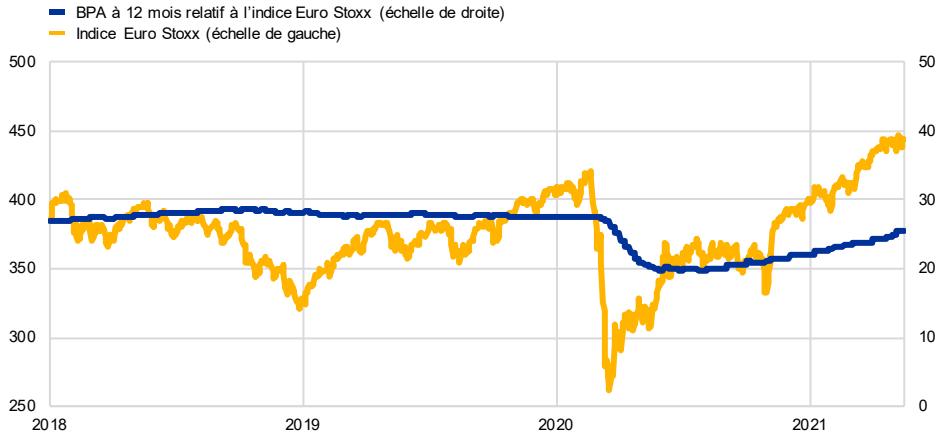
Joost Bats, William Greif et Daniel Kapp

Si la reprise des cours des actions l'an dernier a été soutenue par l'amélioration des anticipations de bénéfices agrégés à court terme (graphique A), ces dernières ont connu des évolutions très variables selon les secteurs (graphique B). En comparaison avec la situation qui prévalait avant la pandémie, on observe une faiblesse durable des bénéfices attendus dans des secteurs tels que ceux du voyage et du tourisme, alors qu'ils augmentent rapidement dans les secteurs des technologies, des services aux collectivités et des services financiers non bancaires. Par conséquent, les anticipations actuelles de bénéfices correspondent à ce que l'on appelle une reprise transsectorielle en K (où les courbes des secteurs les plus performants et les moins performants forment les deux branches de la lettre « K »). Une dispersion comparable peut être observée entre les pays (cf. également l'encadré 3 du présent *Bulletin économique* ainsi que la revue de la stabilité financière de la BCE de mai 2021, ce qui est conforme à l'idée que certains pays sont plus dépendants économiquement que d'autres de secteurs spécifiques.

Graphique A

Performance du marché boursier large de la zone euro et anticipations de bénéfices

(échelle de gauche : indice ; échelle de droite : EUR)

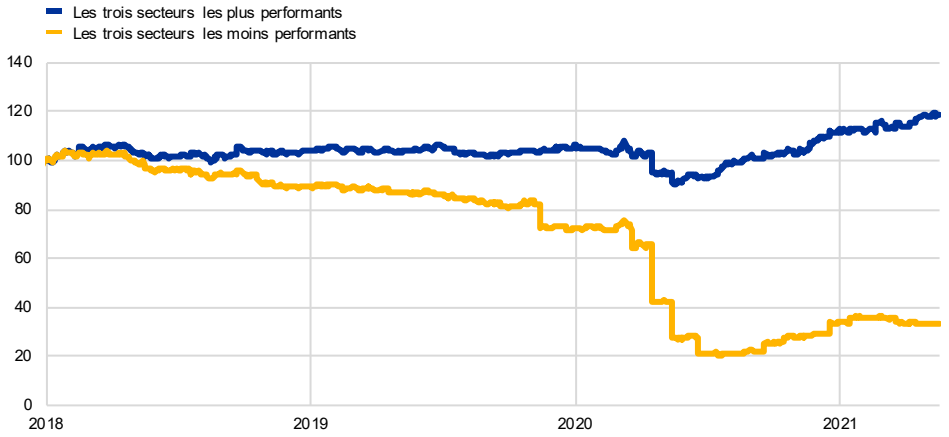


Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes :« BPA » signifie bénéfices par action. Ce graphique présente les cours et les prévisions de bénéfices à 12 mois de l'indice large Dow Jones Euro Stoxx. Les dernières observations se rapportent au 17 mai 2021.

Graphique B

Anticipations de bénéfices pour les secteurs les plus performants et les moins performants de la zone euro

(indice normalisé)



Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes : Ce graphique présente les prévisions de bénéfices à 12 mois pour les trois secteurs les plus performants et les trois secteurs les moins performants. Données quotidiennes normalisées à 100 au 1er janvier 2018. Les trois secteurs les plus performants sont ceux des technologies, des services collectifs et des services financiers non bancaires. Les trois secteurs les moins performants sont le secteur des voyages, le secteur bancaire et les magasins d'alimentation. Les dernières observations se rapportent au 17 mai 2021.

Le présent encadré mesure l'hétérogénéité des prévisions quotidiennes à 12 mois des analystes relatives aux bénéfices par action (BPA) pour des entreprises cotées de 20 secteurs différents. Étant donné qu'il est toujours possible pour les analystes de réviser leurs estimations lorsque de nouvelles informations sont disponibles, les prévisions de bénéfices sont particulièrement utiles pour mesurer les effets immédiats de la crise de la COVID-19 sur la dispersion transsectorielle [1].

Afin de rendre compte de l'impact de la crise de la COVID-19 sur la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices, on utilise l'indice de Gini. Pour une variable d'intérêt (ici, les prévisions de bénéfice par action) observée sur un échantillon d'individus (ici, les secteurs), l'indice de Gini donne une moyenne normée des différences en valeur absolue de la valeur de la variable entre toutes les paires d'individus [2]. En tant que tel, c'est un indicateur de dispersion relative compris entre 0 et 1, une augmentation de l'indice reflétant une augmentation de la dispersion.

L'indice de Gini présente plusieurs avantages par rapport à des mesures plus simples de la dispersion telles que l'écart-type. Premièrement, il représente le degré d'inégalité dans toutes les distributions statistiques. Ensuite, l'indice de Gini

1 Plusieurs études analysent l'hétérogénéité transsectorielle en s'appuyant sur des indicateurs rétrospectifs tels que la rentabilité effective. Cf. par exemple, Akcigit (U) *et al.*, « *Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues* », *Staff Discussion Notes*, n° 2021/001, FMI, 2021.

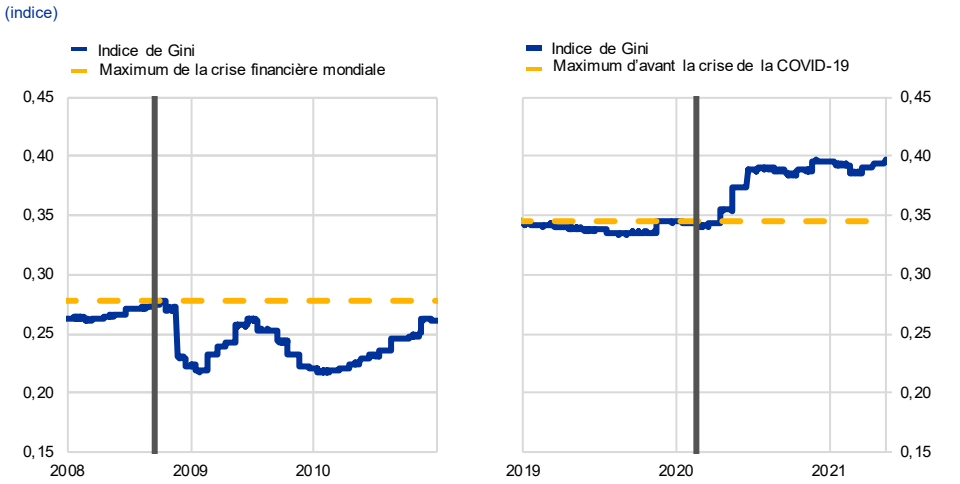
2 C'est mathématiquement équivalent à la formulation standard de l'indice de Gini basée sur la courbe de Lorenz. L'indice de Gini a été utilisé de cette manière dans de nombreux domaines scientifiques différents, notamment la finance. Cf. par exemple, Bongaerts (D), Cremers (K.J.M) et Goetzmann (W.N), « *Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings* », *The Journal of Finance*, vol. 67(1), 2012, p. 113-152 ; Jaremski (M), « *The (dis)advantages of clearinghouses before the Fed* », *Journal of Financial Economics*, vol. 127(3), 2018, p. 435-458 ; et Hautsch (N) et Horvath (A), « *How effective are trading pauses?* », *Journal of Financial Economics*, vol. 131(2), 2019, p. 378-403.

évalue la dispersion via un indicateur synthétique relativement facile à interpréter : il atteint sa valeur maximale de 1 lorsque les anticipations de bénéfices sont positives pour un secteur et nulles pour tous les autres secteurs, et il est égal à 0 lorsque tous les secteurs contribuent de manière égale à la somme des bénéfices attendus. En outre, dans le présent encadré, nous calculons l'indice de Gini en utilisant les données relatives aux anticipations de bénéfices sur la base des niveaux plutôt que des taux de croissance, afin d'évaluer si les évolutions de la dispersion transsectorielle sont structurelles [3].

Les données indiquent que, selon cette mesure, la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices a constamment augmenté depuis le début de la crise de la COVID-19, à la différence de crises précédentes où l'impact était plus homogène entre les secteurs (graphique C). Si l'indice de Gini a fortement diminué après la faillite de Lehman Brothers lors de la crise financière mondiale – reflétant une révision à la baisse généralisée des perspectives de bénéfices d'un secteur à l'autre – il a au contraire nettement augmenté depuis le début de la crise de la COVID-19. Ensemble, ces observations indiquent qu'un changement structurel des anticipations s'est opéré pendant la pandémie actuelle : le marché s'attend à ce que certains secteurs enregistrent continûment de moins bons résultats que les autres au cours de l'année à venir.

Graphique C

Indice de Gini appliqué aux anticipations de bénéfices à 12 mois pour les entreprises de la zone euro pendant a) la crise financière mondiale et b) la crise de la COVID-19



Sources : Refinitiv, IBES et calculs de la BCE.
Notes : La ligne bleue présente l'indice de Gini basé sur les anticipations de bénéfices à 12 mois pour 20 secteurs. La ligne jaune en pointillé indique le pic pour la période concernée. Les lignes verticales correspondent à la date de la faillite de Lehman Brothers (partie gauche) et au déclenchement de la crise de la COVID-19 (partie droite). La dernière observation se rapporte au 17 mai 2021.

Le renforcement de la distanciation sociale combiné à la diminution de la mobilité en raison des mesures de confinement contribuent à expliquer

[3] Fonder l'indice de Gini sur des niveaux présente également l'avantage d'exclure les effets de base. Cet encadré ne présente pas l'indice de Gini en utilisant des données relatives aux anticipations de bénéfices à long terme, car il n'existe pas de données quotidiennes au niveau sectoriel. En outre, cet encadré analyse les effets les plus immédiats de la crise de la COVID-19 sur les performances attendues des entreprises, qui sont généralement clairement reflétés dans les révisions des anticipations de bénéfices à court terme.

l'accroissement de la dispersion des anticipations de bénéfices pendant la crise de la COVID-19. En effet, les restrictions à la mobilité affectent l'activité économique différemment selon les secteurs. La corrélation entre la sévérité des confinements et la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices est estimée au moyen de projections locales utilisant des données quotidiennes relatives à la période comprise entre début janvier 2020 et fin avril 2021 [4]. On utilise l'indice de confinement de Goldman Sachs (*Effective Lockdown Index*, ELI) comme indicateur de la sévérité du confinement. Cet indicateur prend en compte une combinaison de données officielles relatives aux restrictions imposées par les pouvoirs publics et de données effectives sur la mobilité.

Cette analyse empirique montre que la dispersion transsectorielle des prévisions de bénéfices par action à 12 mois a augmenté à chaque fois que les mesures de confinement ont davantage restreint la mobilité (graphique D). Jusqu'en décembre 2020, la mise en place d'un confinement donnant lieu à une augmentation de 50 points de l'indice ELI (ce qui constitue la moitié de son étendue, comprise entre 0 et 100, et correspond à la variation observée en mars 2020) entraînait une hausse de 3 points de pourcentage de l'indice de Gini après 20 jours ouvrés.

Dans le même temps, la mise en œuvre de campagnes de vaccination a changé la donne : depuis le début de la vaccination, fin 2020, les confinements sévères ont bien moins contribué à l'indicateur de dispersion (graphique D) [5]. Depuis mi-décembre 2020, lorsque la vaccination a débuté dans la zone euro, les effets des mesures restrictives de confinement sur la dispersion transsectorielle ont diminué de plus de deux tiers [6]. Il est possible que ce résultat soit le reflet de la conviction selon laquelle les récents confinements devraient, dans une certaine mesure, être les derniers, augmentant la probabilité d'une reprise progressive de l'économie.

---

4 Les projections locales sont basées sur Jordà (Ò), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95(1), 2005, p. 161-182. Elles estiment une série de régressions pour chaque horizon de prévision, jusqu'à 20 jours ouvrés dans le futur. Les régressions prennent en compte la volatilité des marchés boursiers. Elles prennent également en compte les évolutions du marché boursier large en incluant la variation des anticipations de bénéfices pour le marché boursier large sur chaque horizon de prévision. Les réponses impulsionnelles dans la partie droite du graphique D sont générées en retraçant les coefficients estimés (multipliés par 50 afin de refléter une augmentation de 50 points d'indice de la sévérité du confinement) correspondant aux effets de la sévérité du confinement sur la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices.

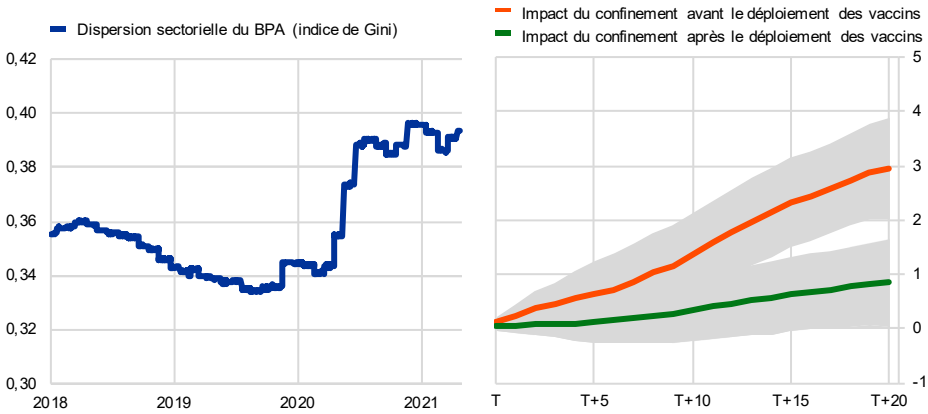
5 Bien que le nombre total de nouveaux confinements mis en place soit relativement faible, l'indice d'efficacité du confinement (ELI) est un indicateur continu de la sévérité, qui s'appuie sur 259 et 84 observations, respectivement, pour les périodes avant et après le début de la vaccination. La valeur moyenne de l'ELI est d'environ 50 sur 100 pour les deux périodes. Sur le plan économétrique, l'impact estimé de la mise en place d'un confinement est donc calculé à partir de la série de données continues.

6 L'annonce du déploiement des vaccins début novembre 2020 peut également avoir eu une incidence sur la corrélation entre la sévérité des confinements et la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices. Une vérification séparée de la robustesse montre que l'impact des confinements sévères sur la dispersion transsectorielle des anticipations de bénéfices est globalement similaire lorsque l'on examine la période à partir de début novembre 2020 plutôt que celle à partir de mi-décembre 2020.

Graphique D

Dispersion transsectorielle des prévisions de bénéfices par action dans la zone euro et impact estimé des confinements avant et après le déploiement des vaccins

(partie gauche : indice ; partie droite : pourcentages)



Sources : Refinitiv, IBES, Goldman Sachs et calculs de la BCE.
Notes : Ce graphique présente l'impact des confinements (à savoir une augmentation de 50 points de l'indice de sévérité du confinement) sur l'indice de Gini appliqué aux prévisions sectorielles de bénéfices par action à 12 mois au fil du temps (jusqu'à 20 jours après la date supposée du confinement). Les effets sont estimés en utilisant les projections locales. Les zones grisées représentent des intervalles de confiance à 90 % en utilisant des erreurs types de Newey-West robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation. La dernière observation se rapporte au 26 avril 2021.

3 L'impact économique hétérogène de la pandémie sur les pays de la zone euro

Philip Muggenthaler, Joachim Schroth et Yiqiao Sun

Si la pandémie de coronavirus (COVID-19) a été un choc commun, son impact économique a été hétérogène d'un pays à l'autre. Le présent encadré décrit comment l'activité et la demande ont été affectées dans les pays de la zone euro depuis le début de la pandémie et met en évidence certains éléments qui peuvent contribuer à expliquer l'hétérogénéité des performances entre les pays. Il souligne également les risques de divergences persistantes et le rôle important des programmes *Next Generation EU* pour les réduire. Les différences entre les pays de la zone euro portent notamment sur le degré de sévérité des mesures d'endiguement en réaction à l'intensité variable de la crise sanitaire, les différences de composition sectorielle et de structures économiques et la qualité des cadres institutionnels. Le soutien budgétaire ayant été proportionnel à la profondeur de la crise sanitaire, les situations budgétaires des pays de la zone euro ont divergé en 2020.

Au premier trimestre 2021, le PIB en volume de la zone euro était inférieur de 4,9 % à son niveau d'avant la pandémie, ayant enregistré une baisse de 6,5 % en 2020. Pour les différents pays de la zone euro, la comparaison avec les niveaux d'avant la pandémie s'échelonne de + 13,2 % (Irlande) à – 9,3 % (Espagne). Alors que c'est en 2020 que la récession a été la plus profonde, la croissance totale du PIB en volume au premier trimestre 2021 était encore nettement inférieure à son niveau d'avant la crise dans tous les pays à l'exception de l'Estonie (3,4 %), de l'Irlande (13,2 %), de la Lituanie (1,1 %) et du Luxembourg (3,2 %) (graphique A) [1]. En revanche, l'Espagne, l'Italie, Malte, l'Autriche et le Portugal ont enregistré la baisse la plus significative de leur PIB en volume, le Portugal et l'Espagne subissant les pertes les plus importantes (9,1 % et 9,3 %, respectivement). Comme dans ces pays le secteur du tourisme revêt une importance particulière pour l'activité dans son ensemble, l'interdiction des déplacements à l'étranger a eu un fort impact [2].

Si la récession provoquée par la pandémie a été essentiellement déterminée par la consommation, l'importance relative des contributions à la croissance par composantes de la demande a varié considérablement d'un pays à l'autre. Dans la plupart des pays, la plus forte contribution négative à la récession a résulté de la plus grande composante de la demande : la réduction de la consommation privée. Cette évolution est intervenue dans un contexte d'incertitude et de nette baisse des opportunités en matière de dépenses pour les ménages, ce qui a entraîné une augmentation de l'épargne de précaution (graphique A) [3]. En particulier

---

1 La forte croissance en Irlande reflète principalement les performances des secteurs dominés par les entreprises multinationales à capitaux étrangers.

2 Pour plus de détails sur l'impact des restrictions de déplacement, cf. « Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

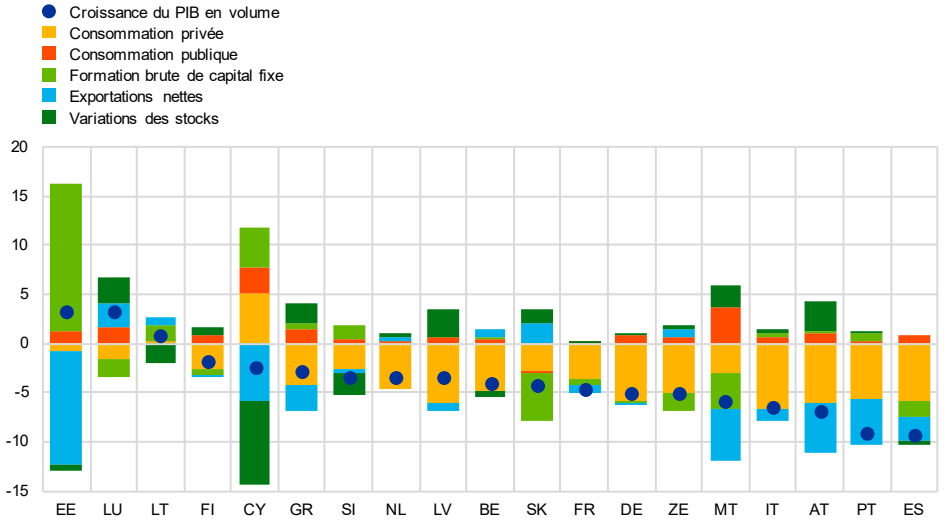
3 Pour plus de précisions concernant l'estimation d'une épargne (involontaire) forcée vs une épargne de précaution, cf. « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, le recul du PIB en volume s'explique entièrement par la consommation privée, ce qui montre la résilience de leur secteur extérieur, la composition de leurs exportations étant moins vulnérable.
Les composantes plus volatiles du PIB, la croissance de l'investissement total et des exportations nettes, bien que moins importantes du point de vue de leur taille relative, ont encore amplifié les hétérogénéités d'un pays à l'autre en favorisant la croissance du PIB dans certains pays, mais en la freinant dans d'autres.

Graphique A

Décomposition de la variation du PIB en volume entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2021 par composantes de la demande

(en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.
Notes : L'Irlande n'est pas représentée car la croissance de son PIB en volume et les composantes de sa demande intérieure ont été fortement biaisées par les activités des entreprises multinationales. Les contributions exceptionnellement importantes de la variation de l'investissement total et des exportations nettes à la croissance de signes opposés en Estonie sont imputables à une opération de grande ampleur d'une entreprise automobile internationale qui a investi dans un nouveau logiciel en Estonie. L'opération a été enregistrée simultanément au titre de l'investissement en équipements et au titre des importations, sans incidence sur le PIB.

La sévérité des mesures d'endiguement nécessaires pour lutter contre la crise sanitaire a varié considérablement d'un pays à l'autre et dans le temps.

La conception des mesures d'endiguement, ainsi que leur évolution au fil du temps telle que synthétisée par l'indice de sévérité des mesures d'Oxford (*Oxford Stringency Index*, OSI), ont été essentiellement déterminées par les évolutions de la pandémie dans chaque pays. La partie a du graphique B montre l'évolution de l'indice OSI moyen pour la zone euro et l'intervalle couvert par les pays de la zone depuis le début de la pandémie au premier trimestre 2020. Le 12 mars 2020, tous les pays de la zone euro avaient mis en place une série de mesures d'endiguement, l'Italie étant la première à réagir et l'Estonie la dernière. Durant toute la période de pandémie, un écart important a persisté entre le pays dont les restrictions étaient les plus contraignantes et celui dont les restrictions étaient les moins contraignantes,

ce qui a contribué à renforcer les hétérogénéités des évolutions économiques entre les pays [4].

L'impact des mesures de confinement, qui a été hétérogène d'un pays à l'autre et dans le temps, a dépendu dans une large mesure de la composition sectorielle. La Finlande, l'Estonie, la Lituanie et la Lettonie ont adopté les mesures les moins sévères sur la période prolongée de la pandémie, tandis que l'Italie, l'Espagne et le Portugal ont mis en œuvre des mesures relativement contraignantes. Si le niveau de sévérité a été généralisé à l'ensemble des secteurs durant le premier confinement au début de la première vague en mars 2020, il est devenu plus ciblé sur des secteurs spécifiques et a varié plus nettement d'un pays à l'autre durant la deuxième vague qui a débuté en octobre 2020. Les mesures d'endiguement plus ciblées ont accordé une importance plus grande à la composition sectorielle de l'économie. La part des services nécessitant de nombreux contacts pourrait expliquer en partie l'impact économique hétérogène de certaines mesures de confinement (graphique B, partie b) [5]. La composition sectorielle n'est que l'un des nombreux facteurs structurels de la croissance du PIB potentiel (comme la qualité des institutions, la réglementation des marchés du travail et des biens et services et les liens commerciaux). Ces facteurs, qui ont contribué à expliquer les différences entre les pays en termes de potentiel de croissance et les rythmes de rétablissement différents après des chocs communs au cours des dernières décennies, peuvent également être pertinents pour la présente pandémie [6].

---

4 Dans la zone euro, la variation d'un pays à l'autre de l'indice OSI a couvert un intervalle de 40 en moyenne (avec un maximum de 93 atteint en avril 2020) entre le résultat du pays le moins sévère et celui du pays le plus sévère, avec un écart type de 10 environ sur l'ensemble de la période.

5 Pour une analyse détaillée, cf. « L'impact des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

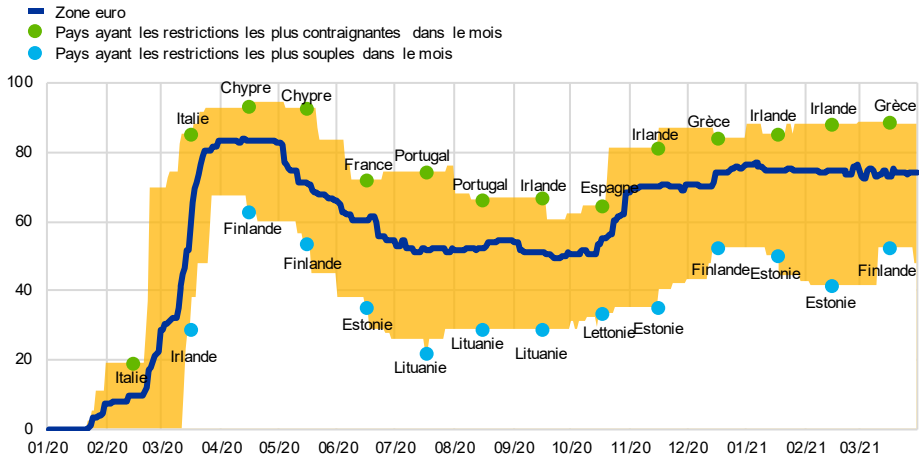
6 Cf. Sondermann (D.), « *Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures* », *Working Paper Series*, BCE, n° 1984, novembre 2016.

Graphique B

Mesures d'endiguement et structures économiques dans le cadre d'une comparaison entre pays

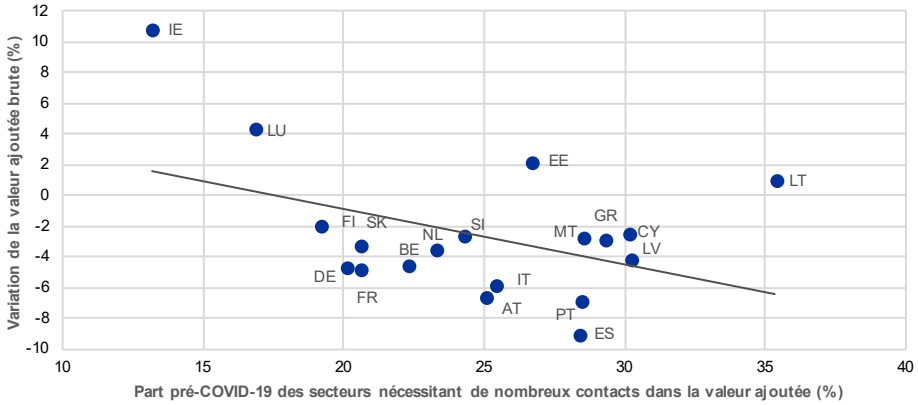
a) Évolution de l'indice de sévérité des mesures d'Oxford dans la zone euro

(indice)



b) Part du secteur des services nécessitant de nombreux contacts et variation de la valeur ajoutée durant la période de crise liée à la COVID-19

(en pourcentage, variations en pourcentage)



Sources : *Oxford Government Response Tracker*, Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Dans la partie a), l'indice d'Oxford de sévérité des mesures liées à la COVID-19 est une mesure composite basée sur neuf indicateurs des réactions, incluant les fermetures d'écoles, les fermetures d'entreprises et les interdictions de déplacement, recalculée pour obtenir une valeur comprise entre 0 et 100 (100 = la plus sévère). Pour la zone euro, l'indice correspond à la moyenne pondérée par le PIB de l'indice de sévérité pour l'ensemble des pays de la zone. La dernière observation se rapporte au 31 mars 2021. Dans la partie b), la variation de la valeur ajoutée brute se rapporte à la variation cumulée entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2021. Les secteurs nécessitant de nombreux contacts comprennent le commerce de détail, les transports, l'hébergement, les activités de services alimentaires, les arts, les spectacles, les loisirs et les autres activités. La part pré-COVID-19 de la valeur ajoutée représentée par les secteurs nécessitant de nombreux contacts a été calculée comme la moyenne trimestrielle pour 2019 des parts en pourcentage de la valeur ajoutée totale.

L'impact de la crise a été amorti par le soutien budgétaire considérable apporté par tous les gouvernements de la zone euro ; même si la composition de ce soutien est analogue, son ampleur a été assez différente d'un pays à l'autre [7]**.** En fournissant un soutien rapide et critique lors de la première phase de la pandémie, les gouvernements nationaux se sont attaqués aux conséquences

[7] Le présent encadré se rapporte essentiellement à l'aide budgétaire ayant une incidence sur le solde budgétaire. Toutefois, certaines des mesures de soutien, telles que les garanties d'État et d'autres engagements conditionnels, n'ont pas eu d'effet immédiat sur les finances publiques, mais elles ont représenté une aide importante pour faciliter l'accès des entreprises au financement externe et préserver les structures de l'économie dans leur configuration d'avant la crise.

sanitaires et économiques immédiates de la crise et les ont atténuées [8]. En 2020, les mesures d'urgence prises dans les différents pays ont été globalement comparables, les parts les plus importantes étant allouées aux dispositifs de maintien de l'emploi, au soutien de la liquidité des entreprises [9] comme les garanties d'État [10], aux reports d'impôts et aux subventions, ainsi qu'aux mesures visant à faire face à l'urgence médicale. Toutefois, l'ampleur globale du soutien budgétaire a différé considérablement d'un pays à l'autre. En Grèce et à Malte, la relance budgétaire en 2020, mesurée par la variation du solde budgétaire net des paiements d'intérêts, qui reflète la réaction automatique du solde budgétaire des administrations publiques au cycle (stabilisateurs automatiques) et les mesures budgétaires discrétionnaires, ont représenté plus de 10 % du PIB d'avant la crise, contre environ 4 % en Estonie, en Lettonie et en Finlande, pays qui ont été relativement moins affectés par la crise sanitaire.

Dans l'ensemble, la relance budgétaire a eu tendance à être proportionnelle aux pertes en termes de PIB. Dans les différents pays de la zone euro, la variation du solde budgétaire nette des paiements d'intérêts a eu tendance à être plus importante là où le PIB a reculé plus fortement (graphique C, partie a). Dans le même temps, plusieurs pays de la zone euro, dans lesquels la relance budgétaire en 2020 et donc l'effet sur les déficits budgétaires ont été plus importants, ont également abordé la pandémie avec des niveaux de dette plus élevés (graphique C, partie b). Cela a encore accentué l'hétérogénéité des situations budgétaires en 2020 par rapport à la période d'avant la crise.

---

8 Pour une vue d'ensemble, cf. « 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.

9 Cf. « L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021.

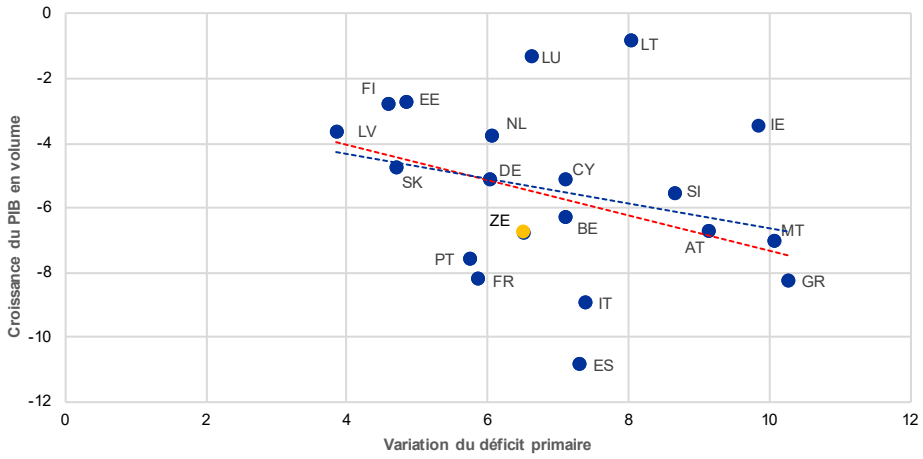
10 Cf. « Le rôle des pouvoirs publics à l'égard du secteur des sociétés non financières pendant la crise de la COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021

Graphique C

Relance budgétaire pour lutter contre le recul de la croissance du PIB en volume en 2020 (partie a) et ratio de dette publique en 2019 (partie b)*

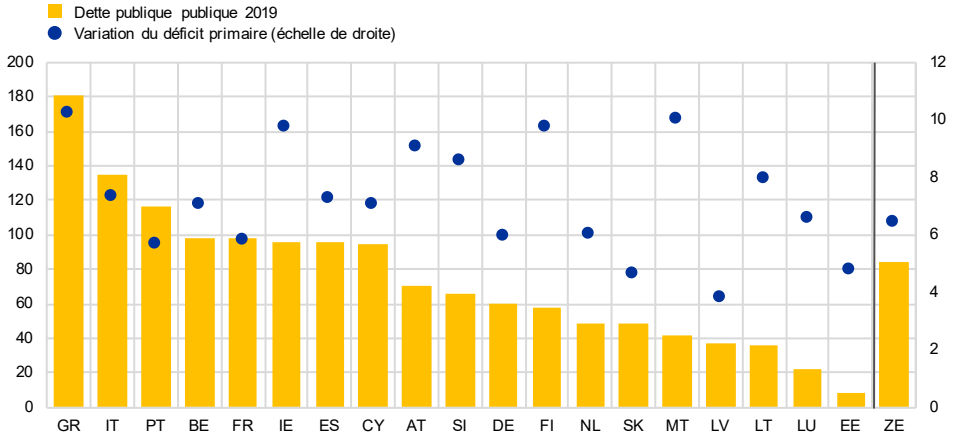
a) Relance budgétaire pour lutter contre le recul de la croissance du PIB en volume en 2020

(PIB en volume exprimé en variations en pourcentage ; variation du déficit primaire en pourcentage du PIB de 2019)



b) Ratio de dette publique en 2019

(niveau de dette en pourcentage du PIB ; variation du déficit primaire en pourcentage du PIB de 2019)



Sources : Eurostat, Exercice global de projections macroéconomiques de l'Eurosystème de juin 2021, Central Statistics Office et calculs de la BCE.
Notes : La relance budgétaire est mesurée comme la variation du déficit primaire en 2020 en pourcentage du PIB de 2019.
* Pour l'Irlande, le revenu national brut modifié (RNB*) à prix de marché constants est utilisé à la place du PIB en volume, et la dette publique et la variation du déficit primaire sont exprimées en pourcentage du RNB* de 2019. La ligne rouge représente la tendance hors Irlande. Pour l'Allemagne, le chiffre du déficit primaire pour 2020 a été actualisé après les notifications au titre de la PDE, ce qui affecte également l'agrégat de la zone euro pour 2020.

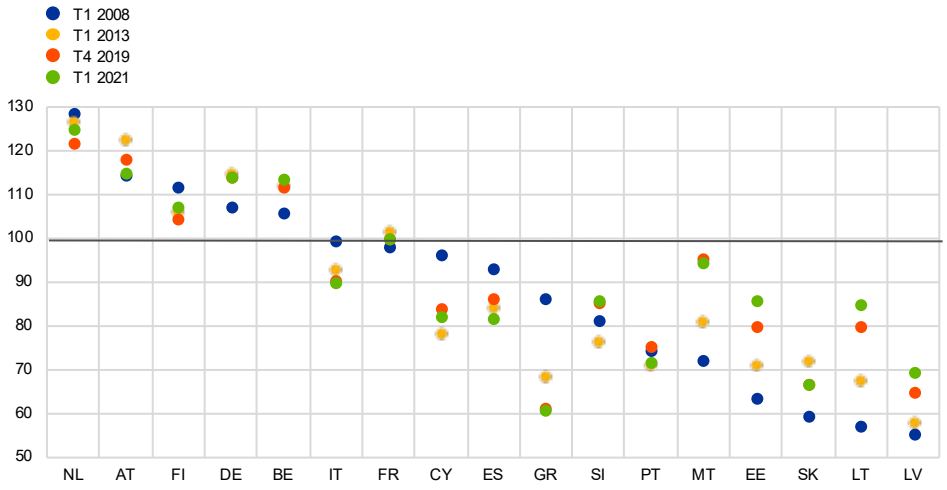
La crise de la COVID-19 a au moins temporairement perturbé le processus de convergence des niveaux de vie entre les pays, que l'on pouvait observer depuis la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine de la zone euro. Le graphique D représente la situation des pays au regard de la moyenne pour la zone euro du PIB par habitant en parités de pouvoir d'achat (PPA), une mesure couramment utilisée pour la comparaison des niveaux de vie. La crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine de la zone euro se sont traduites par d'importantes divergences entre les pays, qui se sont creusées entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2013, suivies d'un processus de convergence. Le choc lié à la COVID-19 a déclenché de nouvelles divergences,

globalement moins importantes toutefois, touchant plusieurs pays situés au-dessous de la moyenne de la zone euro en termes de revenu par habitant plus sévèrement que ceux situés au-dessus. L'Allemagne, les Pays-Bas et l'ensemble des autres pays situés au-dessus de la moyenne de la zone euro, à l'exception de l'Autriche, ont vu leur niveau de vie se détériorer dans des proportions plus faibles, ou comparables à cette moyenne, alors que les niveaux de vie des pays situés au-dessous de ce seuil, comme la Grèce, l'Italie, l'Espagne et le Portugal, ont été défavorablement impactés. En revanche, à l'exception de Chypre et de Malte, les pays qui ont rejoint la zone euro entre 2007 et 2015 [11], ont poursuivi leur processus de rattrapage de la moyenne de la zone euro malgré la pandémie de COVID-19.

Graphique D

PIB par habitant en termes de standard de pouvoir d'achat par rapport à la moyenne de la zone euro à différentes périodes

(indice, zone euro=100)



Sources : Commission européenne, Eurostat, Banque mondiale et calculs des services de la BCE.
Notes : Les périodes correspondent aux points hauts et aux points bas du PIB par habitant de la zone euro lors de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine et lors de la pandémie de COVID-19, respectivement. L'Irlande et le Luxembourg ressortent comme des valeurs aberrantes et ne sont pas représentés dans le graphique. Les pays sont classés suivant la valeur de l'indice au premier trimestre 2008.

Alors que la réaction exceptionnelle des autorités a limité l'impact économique de la pandémie, les risques de séquelles dans les pays les plus touchés demeurent élevés. Si les facteurs structurels sont largement responsables de cette hétérogénéité accrue, l'impact initial du choc lié à la pandémie pourrait entraîner des divergences de croissance plus durables à l'avenir. Ces dernières pourraient s'expliquer, par exemple, par des rythmes de réallocation entre les secteurs et une marge de manœuvre budgétaire qui diffèrent selon les pays.

Le programme *Next Generation EU* devrait contribuer à limiter l'accroissement des divergences économiques dans la zone euro. Il vise à améliorer le socle structurel des économies et à promouvoir une reprise plus inclusive. Cela s'appuie, entre autres, sur une distribution des fonds relatifs à la reprise et à la résilience

[11] Estonie, Chypre, Malte, Lettonie, Lituanie, Slovénie et Slovaquie.

orientée en priorité vers les pays qui enregistrent les pertes économiques les plus importantes en raison de la pandémie [12].

[12] Proposition de règlement de la Commission européenne établissant une facilité pour la reprise et la résilience et Conclusions du Conseil européen du 21 juillet 2020.

4 COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation

Maarten Dossche, Georgi Krustev et Stylianos Zlatanos

Cet encadré analyse la hausse de l'épargne des ménages enregistrée dans la zone euro depuis le début de la crise du coronavirus (COVID-19). Il fournit une actualisation d'une précédente analyse des déterminants de la récente envolée de l'épargne et de ce qu'ils suggèrent en matière d'ajustement de l'épargne et de redressement de la consommation privée à mesure que la pandémie est maîtrisée [1]. La pandémie ayant affecté l'activité économique de la zone euro principalement par le biais des restrictions imposées à différents types de consommation, la nature du redressement de cette composante de la demande déterminera largement la rapidité de la reprise économique globale.

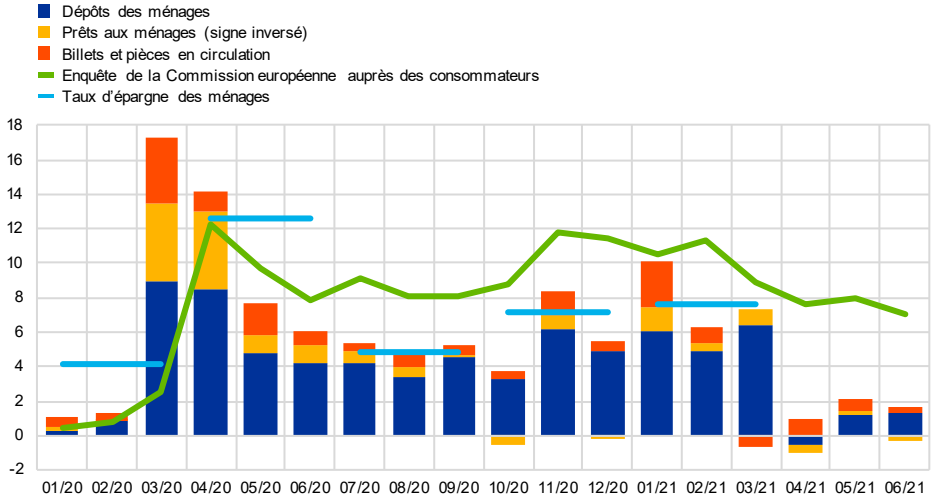
Depuis début 2020, la propension à épargner des ménages de la zone euro a atteint des niveaux exceptionnels. Le taux d'épargne des ménages, calculé à partir des comptes sectoriels de la zone euro (graphique A), a fortement augmenté au premier semestre 2020. Depuis lors, il a fluctué autour d'un niveau bien plus élevé qu'avant la pandémie, reflétant largement le recul de la consommation lié à celle-ci. Les comptes sectoriels sont publiés avec un décalage de trois mois environ ; par conséquent, des indicateurs disponibles plus rapidement, tels que les données mensuelles sur les dépôts et prêts bancaires des ménages, ont joué un rôle important car ils ont fourni des informations précoces pour évaluer la dynamique de l'épargne. Ces indicateurs montrent qu'une part élevée de l'épargne supplémentaire accumulée par les ménages s'est traduite par une augmentation des dépôts bancaires et par un moindre recours des ménages à l'emprunt. Les informations tirées de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs concernant les intentions des ménages en matière d'épargne au cours des 12 prochains mois se sont également révélées utiles pour évaluer les évolutions en cours. Ces indicateurs donnent des informations avancées sur l'ampleur des fluctuations, mais la compréhension approfondie des facteurs sous-jacents repose sur les données plus détaillées fournies par les comptes sectoriels et nationaux.

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

Graphique A

Indicateurs relatifs à l'épargne des ménages

(variation par rapport à décembre 2019/àT4 2019, en points de pourcentage du revenu disponible et points de pourcentage)



Sources : DG-ECFIN de la Commission européenne, Eurostat, BCE et calculs des auteurs.
Notes : Les dépôts et prêts des ménages se rapportent à des flux nets. Les prêts aux ménages sont présentés avec un signe inversé. La contribution des flux de billets et pièces est considérée comme un plafond, la ventilation par secteurs détenteurs n'étant pas disponible sur une base mensuelle. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2021 pour le taux d'épargne des ménages et à juin 2021 pour toutes les autres séries. Les données sont corrigées des variations saisonnières.

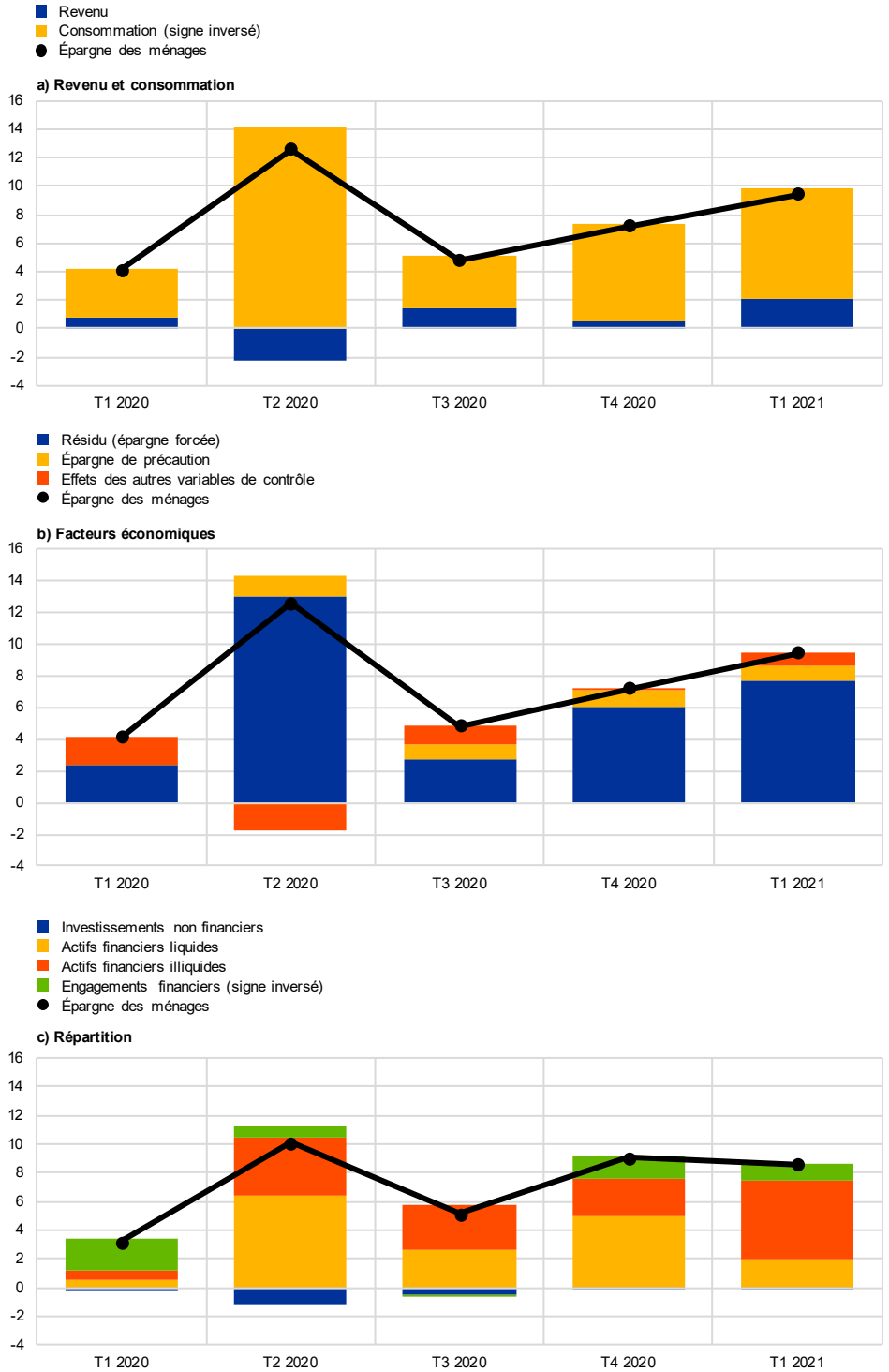
La hausse de l'épargne reflète largement une baisse de la consommation, les transferts budgétaires ayant stabilisé les revenus du secteur des ménages. Le graphique B (partie a) illustre le fait que la forte hausse de l'épargne des ménages reflète essentiellement une diminution de la consommation. Les importants transferts budgétaires ont largement préservé le revenu agrégé des ménages de la contraction de l'activité économique. Cette situation est très différente de celle observée dans la zone euro lors des deux précédentes récessions, lorsque le revenu disponible réel avait fortement diminué malgré une baisse bien moins forte de la rémunération par tête. Dans le même temps, pendant la crise actuelle, la zone euro n'a pas enregistré de hausse du revenu disponible réel, contrairement à certaines autres économies avancées où les transferts budgétaires ont dopé le revenu disponible des ménages (pour plus de détails, cf. l'encadré 1 de ce numéro du *Bulletin économique*). Cela s'explique par la nature plus ciblée du soutien apporté aux revenus dans la zone euro (par exemple, les dispositifs de chômage partiel), qui est largement conditionné à la baisse effective des heures travaillées des ménages et, donc, des revenus qu'ils tirent du travail [2].

[2] Cf. l'encadré intitulé « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

Graphique B

Taux d'épargne des ménages : trois décompositions

(parties a et b : variation par rapport au quatrième trimestre 2019, partie c : variation par rapport au trimestre correspondant de 2019 ; points de pourcentage du revenu disponible et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.
Notes : Les parties a et b utilisent des données corrigées des variations saisonnières et présentent la variation du taux d'épargne par rapport au quatrième trimestre 2019 ; la partie c utilise des données brutes et présente la variation du taux d'épargne par rapport au trimestre correspondant de 2019. Le taux d'épargne présenté dans la partie c diffère légèrement de celui présenté dans les parties a et b en raison d'écarts statistiques entre les comptes financiers et non financiers, ainsi que d'un trimestre de référence différent lié à l'utilisation de données brutes.

La hausse de l'épargne des ménages a largement été involontaire. La décomposition présentée dans le graphique B (partie b) suggère que l'essentiel du surplus d'épargne a été involontaire. En raison des restrictions imposées par les gouvernements et de la peur de l'infection, de nombreux types de consommation n'étaient effectivement pas disponibles (par exemple, la fréquentation des restaurants, les concerts et les voyages), ce qui a entraîné une épargne involontaire ou « forcée ». L'épargne de précaution a également joué un rôle significatif, quoique plus limité. Les dispositifs de chômage partiel ont non seulement fourni une compensation immédiate de la perte de revenus du travail, mais ont également contribué à préserver les emplois existants. La nature de ces transferts budgétaires semble également avoir concouru à limiter le risque d'une perte future de revenu et par conséquent le besoin de constituer une épargne de précaution, même si cet effet est difficile à quantifier [3].

Une grande partie de la hausse de l'épargne a consisté en actifs liquides. Le graphique B (partie c) montre qu'environ la moitié de l'épargne excédentaire des ménages a été placée en actifs financiers liquides (c'est-à-dire des liquidités et des dépôts bancaires). Pour cette raison, les variations des flux de dépôts des ménages rendent assez bien compte des évolutions récentes du taux d'épargne (graphique A). Dans le même temps, il convient de noter qu'une grande partie de l'épargne supplémentaire a été investie sous forme moins liquide, en actions ou en fonds d'investissement par exemple, ou a servi à réduire le recours des ménages à l'emprunt. Néanmoins, avec une large part du surplus d'épargne détenue sous forme liquide en raison de la contraction involontaire de la consommation et d'un revenu des ménages (agrégé) globalement stable, on peut se demander dans quelle mesure la résorption du surplus d'épargne accumulé (c'est-à-dire le montant de l'épargne qui dépasse le niveau d'avant la pandémie) peut doper (en finançant la demande latente) le redressement de la consommation privée [4]. Cette question est abordée plus bas.

La baisse de la consommation résulte pour l'essentiel du recul de la consommation de services aux consommateurs. Le recul initial de la consommation pendant la première vague de pandémie et les nouvelles baisses enregistrées au cours des vagues suivantes se sont caractérisés par une diminution des dépenses au titre des services plus prononcée que lors des récessions antérieures (graphique C). Cela reflète la nature particulière de la pandémie, notamment l'imposition de mesures de distanciation sociale. Lors de

---

[3] Cf. Bayer (C.), Born (B.), Luetticke (R.) et Mueller (G.) (2020), « *The Coronavirus Stimulus Package: How large is the transfer multiplier?* », *CEPR Discussion Paper*, n° 14600.

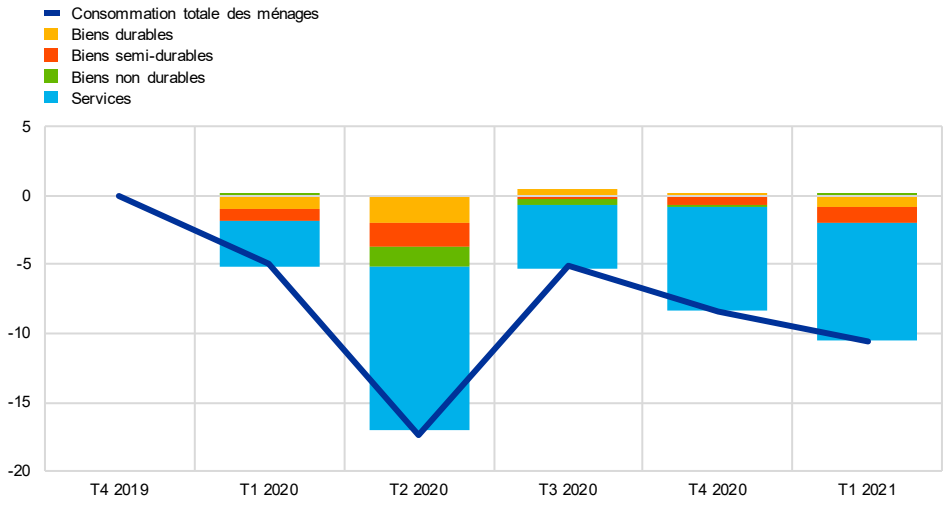
[4] Le surplus d'épargne peut être quantifié comme la différence entre l'épargne des ménages supplémentaire accumulée pendant la pandémie et une trajectoire contrefactuelle sans pandémie de COVID-19. En utilisant comme trajectoire contrefactuelle la trajectoire du taux d'épargne tirée des projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème pour décembre 2019, le montant accumulé d'épargne excédentaire peut être estimé à 540 milliards d'euros au premier trimestre 2021, soit 7,4 % du revenu disponible annuel en 2019 (cf. l'encadré intitulé « Dynamique du ratio d'épargne des ménages et implications pour les perspectives économiques de la zone euro » des Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021). Bilbiie *et al*. (2021) utilisent le taux d'épargne d'avant la pandémie comme donnée contrefactuelle (cf. Bilbiie (F.), Eggertsson (G.) et Primiceri (G.) (2021), « *US 'excess savings' are not excessive* », VoxEU, 1er mars). Différentes hypothèses plausibles sur l'évolution contrefactuelle de l'épargne des ménages en l'absence de pandémie donnent lieu à des différences relativement faibles du montant estimé du surplus d'épargne.

l'assouplissement temporaire des confinements au troisième trimestre 2020, les dépenses en biens durables ont retrouvé leur niveau d'avant la pandémie, alors que le redressement des services est resté modéré. Le fait que, pendant la pandémie, l'effondrement de la consommation ait résulté des services laisse moins de marge aux effets de la demande latente pour s'exercer après la résolution de la crise sanitaire [5]. Mais même si la reprise continue de dépendre fortement du rebond des services, moins sensibles aux effets de la demande latente, cela pourrait être contrebalancé dans une certaine mesure par une substitution en faveur des biens de consommation durables [6].

Graphique C

Évolution de la consommation privée dans la zone euro

(évolution par rapport quatrième trimestre 2019, points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.
Notes : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2021. Toutes les données sont déflatées et corrigées des variations saisonnières.

L'accumulation d'épargne au cours de la pandémie a essentiellement concerné les ménages plus âgés et ceux à revenus élevés. Le graphique D suggère que l'épargne a augmenté principalement pour les ménages plus âgés et

5 Cf. Beraja (M.) et Wolf (C.) (2021), « *Demand Composition and the Strength of Recoveries* », Massachusetts Institute of Technology, *mimeo*. Même si le concept de demande latente est souvent utilisé dans le contexte des biens durables, ces effets pourraient également se manifester dans les dépenses de services. Par exemple, des services « mémorables » liés au tourisme et aux voyages pourraient déclencher la matérialisation d'une forte demande latente ; cf. Hai (R.), Krueger (D.) et Postlewaite (A.) (2020), « *On the welfare cost of consumption fluctuations in the presence of memorable goods* », *Quantitative Economics*, Econometric Society, 11(4), 1177-1214.

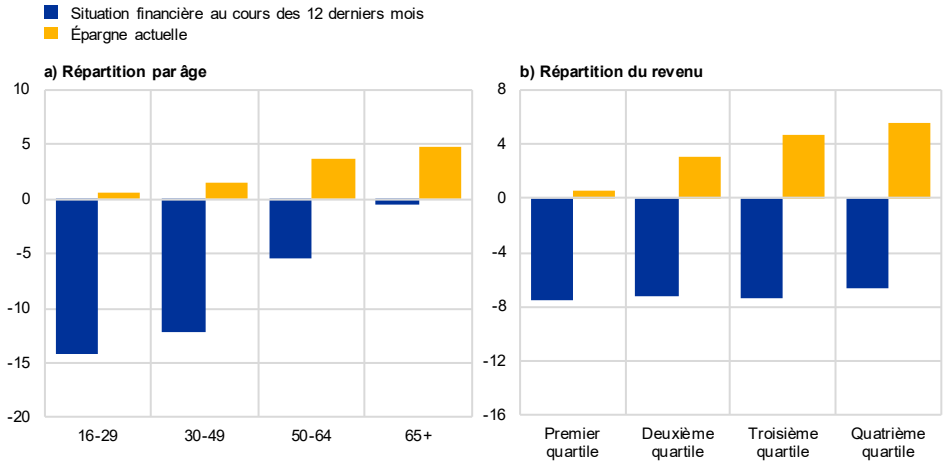
6 Le rebond des biens de consommation durables au troisième trimestre 2020 pourrait en partie refléter des facteurs temporaires. Par exemple, les dépenses en biens durables pourraient avoir été soutenues par des achats ponctuels d'équipements ménagers visant à adapter son environnement au télétravail. De plus, la réduction temporaire de la TVA appliquée en Allemagne au second semestre 2020 a probablement donné lieu à des achats anticipés de biens durables, comme le montre la faiblesse renouvelée de la consommation de biens durables après l'expiration de la réduction de la TVA au premier semestre 2021 ; cf. Clemens (M.) et Röger (W.) (2021), « *Temporary VAT reduction during the lockdown* », *DIW Discussion Paper*, n° 1944.

ceux à revenus plus élevés, ce qui est conforme aux résultats de plusieurs études [7]. Premièrement, ces deux groupes de ménages sont généralement moins exposés aux pertes de revenus du travail, dans la mesure où ils sont inactifs ou travaillent dans des secteurs moins exposés aux répercussions de la distanciation sociale [8]. Deuxièmement, leur panier de consommation contient plus de services ayant enregistré une baisse de la consommation liée aux mesures de distanciation sociale [9]. Du fait que les ménages plus âgés et à revenus plus élevés subissent généralement moins de contraintes de liquidité (ou ont une propension marginale à consommer moins élevée), la mesure dans laquelle cette épargne supplémentaire sera transformée en consommation devrait être relativement faible. De plus, d'après le principe de l'équivalence ricardienne, ils peuvent également être davantage concernés par de futures hausses de la fiscalité visant à compenser la récente augmentation de la dette publique.

Graphique D

Situation financière et épargne des ménages en fonction de leur répartition par âge et par niveau de revenu

(variation du solde en pourcentage, décembre 2019-avril 2021)



Sources : DG-ECFIN de la Commission européenne et calculs des auteurs.
Notes : La révision de la situation financière des ménages et de leur capacité à épargner est approximée par la variation des soldes nets entre décembre 2019 et avril 2021. La dernière observation se rapporte à avril 2021 afin de couvrir la période de hausse de l'épargne (graphique A). Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

Les indicateurs tirés d'enquêtes ne laissent pas présager de hausse immédiate de la consommation privée. L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs (graphique E) suggère que, pour les 12 prochains mois, les ménages prévoient que leurs dépenses pour de gros achats (comme les meubles, les appareils électroniques/électriques, etc.) seront comparables aux

[7] Cf. Bounie (D.), Camara (Y.), Fize (E.), Galbraith (J.), Landais (C.), Lavest (C.), Pazem (T.) et Savatier (B.) (2020), « *Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Data* », London School of Economics, *mimeo* ; Hacioglu (S.), Känzig (D.) et Surico (P.) (2021), « *The distributional impact of the pandemic* », *CEPR Discussion Paper*, n° 15101 ; Friz (R.) et Morice (F.) (2021), « *Will consumers save the EU recovery? – Insights from the Commission's consumer survey* », *SUERF Policy Note*, n° 237, mai.

[8] Les évolutions de la situation financière des ménages sur l'ensemble de la distribution des revenus a été comparable, étant donné que le soutien au revenu a principalement été axé sur les ménages à faible revenu, davantage exposés aux secteurs devant réduire leur activité.

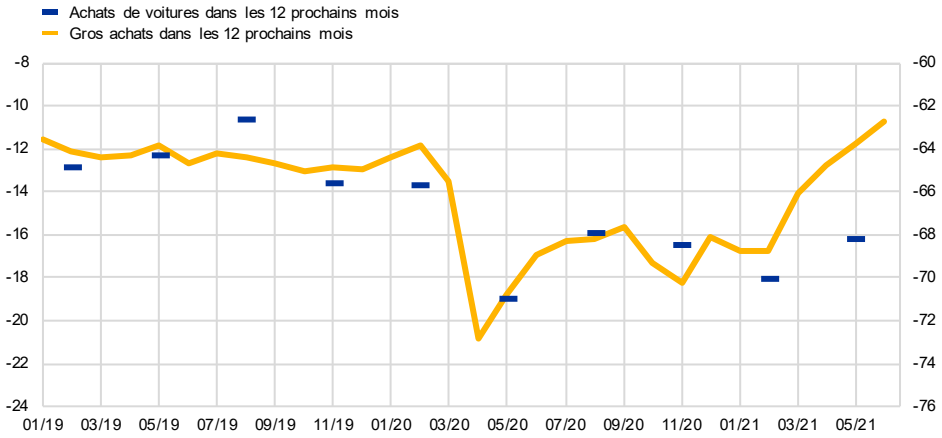
[9] Cf. l'encadré intitulé « La COVID-19 et les inégalités de revenus dans la zone euro », dans l'article intitulé « Politique monétaire et inégalités », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

montants dépensés début 2020. Les ménages ont également indiqué que leur intention d'acheter une voiture au cours des 12 prochains mois demeure inférieure au niveau d'avant la pandémie. Si certaines catégories de dépenses pourront bénéficier d'une demande exceptionnellement élevée, il ne ressort cependant pas des indicateurs tirés d'enquêtes que la demande latente généralisée financée par le surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie dopera la consommation privée au cours de l'année qui vient.

Graphique E

Prévisions de dépenses des ménages

(solde en pourcentage)



Source : DG-ECFIN de la Commission européenne.
Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2021 pour les gros achats et au deuxième trimestre 2021 pour les achats de voitures. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

Le choc de la COVID-19 a entraîné une forte hausse de l'épargne des ménages, mais ses déterminants ne suggèrent pas que cela donnera un important élan supplémentaire au rebond attendu de la consommation. La pandémie de COVID-19 a généré un choc économique qui a affecté la consommation privée et l'épargne des ménages d'une manière complexe. Si plusieurs facteurs suggèrent que le surplus d'épargne accumulé pourrait être facilement réabsorbé à des fins de consommation, d'autres facteurs indiquent que ce n'est peut-être pas si simple. Globalement, la probabilité d'une réabsorption immédiate du surplus d'épargne dans la consommation future demeure limitée [10].

[10] Pour une analyse de la façon dont l'ajustement du taux d'épargne et du surplus d'épargne accumulé influe sur les perspectives économiques de la zone euro, cf. l'encadré 2 des Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2021.

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

Catherine Elding, Friderike Kuik et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 63 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 28 juin et le 7 juillet 2021 [1].

Les sociétés contactées ont fait état d'une forte croissance dans l'ensemble, l'activité ayant principalement été influencée par des contraintes d'offre et par l'assouplissement des mesures prises pour endiguer la pandémie de coronavirus (COVID-19). Le relâchement des mesures a donné lieu dans les secteurs des services impactés à une reprise progressive et partielle qui a bénéficié également à leurs fournisseurs. Parallèlement, la demande dans le secteur industriel a continué de croître ou est restée à un niveau élevé, mais la production a accusé un léger retard en raison de contraintes d'offre persistantes.

Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement, les activités de services ont été le principal moteur de la croissance au deuxième trimestre, bien que la reprise ait été inégale. Les sociétés contactées dans les secteurs des voyages et de l'hôtellerie ou en lien avec eux ont déclaré avoir enregistré une croissance progressive de l'activité au cours du deuxième trimestre, bien que celle-ci demeure à des niveaux très bas. Les détaillants ont fait état d'une forte croissance des ventes après la réouverture des magasins, mais ont constaté dans l'ensemble que l'activité était encore légèrement inférieure aux niveaux d'avant la pandémie [2]. Cela a particulièrement été le cas pour les produits de haute qualité ou de luxe, dont les ventes bénéficient généralement du tourisme international. La réouverture progressive des secteurs de l'hôtellerie et des activités récréatives a soutenu la croissance de services tels que les médias, la publicité et les services d'emploi. Dans le même temps, les sociétés contactées dans le secteur des services qui n'avaient été que très peu touchés ou qui avaient bénéficié de la pandémie (les opérateurs de télécommunications, les services de conseil et d'information, par exemple) ont généralement fait état d'une croissance forte ou régulière de leur activité.

Les sociétés contactées dans le secteur industriel ont fait état d'une demande toujours soutenue, alors que la production a été freinée par des pénuries de matériaux et de composants. La pénurie la plus sévère a continué de concerner les semi-conducteurs. Elle avait déjà considérablement affecté la production automobile, mais s'est également ressentie de plus en plus dans d'autres pans du secteur industriel. De nombreuses sociétés contactées ont continué de signaler des

---

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

2 La réouverture des magasins a entraîné une hausse des dépenses, mais la fréquentation s'est ensuite stabilisée bien au-dessous des niveaux d'avant la pandémie. Par conséquent, même si les clients qui entraient dans les établissements étaient plus susceptibles de dépenser qu'avant la pandémie, les ventes totales dans les magasins sont demeurées inférieures à leur niveau de 2019.

pénuries sur plusieurs matériaux et composants ainsi que des retards dans la réception d'intrants en raison de goulets d'étranglement dans les transports, en particulier dans le transport par conteneur. Si ces importantes pénuries ont principalement eu des répercussions sur les coûts, la production a également été freinée dans une certaine mesure. Il a par conséquent été difficile d'évaluer la vigueur de la demande finale, les clients ayant avancé leurs achats en prévision d'une hausse des prix ou sur-commandé pour garantir leur approvisionnement. Dans le même temps, les délais de livraison ont parfois été si longs que les clients ont été réticents à commander. Cependant, il existe peu de signes d'un ralentissement généralisé de la demande.

Pour l'avenir, les sociétés contactées ont anticipé la poursuite d'une forte croissance au cours des mois d'été. Des carnets de commande remplis permettraient de soutenir l'activité dans le secteur industriel tout au long de l'été. Les sociétés contactées dans le secteur des services ont également anticipé une poursuite de la croissance, tablant sur un nouvel assouplissement des restrictions liées à la pandémie. Néanmoins, une incertitude considérable continue de peser sur les perspectives, en particulier pour l'automne et l'hiver, car la croissance dépendra de l'évolution future de la pandémie et, surtout, du variant delta et des autres éventuels variants de la COVID-19.

Les réponses des sociétés contactées tendaient à indiquer une hausse des évolutions et des perspectives de l'emploi par rapport aux campagnes d'enquête précédentes. Les sociétés de travail intérimaire contactées ont fait état d'une forte croissance dans les activités de recrutement, les secteurs technologique et logistique étant parmi les principaux recruteurs. Les recrutements pour les secteurs de l'hôtellerie et des loisirs ont affiché une reprise mais sont demeurés à des niveaux faibles. Après une longue période pendant laquelle il était difficile de changer d'emploi, il y a eu une forte demande pour des changements de carrière et plusieurs sociétés contactées ont évoqué une « guerre des talents ». Le recours croissant à des accords sur des régimes de travail plus flexibles a donné lieu à une augmentation du nombre de candidats disponibles pour certains emplois, mais a pénalisé les entreprises ayant besoin que leurs employés travaillent sur site. Lorsque les hôtels et magasins ont rouvert, il a parfois été difficile de recruter, car de nombreux anciens employés s'étaient tournés vers des secteurs moins affectés par la pandémie.

Les sociétés contactées dans le secteur industriel ont fait état d'une augmentation significative des prix de vente, tandis que les évolutions des prix dans le secteur des services ont été plus modérées. Le cours des matières premières et les coûts du transport, qui avaient très fortement augmenté au cours des derniers trimestres, se sont de plus en plus répercutés sur les prix industriels. Les sociétés contactées ont fait état d'un environnement très favorable leur permettant de répercuter des coûts plus élevés sur les clients, qui étaient plus soucieux d'assurer leur approvisionnement que de négocier les prix. Certaines sociétés contactées en amont de la chaîne de valeur ont fait état d'une augmentation des marges, tandis que les répercussions de coûts ont eu tendance à être moins importantes en aval de la chaîne de valeur. La plupart des sociétés

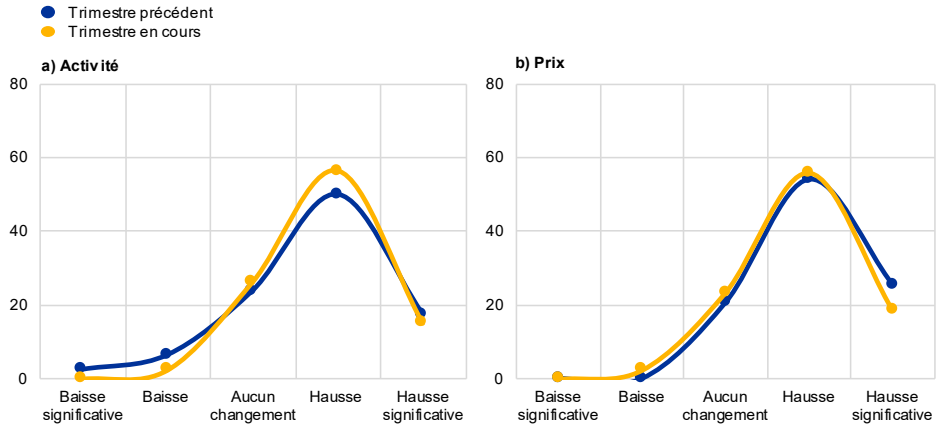
contactées dans le secteur industriel s'attendaient à ce que le cours des matières premières concernées se stabilise ou diminue progressivement, mais que la répercussion sur les prix de vente se poursuive pendant quelques trimestres, et la majorité s'attendait à une répercussion sur les prix au niveau du consommateur final. Les sociétés contactées dans le secteur des services ont estimé que les perspectives relatives aux prix de vente étaient plus stables.

Si les prix des intrants industriels sont nettement plus élevés, la situation devrait néanmoins finir par s'améliorer, et les perspectives en matière de salaires restent modérées. La plupart des sociétés contactées ont déclaré que les investissements dans les capacités rééquilibreraient progressivement l'offre et la demande dans le secteur industriel, de sorte que, même si des tensions inhabituelles sur les coûts persistent pendant quelques trimestres, elles ne devraient être que transitoires. En revanche, des tensions plus persistantes à long terme résulteraient des coûts réglementaires et d'investissement nécessaires à la décarbonation. Certaines sociétés contactées ont anticipé une reprise de la hausse des salaires pour les prochains cycles de négociations salariales étant donné le niveau actuel plus élevé des prix à la consommation et la reprise des bénéfices des entreprises dans leurs secteurs. Cependant, elles s'attendent dans l'ensemble à ce que cette reprise soit modérée.

Graphique A

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

(en pourcentage des sociétés interrogées)



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

6 Le rôle des évolutions sectorielles dans la croissance des salaires en zone euro depuis le début de la pandémie

Gerrit Koester et Eduardo Gonçalves

Les conséquences économiques de la pandémie et les mesures prises pour y faire face rendent difficile l'interprétation des évolutions des salaires. La croissance agrégée des salaires est essentiellement évaluée en termes de rémunération par tête ou de rémunération par heure travaillée [1]. La pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné une nette divergence entre la rémunération par tête et la rémunération horaire. Le nombre élevé de travailleurs participant à des dispositifs de maintien de l'emploi a joué un rôle décisif dans ces évolutions, notamment via les implications sur le nombre d'heures travaillées par personne. Ces dispositifs ont tendance à avoir un effet baissier sur la rémunération par tête, dans la mesure où les salariés conservent généralement leur emploi mais subissent, dans la plupart des pays, des baisses de salaire lorsqu'ils entrent dans ces dispositifs. De plus, les prestations liées à ces dispositifs ne sont pas incluses dans les mesures statistiques de la rémunération quand elles sont directement versées aux salariés [2]. Dans le même temps, ces dispositifs exercent un effet haussier sur la rémunération horaire, les heures travaillées ayant tendance à être réduites bien plus fortement que les salaires.

La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est fortement ralentie au début de la pandémie mais a retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie au premier trimestre 2021. Ce profil en V marqué reflète évidemment le profil d'évolution de l'activité économique, mais il est inhabituel dans le sens où il s'explique principalement par des ajustements des rémunérations et moins par des variations de l'emploi (graphique A). Par comparaison, alors que le nombre de salariés a diminué à un rythme comparable à celui observé durant la grande crise financière, l'ajustement de la rémunération totale des salariés a manifestement été bien plus important qu'alors. Cela peut s'expliquer par le rôle plus décisif joué cette fois par les dispositifs de maintien de l'emploi. Ces dispositifs ont contribué à préserver la situation d'emploi des salariés, mais ils se sont également accompagnés d'une réduction de la rémunération car dans la plupart des pays, les heures perdues n'ont pas toutes été indemnisées par le biais de dispositifs et les paiements liés à ces derniers ont été principalement comptabilisés comme des transferts plutôt que comme des rémunérations [3]. Avec la reprise de l'économie, le nombre d'heures travaillées est revenu à la normale et le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi a diminué – entraînant un ajustement de la rémunération. Au premier trimestre 2021, la croissance annuelle nulle de la rémunération et un

---

1 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.

2 Cf. également l'encadré intitulé « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

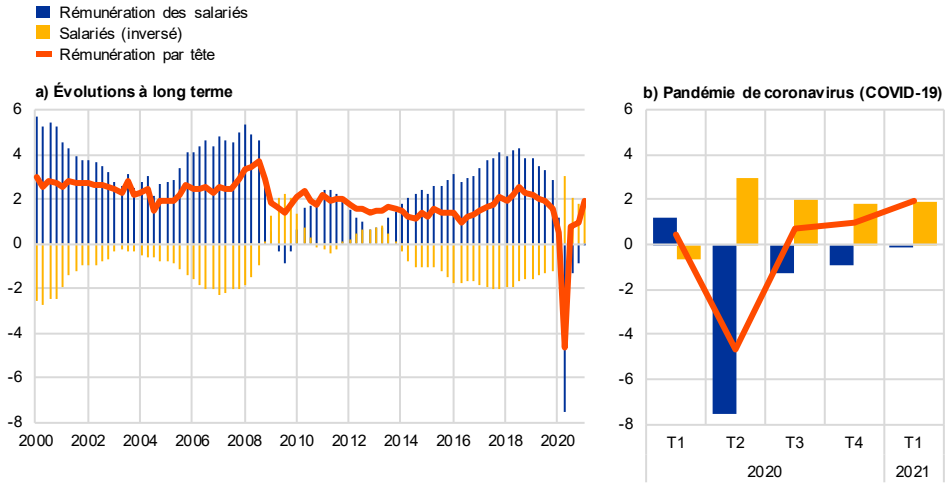
3 Cf. l'encadré intitulé « Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19 » dans l'article intitulé « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

taux de croissance annuel du nombre de salariés toujours négatif ont porté la croissance de la rémunération par tête à 1,9 % – un niveau proche de sa moyenne de long terme de 2,0 % (depuis 1999).

Graphique A

Décomposition de la croissance de la rémunération par tête dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



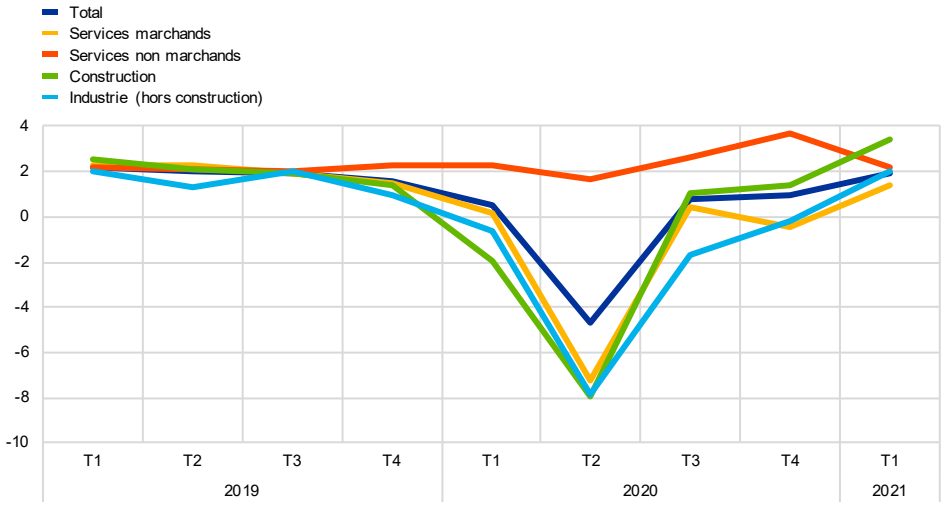
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021. Dans les deux parties du graphique, la série relative aux salariés est inversée, ce qui signifie que les nombres positifs reflètent une réduction du nombre de salariés en glissement annuel, tandis que les nombres négatifs reflètent une augmentation.

Les variations de la croissance agrégée de la rémunération par tête masquent des différences sectorielles notables (graphique B). Avec le début de la crise, la croissance des salaires s'est effondrée au deuxième trimestre 2020 dans des proportions analogues dans les services marchands, l'industrie (hors construction) et la construction. Au troisième trimestre, la croissance des salaires a enregistré une reprise générale qui s'est poursuivie début 2021 pour l'industrie et la construction, tandis que dans les services marchands, elle a subi un second choc, bien que plus faible, au quatrième trimestre 2020, la pandémie ayant nécessité une nouvelle période de confinement, qui a principalement affecté les emplois dans le secteur des services. Au sein de ce secteur, les services non marchands se sont démarqués tout au long de la pandémie, dans la mesure où la croissance des salaires est restée proche de son niveau d'avant la crise jusqu'à l'été 2020 et a même sensiblement augmenté au second semestre 2020 (atteignant 3,7 % au quatrième trimestre) avant de revenir à 2,2 % au premier trimestre 2021. Les primes spéciales accordées dans la plupart des pays de la zone euro, en particulier aux salariés du secteur de la santé en lien avec leur charge de travail élevée, ont joué un rôle important dans la forte croissance des salaires observée dans les services non marchands au second semestre 2020. Globalement, la dispersion de la croissance de la rémunération par tête est restée plus élevée qu'avant la pandémie – soulignant l'importance de prendre en compte les évolutions sectorielles lors de l'analyse de la croissance agrégée des salaires.

Graphique B

Croissance de la rémunération par tête dans la zone euro par principaux secteurs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021. Les « services non marchands » incluent l'administration publique, la défense, l'éducation, la santé et les activités liées à l'action sociale.

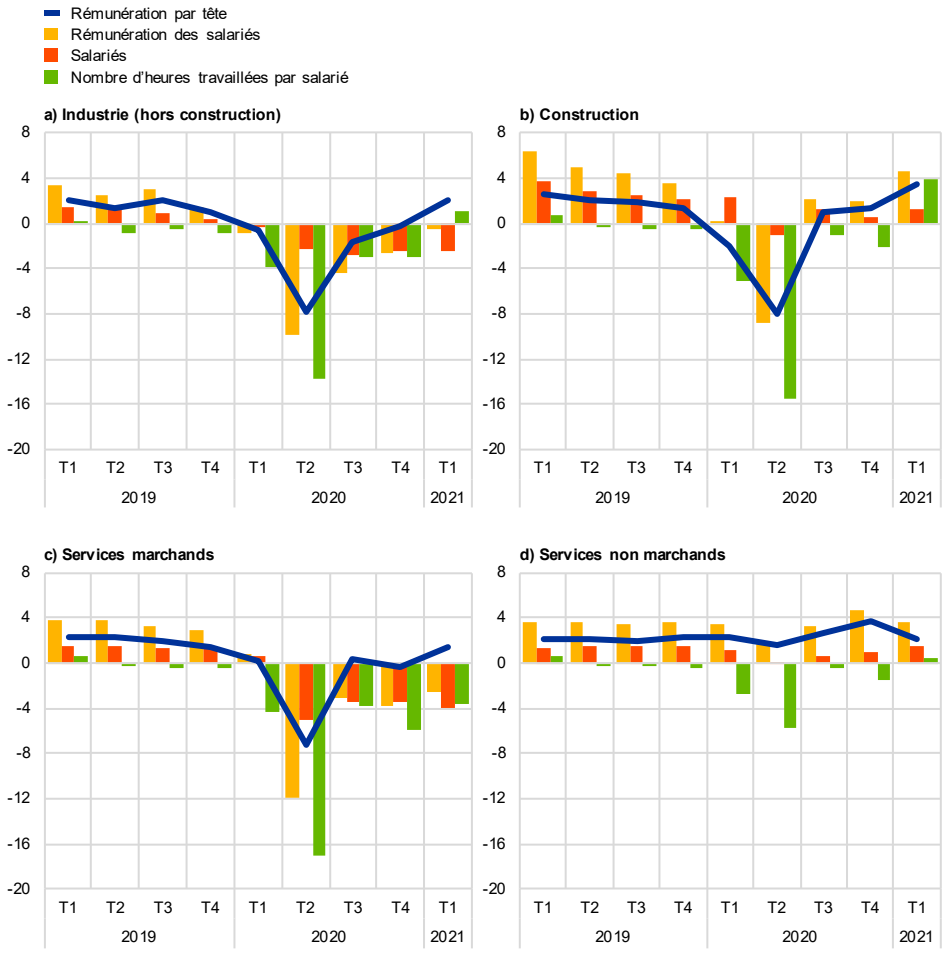
Les évolutions sectorielles hétérogènes de la croissance de la rémunération par tête reflètent l'ampleur différente avec laquelle les secteurs ont été affectés par la pandémie et les mesures prises pour la contenir, en particulier le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi. Contrairement aux crises précédentes, la pandémie a frappé plus durement le secteur des services marchands, une grande part de son activité étant particulièrement affectée par les restrictions à la mobilité physique et les mesures de confinement. Les données harmonisées concernant le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi dans les différents secteurs ne sont pas disponibles pour l'ensemble de la zone euro, mais les ajustements relatifs de l'emploi et du nombre d'heures travaillées par personne occupée peuvent fournir une indication brute (graphique C). Au deuxième trimestre 2020, tous les secteurs ont enregistré un ajustement relatif important du nombre d'heures travaillées par personne occupée par rapport à l'emploi. Dans la construction, l'emploi s'est contracté seulement légèrement et la situation s'est de nouveau normalisée relativement rapidement à partir du troisième trimestre 2020. Le secteur industriel a affiché une réduction plus importante de l'emploi, qui a persisté jusqu'au premier trimestre 2021, tandis que le nombre d'heures travaillées par personne est revenu à la normale plus rapidement. La diminution du recours aux dispositifs de maintien de l'emploi qui en a résulté a alors été visible au travers du redressement continu de la rémunération des salariés. Le secteur des services marchands a été le plus durement frappé avec les pertes d'emploi les plus importantes, qui, comme celles enregistrées par l'industrie, ont persisté jusqu'au premier trimestre 2021. Toutefois, contrairement aux autres secteurs, les heures travaillées par personne occupée ont de nouveau fortement baissé par rapport à l'emploi au quatrième trimestre 2020, impliquant une nouvelle baisse de la rémunération des salariés qui correspond à un nouveau recours aux dispositifs de maintien de l'emploi. Il n'y a pas eu de pertes d'emplois dans les services non

marchands durant la crise et la réduction du nombre d'heures travaillées par personne occupée au deuxième trimestre 2020 ne s'est accompagnée que de faibles diminutions de la rémunération des salariés. Ce secteur a été caractérisé par une très grande résistance de la rémunération des salariés et de la croissance des salaires par rapport aux autres secteurs.

Graphique C

Évolutions sectorielles de la croissance de la rémunération par tête dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021. Les « services non marchands » incluent l'administration publique, la défense, l'éducation, la santé et les activités liées à l'action sociale.

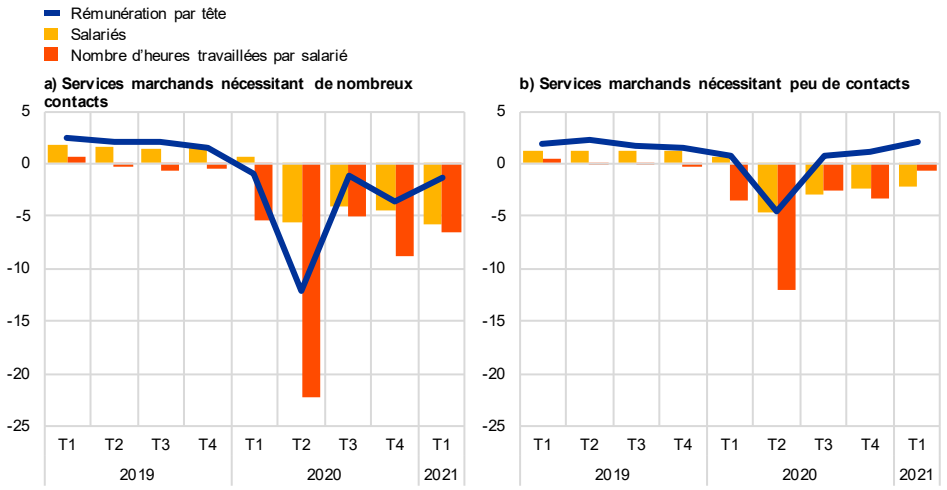
L'impact asymétrique de la pandémie est encore plus visible quand on établit au sein du secteur des services marchands une distinction entre les services entraînant beaucoup de contacts et ceux qui en nécessitent peu. Dans la mesure où les restrictions mises en place pour contenir la propagation de la pandémie avaient pour objectif de réduire en particulier les contacts entre les personnes, les services nécessitant de nombreux contacts (notamment le commerce de gros et de détail, les transports, l'hôtellerie et la restauration) ont davantage souffert que les services où les contacts sont peu nombreux (tels que l'information et la communication, la finance et l'assurance ainsi que l'immobilier, entre autres).

Même si la croissance de la rémunération par tête a été fortement touchée dans les deux sous-secteurs en 2020, les effets ont été bien plus prononcés pour les services où les contacts sont nombreux, en raison d'une réduction beaucoup plus forte du nombre d'heures travaillées par personne employée compte tenu du rôle plus important des dispositifs de maintien de l'emploi. La croissance de la rémunération par tête dans les services nécessitant peu de contacts est redevenue positive depuis le troisième trimestre 2020, ressortant à 2,0 % au premier trimestre 2021 contre 0,8 % et 1,0 % au troisième et au quatrième trimestre 2020, respectivement. Toutefois, la croissance de la rémunération par tête est restée négative pour les services nécessitant de nombreux contacts, en raison des restrictions liées à la pandémie qui affectent particulièrement ce sous-secteur (graphique D).

Graphique D

Évolutions des salaires dans les services marchands nécessitant de nombreux contacts et dans ceux qui en nécessitent peu dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.
Notes : Les « services marchands nécessitant de nombreux contacts » recouvrent le commerce de gros et de détail, les transports, l'hébergement et la restauration. Les « services marchands nécessitant peu de contacts » correspondent aux services marchands hors services marchands nécessitant de nombreux contacts. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

Les effets de la pandémie sur la croissance de la rémunération par tête devraient continuer de déterminer les évolutions des salaires en 2021 et ce dans l'ensemble des secteurs. Le très fort ralentissement de la croissance de la rémunération par tête au deuxième trimestre 2020 devrait entraîner des effets de base significatifs pour cette variable au deuxième trimestre 2021. Ces effets de base haussiers devraient être plus forts dans les secteurs les plus durement touchés durant la pandémie – à savoir les services nécessitant de nombreux contacts – mais ils joueront également un rôle important dans les autres secteurs. Au fur et à mesure du redressement progressif des marchés du travail au cours des prochaines années et de la dissipation de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi, les évolutions de la rémunération par tête devraient se normaliser dans les principaux secteurs de l'économie. À plus long terme, une question fondamentale est de savoir si les négociations salariales sectorielles viseront à compenser les pertes temporaires de rémunération subies durant la pandémie, au moins en partie et dans certains

secteurs, ce qui pourrait contribuer à la croissance des salaires au cours des prochaines années.

7 Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro

Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves et Jakob Nordeman

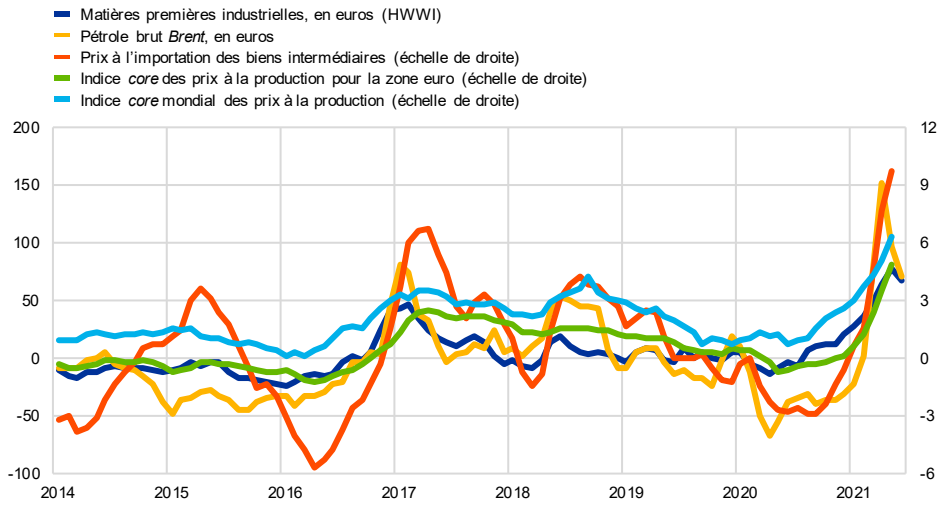
Les augmentations prononcées des coûts des intrants au niveau mondial ont entraîné des hausses sensibles des prix à l'importation et à la production des biens intermédiaires dans la zone euro (graphique A). L'envolée des prix des matières premières, les fortes hausses des coûts du transport maritime et l'offre insuffisante sur certaines matières premières et sur certains produits intermédiaires ont entraîné des tensions sur les coûts des intrants pour la zone euro [1]. Ces chocs sur les coûts des intrants créent des tensions sur les prix en amont de la chaîne de production et de distribution. Les évolutions récentes des coûts des intrants ont fait augmenter l'indice sous-jacent des prix à la production (essentiellement les prix à la production dans le secteur manufacturier), dans lequel les biens intermédiaires ont un poids important, ces derniers reflétant les hausses de prix observées, notamment, pour les métaux de base et les produits chimiques. La mesure dans laquelle ces tensions finissent par se répercuter en aval et sur les prix des biens au niveau du consommateur dépend de nombreux facteurs, notamment leur durée ainsi que la possibilité et la volonté pour les entreprises de les absorber en réduisant leurs marges bénéficiaires. Dans le panier de consommation qui sous-tend l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro, les prix de ces biens de consommation sont pris en compte dans la catégorie « biens industriels non énergétiques » (BINE).

[1] Cf. également les encadrés intitulés « Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?», *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 et « La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021.

Graphique A

Tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Bloomberg, Institut de recherche économique de Hambourg (HWWI) et calculs de la BCE.
Notes : L'indice *core* des prix à la production est l'indice des prix à la production pour les ventes domestiques hors secteurs de l'énergie et de la construction. Les dernières observations se rapportent à juin 2021 pour les matières premières industrielles HWWI et le pétrole brut *Brent* (en euros), et à mai 2021 pour le reste.

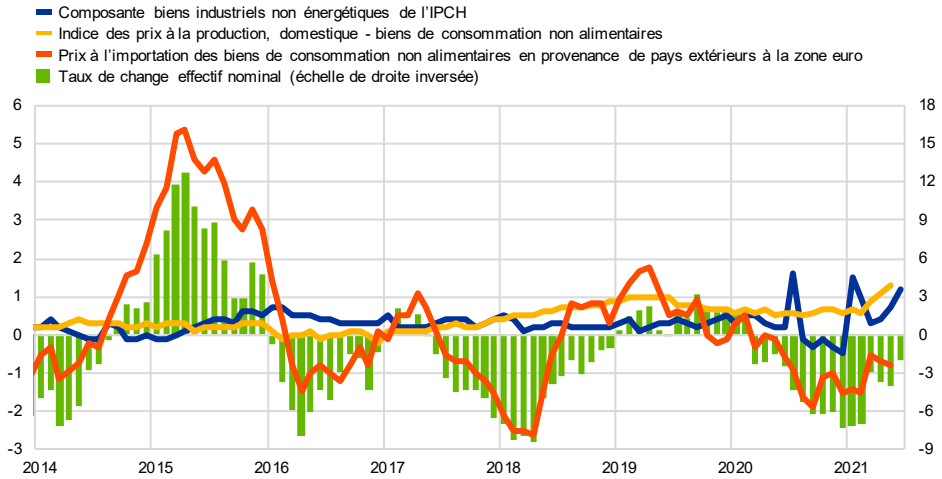
Jusqu'à présent, les tensions sur les prix ont été moins importantes en aval de la chaîne des prix qu'en amont (graphique B). La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires – une mesure clé des tensions qui pèsent sur la composante BINE de l'IPCH – s'est établie à 1,0 % en avril 2021, après 0,9 % en mars et 0,6 % en février. Si ces taux de variation et leur évolution apparaissent faibles par rapport à ceux des biens intermédiaires, le dernier résultat était nettement supérieur à sa moyenne de long terme de 0,6 % et au niveau observé durant la phase de fin de cycle en 2019. Dans le même temps, le rythme annuel de variation des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires (les importations de produits finis représentent 12 % environ du panier BINE de l'IPCH) [2] est demeuré négatif en mai, à − 0,9 %. Le niveau et l'évolution de ce taux sont étroitement liés aux variations du taux de change de l'euro et continuent d'être affectés par l'appréciation de l'euro par rapport à son niveau un an auparavant.

[2] Cf. l'encadré intitulé « Suivi de la transmission des variations du taux de change à l'inflation », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique B

Tensions plus en aval de la chaîne

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Le taux de change effectif nominal est représenté sur une échelle inversée, les chiffres négatifs indiquant donc une appréciation. Les dernières observations se rapportent à juin 2021 pour la hausse des prix des BINE (estimation rapide) et pour le taux de change effectif nominal, et à mai 2021 pour le reste. Les évolutions des prix des BINE au second semestre 2020 ont été fortement affectées par la baisse temporaire des taux de TVA en Allemagne (de juillet à décembre) et, de plus, en juillet et en août par les modifications de la période des soldes d'été dans un certain nombre de pays de la zone euro.

À plus long terme, les tensions à la hausse exercées par les évolutions récentes des coûts des intrants peuvent encore affecter la hausse des prix des BINE, la répercussion sur les prix à la consommation prenant généralement plus d'un an. Compte tenu des délais nécessaires à la production, les tensions sur les coûts affectent souvent les différents stades de la chaîne des prix avec des décalages importants. Parmi les autres facteurs susceptibles de retarder la répercussion sur les prix figurent les contrats fixant des prix à long terme, une proportion élevée de prix fixes et les entreprises (notamment les plus grandes) cherchant à stabiliser les coûts de leurs intrants par le biais d'une couverture. L'analyse de corrélation indique qu'il faut un an environ pour que les variations des prix des biens intermédiaires se répercutent sur la variation des prix des BINE [3]. Une analyse de régression simple sous forme réduite, qui intègre également les considérations de demande, conclut à un décalage temporel légèrement plus long : un semestre environ pour que les variations des prix des biens intermédiaires se transmettent aux prix à la production des biens de consommation non alimentaires (avec une répercussion relativement faible d'un quart environ), suivi d'encore au moins un an et demi pour une répercussion intégrale (proche de un) de ces tensions sur la variation des prix des BINE (graphique C) [4].

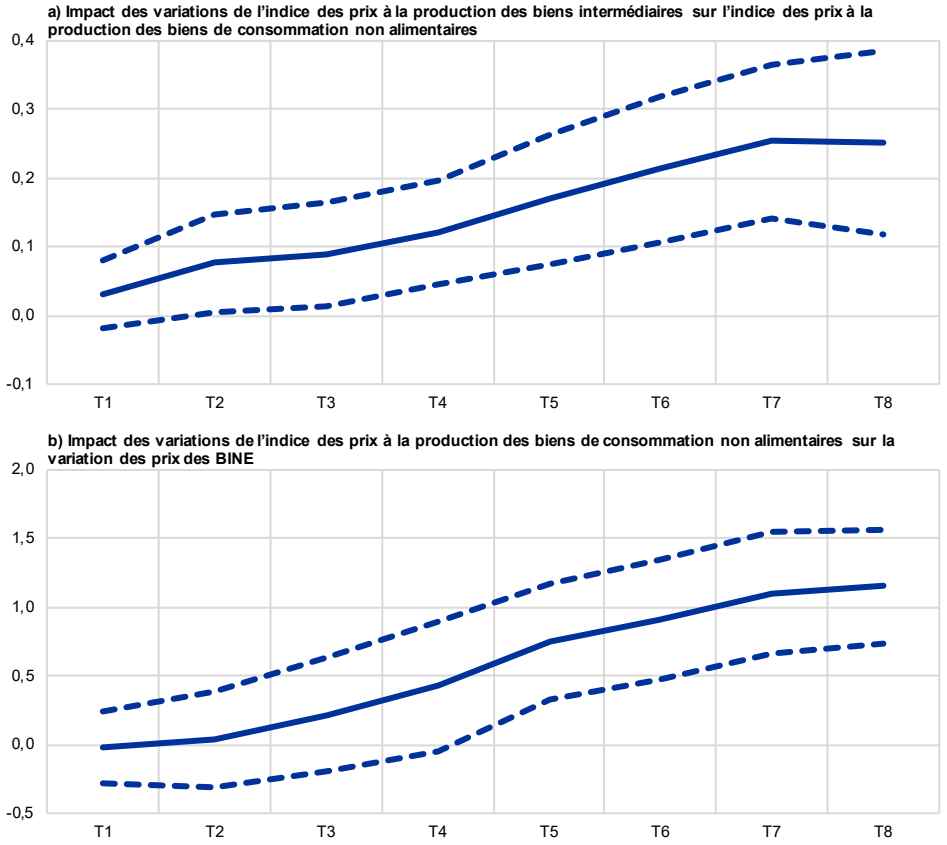
[3] Cf. également l'encadré intitulé « Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ? », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

[4] Les études antérieures de la BCE confortent également le profil général d'une transmission rapide aux prix à la production des biens de consommation non alimentaires et d'un décalage plus important pour la répercussion sur les prix au niveau du consommateur final (d'un an environ au total). Cf. par exemple Landau (B.) et Skudelny (F.), « *Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1104, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2009.

Graphique C

Profil temporel de l'impact des variations des indices des prix à la production

(impact cumulé en pourcentage après une variation de 1 % de la variable de choc, avec des intervalles de confiance à 95 %)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE .
Notes : Les lignes en pointillés indiquent les intervalles de confiance à 95 %. L'axe des abscisses représente les trimestres après l'impact. L'équation sous forme réduite est estimée à l'aide de la méthode des projections locales suivant Jordà (Ò.), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, 2005, p. 161-182. Cette méthode permet d'obtenir un profil temporel pour l'impact de la variable d'intérêt. L'équation de régression de la partie a comprend l'indice des prix à la production des biens intermédiaires (terme autorégressif), l'indice des prix à la production des biens de consommation et la production totale de l'industrie manufacturière hors énergie et construction ; l'équation de régression de la partie b comprend les BINE (terme autorégressif), l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires et l'écart de production *(output gap)*. L'échantillon d'estimation va de 1999 au quatrième trimestre 2019, toutes les variables étant corrigées des variations saisonnières et retardées d'une période. L'écart de production est exprimé en niveaux ; toutes les autres variables sont en différences logarithmiques.

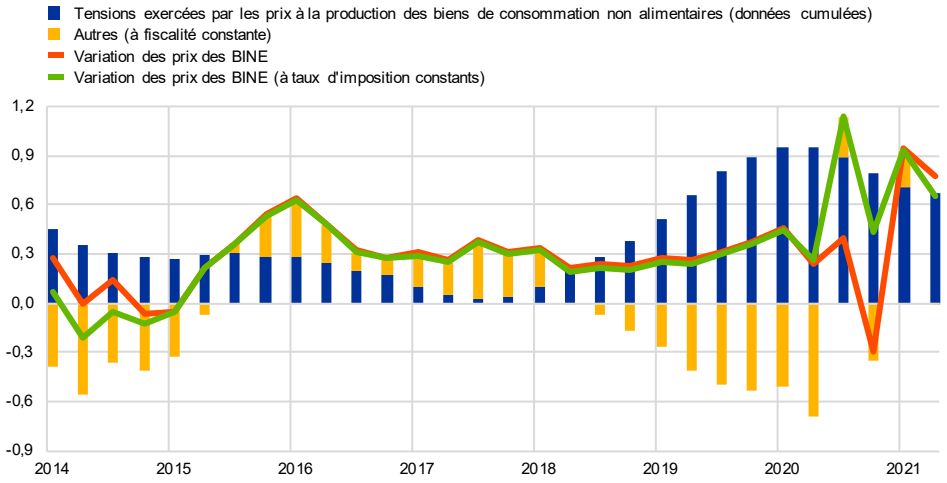
Toutefois, la répercussion n'est pas automatique et elle est également susceptible de varier dans le temps. À chaque stade, les décisions de fixation des prix dépendent d'une série d'autres facteurs (notamment l'utilisation des capacités, la constitution de stocks, l'absorption des bénéfices et l'environnement concurrentiel). Il se pourrait donc qu'un choc de hausse des coûts visible en amont soit absorbé aux différents stades suivants de la production et de la vente au détail et n'apparaisse plus au stade des prix au niveau du consommateur final. Si l'on utilise le profil temporel de l'impact présenté dans le graphique C, les tensions haussières cumulées sur les BINE résultant des évolutions des prix à la production des biens de consommation non alimentaires au cours des dernières années semblent refléter essentiellement les évolutions des prix à la production jusqu'en 2019 ; par la suite, elles ont été partiellement contrebalancées par d'autres facteurs (graphique D). L'accélération de la hausse des prix à la production observée ces derniers mois n'a donc pas encore fait sentir ses effets. Toutefois, l'évaluation de

cette répercussion pourrait être compliquée par la forte volatilité récente de la hausse des prix des BINE liée aux modifications des périodes de soldes durant l'été 2020 et au premier trimestre 2021. Plus généralement, la situation exceptionnelle liée à la pandémie de coronavirus (COVID-19) pourrait s'accompagner d'écarts par rapport aux profils de répercussions habituels, et l'on ne peut exclure la possibilité d'une répercussion plus forte que d'ordinaire de la hausse des coûts des intrants sur les prix à la consommation si, par exemple, les marges des entreprises sont comprimées et que les consommateurs disposent d'une épargne imprévue pour financer la demande latente [5].

Graphique D

Tensions cumulées sur les BINE exercées par les évolutions des prix à la production

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : Les effets sont basés sur le profil présenté dans le graphique C, calculé à partir de la hausse des prix des BINE à taux d'imposition constants (pour éliminer les variations résultant, par exemple, de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne au second semestre 2020). « Autres » est calculé comme la différence entre la hausse des prix des BINE à taux d'imposition constants et la contribution de l'impact cumulé des variations de l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2021, qui, pour l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires et pour la hausse des prix des BINE à taux d'imposition constants, reflète la moyenne d'avril et mai, et pour la hausse des prix des BINE, inclut également l'estimation rapide pour juin.

Dans l'ensemble, même des évolutions légèrement plus fortes de la hausse des prix des BINE ne conduiraient pas à un renforcement substantiel des évolutions de l'inflation sous-jacente dans la zone euro. La hausse des prix des BINE a eu tendance à être relativement modérée dans la zone euro, ressortant en moyenne à 0,6 % entre 1999 et 2019, par rapport à une moyenne de 1,4 % pour la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sur la même période [6]. Même si la pandémie entraîné une légère baisse temporaire de la consommation de services par rapport aux biens, la dynamique de l'inflation sous-jacente continue d'être principalement déterminée par la hausse des prix des services (avec une pondération correspondant à deux tiers environ de l'IPCH hors énergie et produits

[5] 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.

[6] Cf. également 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.

alimentaires), pour laquelle les salaires, et non les produits intermédiaires ou les matières premières, représentent l'essentiel des coûts des intrants.

8 L'impact structurel du passage d'un régime à prestations définies à un régime à cotisations définies

Linda Fache Rousová, Angelica Ghiselli, Maddalena Ghio et Benjamin Mosk

Les systèmes de retraite des pays de la zone euro reposent généralement sur trois piliers : les régimes par répartition du ressort des États (pilier 1), les régimes de pension professionnelle (par capitalisation) (pilier 2) et les régimes privés/d'assurance-vie (pilier 3). Les deux derniers perçoivent les cotisations des employeurs ou des salariés et constituent un complément important du pilier 1 dans certains pays de la zone euro, notamment aux Pays-Bas, où les actifs des fonds de pension professionnels dépassent 200 % du PIB.

Avec un total d'actifs de plus de 10 000 milliards d'euros, l'allocation des portefeuilles des sociétés d'assurance et des fonds de pension professionnels (SAFP) peut avoir un impact significatif sur les marchés financiers. Le présent encadré examine plus en détail les fonds de pension professionnels et les sociétés d'assurance-vie, dans la mesure où ils jouent un rôle important dans l'apport de capitaux à long terme à l'économie et contribuent au développement des marchés de capitaux dans leur ensemble [1]. De ces deux secteurs, celui de l'assurance-vie représente la part la plus importante, soit 70 % environ des actifs gérés [2].

Le recul des taux d'intérêt observé sur la durée depuis la fin des années 1980 pourrait influer durablement sur la structure du système financier, via l'évolution des SAFP vers les produits à cotisations définies. Avec les fonds de pension à cotisations définies et les produits d'assurance-vie en unités de compte, la rémunération n'est pas garantie et le risque d'investissement est supporté par les assurés. En revanche, le type de produits classique des SAFP – fonds de pension à prestations définies et produits d'assurance-vie à capital garanti – promet aux assurés une rémunération future fixe [3]. La valeur actuelle des versements futurs est calculée à l'aide de taux d'actualisation, qui sont généralement tirés des taux de marché. Une baisse des taux entraîne une augmentation de la valeur actuelle, tandis qu'un accroissement de la valeur actuelle des engagements n'est généralement que partiellement contrebalancé par une augmentation de la valeur des actifs. La baisse des taux observée au cours des dernières décennies constitue un défi pour les SAFP et a probablement contribué à leur évolution vers les produits à cotisations

---

1 Cf. Scharfstein (D. S.), « *Presidential Address: Pension Policy and the Financial System* », *Journal of Finance*, volume 73, n° 4, 2018.

2 D'après les données de bilan des sociétés d'assurance et des fonds pension élaborées par la BCE, à compter du quatrième trimestre 2020, les actifs détenus par les SAFP de la zone euro représentaient au total 12 200 milliards d'euros, ce montant incluant cependant 1 300 milliards d'actifs détenus par les assureurs non-vie et 700 milliards par les sociétés de réassurance, qui n'entrent pas dans le périmètre du présent encadré.

3 Pour simplifier, le présent encadré utilise parfois les termes de produits à prestations définies et de produits à cotisations définies en référence, respectivement, aux produits d'assurance-vie en euros et aux produits d'assurance-vie en unités de compte/indexés. En outre, aucune distinction n'est faite entre produits en unités de compte et produits indexés et l'on recouvre parfois les deux en faisant référence uniquement aux produits en unités de compte.

définies (graphique A, partie a) [4]. Cette évolution devrait se poursuivre, notamment car les fonds de pension néerlandais – les plus importants de la zone euro – devraient intégralement basculer vers un régime à cotisations définies d'ici 2027 (zone rayée, graphique A, partie b) [5]. Le présent encadré analyse l'impact potentiel de cette transition sur les courbes de rendement et la structure du système financier [6].

---

4 L'impact d'une baisse des taux d'intérêt sur le secteur des SAFP est analysé dans plusieurs sources, notamment Holsboer (J.), « *The Impact of Low Interest Rates on Insurers* », *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, volume 25, 2000, p. 38-58 ; Berdin (E.), Kok (C.), Mikkonen (K.), Pancaro (C.) et Vendrell Simon (J. M.), « *Euro area insurers and the low interest rate environment* », Article thématique B, *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015 ; Comité européen du risque systémique, « *Lower for longer - macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment* », juin 2021.

5 Cf. Rapport parlementaire 32043 n° 457 sur l'avenir du système de retraite (en néerlandais), 5 juin 2019. La structure du projet a été étoffée en 2020. Cf. Lettre parlementaire sur l'avenir du système de retraite (en néerlandais), 6 juillet 2020.

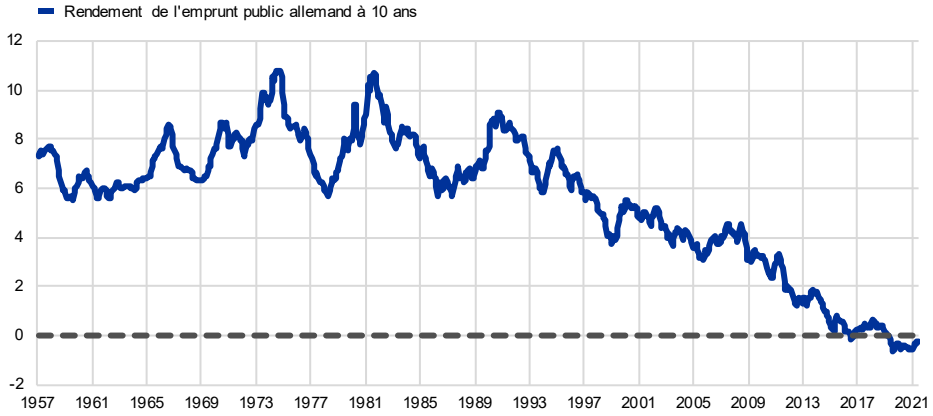
6 L'impact potentiel est examiné toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire indépendamment d'autres évolutions telles que l'extinction des mesures transitoires dans le cadre de Solvabilité II ou d'éventuelles modifications apportées aux courbes réglementaires. Certaines de ces évolutions sont susceptibles de constituer des incitations supplémentaires à passer de façon accélérée aux produits à cotisations définies.

Graphique A

Baisse des taux d'intérêt depuis le milieu des années 1980 ; les SAFP passent des produits à prestations définies aux produits à cotisations définies

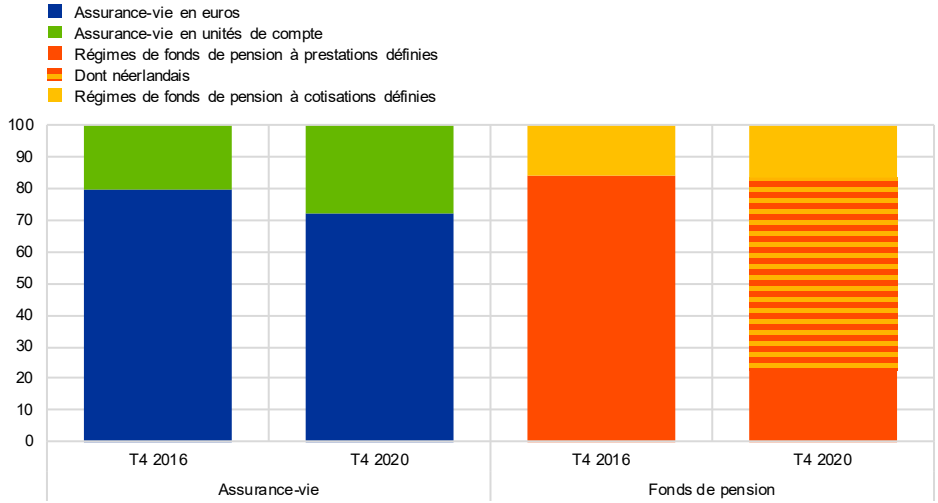
a) Taux d'intérêt

(en pourcentage)



b) Taille des engagements liés aux produits à prestations définies et aux produits à cotisations définies

(en pourcentage)



Sources : OCDE (2021), Principaux indicateurs économiques – base de données complète ; Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), données de bilan relatives aux fonds de pension, calculs de la BCE.
Notes : La zone rayée correspond aux régimes à prestations définies des Pays-Bas qui devraient intégralement basculer vers des régimes à cotisations définies d'ici 2027. Les produits d'épargne-retraite hybrides sont inclus dans les produits à cotisations définies.

Les SAFP au bilan desquels figurent des produits à prestations définies sont exposés au risque de taux d'intérêt en raison de l'écart de duration négatif. S'agissant des produits à prestations définies, les SAFP reçoivent des versements périodiques (primes/cotisations) de la part des ménages et les investissent en actifs (par exemple des obligations), et les assurés ont la garantie de percevoir des versements (prestations) pré-définis à une date ultérieure. La valeur actuelle des actifs et des engagements des SAFP augmente lorsque les taux d'intérêt (taux d'actualisation) baissent. Cette sensibilité aux taux d'intérêt, également appelée duration, tend à être plus grande au passif qu'à l'actif du bilan, et se traduit par un « écart de duration » négatif. Par conséquent, la position financière des SAFP qui

présente un écart de duration négatif s'affaiblit lorsque les taux d'intérêt baissent sur l'ensemble des échéances.

Pour réduire leur écart de duration négatif, les SAFP peuvent accroître la duration de leurs actifs [7]**.** Ils peuvent y parvenir via des achats d'obligations à duration longue ou par la conclusion d'accords de *swap* de taux d'intérêt (superposition de *swaps*), opérations par lesquelles ils reçoivent un taux fixe et payent un taux variable [8]. Par conséquent, les SAFP sont des acteurs majeurs du marché des obligations d'État à duration longue et des *swaps* de taux d'intérêt receveurs taux fixe. Plus spécifiquement, sur la partie longue des échéances, les avoirs des SAFP représentent jusqu'à deux tiers de l'ensemble des avoirs de la zone euro en obligations d'État et presque la moitié des *swaps* de taux d'intérêt receveurs taux fixe, dont la majorité sont détenus par des fonds de pension néerlandais (graphique B).

---

7 Les décisions relatives à l'allocation des portefeuilles des SAFP prennent en compte de nombreux facteurs, notamment le risque de taux d'intérêt. Afin d'accroître leurs revenus d'investissement, les SAFP tendent à accroître leurs allocations au profit d'actifs plus risqués, y compris les actions.

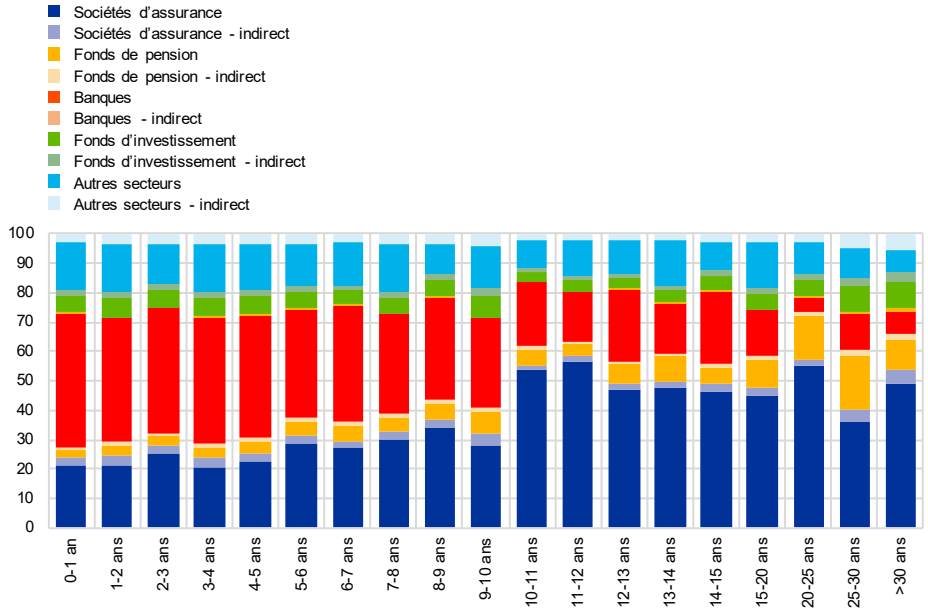
8 Le recours aux *swaps* de taux d'intérêt ne nécessite pas d'investissement en amont et est particulièrement attractif dans le cas de régimes insuffisamment capitalisés. Cf. Klingler (S.) et Sundaresan (S.), « *An Explanation of Negative Swap Spreads: Demand for Duration from Underfunded Pension Plans* », *BIS Working Papers*, n° 705, 2018.

Graphique B

Les SAFP sur les compartiments à échéance longue des marchés obligataires et des marchés de *swaps* de taux d'intérêt

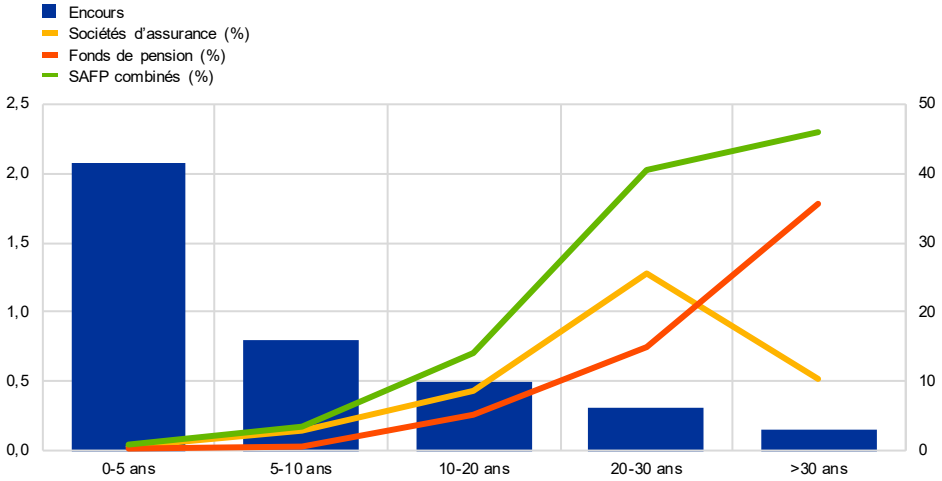
a) Portefeuilles d'obligations d'État de la zone euro : ventilation par secteur et par tranches d'échéance

(en pourcentage ; T4 2020)



b) Parts sur le marché des *swaps* de taux d'intérêt de la zone euro par tranches d'échéance

(en milliers de milliards d'euros ; en pourcentage ; T4 2020)



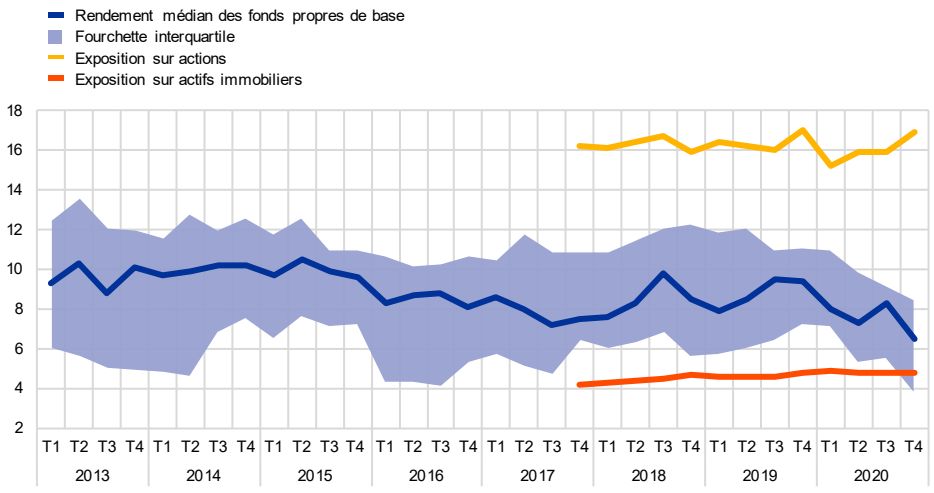
Sources : Données EMIR, statistiques sur les détentions de titres, calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : Les portefeuilles étrangers et de l'Eurosystème ne sont pas inclus. Les détentions indirectes sont estimées comme des portefeuilles de parts de fonds d'investissement de la zone euro, par l'intermédiaire desquels l'investissement est dirigé vers les obligations d'État de la zone euro. L'allocation de portefeuilles en faveur des obligations d'État est fondée sur une allocation de portefeuille globale du secteur des fonds d'investissement de la zone euro, en raison de la non-disponibilité de données granulaires concernant les secteurs individuels de la zone euro. Partie b) : La date de référence est le 18 décembre 2020. Les données reflètent l'encours notionnel des *swaps* de taux d'intérêt receveurs taux fixe. Dans chaque tranche d'échéances, les expositions sont comptabilisées sur une base nette pour chaque établissement. Les contreparties centrales sont exclues.

Les SAFP peuvent également accepter un certain degré de risque de taux d'intérêt, dans la mesure où la résorption de l'écart de duration pourrait se faire aux dépens de la rentabilité. Les sociétés d'assurance ont augmenté leurs investissements en catégories d'actifs plus risqués telles que les actions, les actifs immobiliers et autres catégories d'actifs [9] susceptibles d'accroître leurs revenus d'investissement. En dépit des difficultés liées à l'environnement actuel, le rendement médian des fonds propres de base des assureurs n'a que légèrement diminué au cours des dernières années et continue d'osciller autour de 8 % (graphique C). Plus récemment, le sentiment positif qui a commencé à réapparaître sur les marchés boursiers en novembre 2020 a poussé les prix des actions des sociétés d'assurance à la hausse [10].

Graphique C

Rendement des fonds propres de base des assureurs et expositions vis-à-vis de catégories d'actifs plus risqués

(en pourcentage)



Sources : Bloomberg L.P., Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), calculs de la BCE.
Notes : Le rendement des fonds propres de base est calculé à partir d'un échantillon composé de 25 grandes sociétés d'assurance de la zone euro offrant des produits d'assurance-vie et d'assurance non-vie. Les expositions sur actions et sur actifs immobiliers concernent l'ensemble du secteur de l'assurance de la zone euro. Les expositions sont exprimées en pourcentage du total des actifs et sont disponibles uniquement à partir du quatrième trimestre 2017 en raison d'une disponibilité limitée des données relatives aux expositions provenant de l'AEAPP.

Les SAFP peuvent également réduire l'écart de duration négatif en modifiant la structure de leur passif. En particulier, ils peuvent accroître la part de produits dont les rendements garantis sont faibles ou inexistants – comme c'est le cas pour l'épargne-retraite à cotisations définies et les produits d'assurance en unités de compte. Les sociétés d'assurance ont accru leur offre pour ce type de produits et une évolution en ce sens a été observée (graphique A, partie b), selon laquelle l'encours des engagements s'ajuste plus lentement que les nouvelles primes émises (qui est une variable de flux) [11]. Les fonds de pension professionnels peuvent

[9] Fache Rousová (L.) et Giuzio (M.), « *Insurers' investment in alternative assets*", encadré 9, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2019.

[10] Chapitre 4, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021.

[11] Cf. Banque des règlements internationaux, « *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds* » *CGFS Papers*, n° 44, juillet 2011. Cf. également Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), « *Impact of Ultra Low Yields on the Insurance Sector, Including First Effects of Covid-19 Crisis* », 17 juillet 2020.

également s'adapter, mais de façon moins flexible, dans la mesure où la nature d'un système de retraite est souvent inscrite dans le droit [12].

Le système de fonds de pension professionnels le plus important de la zone euro – le système de retraite néerlandais – devrait basculer vers un régime à cotisations définies. Le secteur des fonds de pension néerlandais est actuellement régi par un régime à prestations définies ; il est de loin le plus gros secteur de ce type dans la zone euro, avec plus de 1 700 milliards d'euros d'actifs gérés. En 2019, un accord historique pour un nouveau système a été conclu. Le projet stipule que le système ne sera plus fondé sur des prestations définies. Le nouveau système devrait entrer en vigueur d'ici 2023 avec une période de transition s'achevant en 2027. Avec la transition des fonds de pension néerlandais, la part des régimes de fonds de pension à cotisations définies dans la zone euro devrait augmenter, passant de 17 % à 77 % environ (graphique A, partie b).

Le passage d'un régime à prestations définies à un régime à cotisations définies peut modifier la demande pour certaines catégories d'actifs, ces deux types de régime ayant des profils de risque et d'investissement différents. Surtout, certaines contraintes réglementaires sont plus strictes dans le cas des régimes à prestations définies, ce qui influe sur l'allocation des portefeuilles [13]. Les régimes à prestations définies sont contraints par un plancher sur les revenus attendus en raison des taux légaux de financement minimum, et sont exposés au risque de taux d'intérêt via leurs engagements. Cela les incite davantage à réduire les écarts de duration négatifs [14]. Par conséquent, les portefeuilles à revenu fixe liés aux produits à prestations définies tendent à être assortis de maturités plus longues (graphique D, partie a). De plus, les portefeuilles liés aux produits à prestations définies sont des actions sous-pondérées, tandis que c'est l'opposé pour les portefeuilles liés aux produits à cotisations définies (graphique D, partie b). Ces derniers donnent également lieu à une allocation remarquablement élevée en faveur des parts de fonds d'investissement.

---

12 Outre l'évolution vers les produits à cotisations définies au détriment des produits à prestations définies, les fonds de pension peuvent également être mandatés ou chargés par les organes de régulation d'accroître leurs primes/cotisations, de suspendre l'indexation sur l'inflation ou de réduire les prestations.

13 En outre, par rapport aux ménages individuels, les SAFP bénéficient d'efficiences dues à la mutualisation des risques au sein et entre les générations, mais cette mutualisation des risques est probablement moins efficace pour les produits à cotisations définies. Cf. également Bodie (Z.), Marcus (A.J.) et Merton (R.C.), « *Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?* », dans Bodie (Z.), Shoven (J.B.) et Wise (D.A.), eds., « *Pensions in the U.S. Economy* », *University of Chicago Press,* 1988.

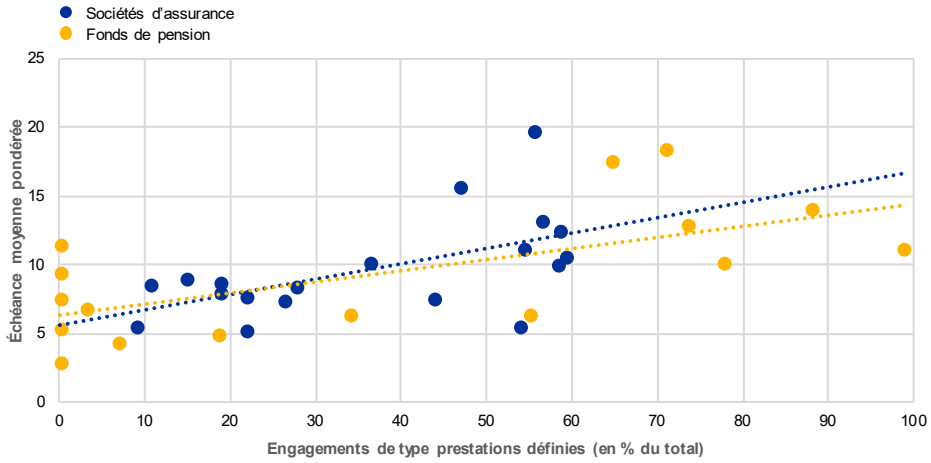
14 Les incitations de ce type sont particulièrement présentes dans les régimes à prestations définies et les sociétés d'assurance exerçant leur activité dans le cadre de régimes s'appuyant sur le marché, pour lesquels la valorisation des actifs et des passifs est liée aux taux du marché.

Graphique D

Les produits de type prestations définies sont des titres de créance à long terme surpondérés ; les produits de type cotisations définies sont largement investis en actions et en parts de fonds d'investissement

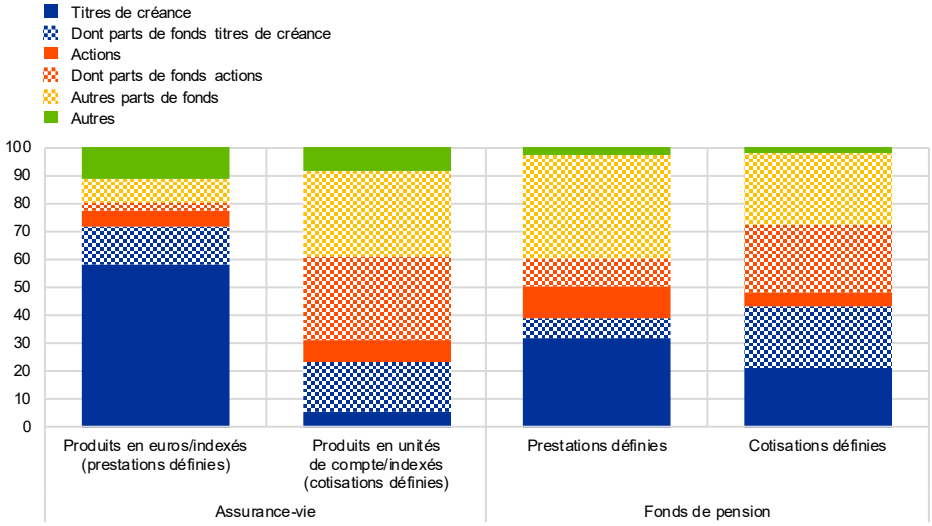
a) Échéance des portefeuilles d'obligations d'État des SAFP et part des produits à prestations définies – échelle nationale

(en pourcentage ; années ; T4 2020)



b) Composition des portefeuilles des SAFP par type de produit : produits à prestations définies/produits à cotisations définies

(en pourcentage ; T4 2020)



Sources : Données de l'AEAPP, statistiques sur les détentions de titres, données relatives aux bilans des sociétés d'assurance et des fonds de pension, calculs de la BCE.
Notes : Partie a) : Les engagements des sociétés d'assurance au titre des régimes à prestations définies incluent uniquement les produits d'assurance-vie en euros en pourcentage du total des engagements. Partie b) : Les expositions des catégories d'actifs sont calculées à l'aide de l'approche « par transparence » (*look-through approach*). Plus spécifiquement, les titres de créance incluent les obligations d'État et les obligations émises par les entreprises. Les autres parts de fonds recouvrent l'ensemble des parts autres que les parts de fonds titres de créance ou actions.

En particulier, la transition vers les produits à cotisations définies pourrait structurellement faire baisser la demande d'obligations et de *swaps* à

duration longue. Selon la théorie de l'habitat préféré [15], la préférence des intervenants de marché pour certains compartiments d'échéances a un impact sur la forme de la courbe des rendements. Les données empiriques vont dans le sens d'une demande d'habitat préféré des SAFP en faveur des obligations à duration longue. Premièrement, on a constaté que les écarts de rendement des obligations d'État à 30 ans et à 10 ans étaient reliés négativement au ratio des actifs des SAFP rapportés au PIB [16]. Deuxièmement, l'impact des modifications apportées par le passé aux régimes de réglementation des SAFP va également dans le sens de cette demande d'habitat préféré. L'incitation à adopter des stratégies d'appariement des durations est plus forte lorsque la valorisation est effectuée aux taux de référence du marché [17]. La transition vers les taux de référence du marché tend à être associée à l'aplatissement et à l'inversion des courbes de rendement, comme c'était le cas avec la réforme des fonds de pension au Royaume-Uni en 2004 [18]. À l'inverse, le découplage temporaire entre taux du marché et taux de référence a entraîné des cessions massives sur le marché sous-jacent. Ces informations empiriques suggèrent que la transition vers les produits à cotisations définies pourrait se traduire par une pentification de la courbe de rendements.

La dynamique des courbes de rendement peut également être affectée. En général, un écart de duration négatif se creuse lorsque les taux d'intérêt diminuent du fait de la convexité négative du bilan. Une convexité négative apparaît essentiellement en raison d'un effet de taille : le montant des actifs rémunérés tend à représenter une fraction du total des passifs. En outre, la duration (plus longue) des passifs réagit davantage que la duration (plus courte) des actifs à une baisse des taux. Afin d'empêcher le creusement de l'écart de duration, les SAFP peuvent accroître davantage leur exposition vis-à-vis des obligations et des *swaps* à duration longue lorsque les taux d'intérêt diminuent. Cette « demande à titre de couverture » peut effectivement amplifier les chocs sur les taux [19]. Dans un monde de produits à cotisations définies, ce mécanisme d'amplification pourrait s'affaiblir.

La transition vers les produits à cotisations définies pourrait également favoriser le financement par émission d'actions et soutenir la croissance du secteur des fonds d'investissement. La plus forte allocation des fonds propres en faveur des produits en unités de compte suggère qu'une transition vers les produits à cotisations définies pourrait accroître la demande d'actions. Cette évolution serait cohérente avec le plan d'action 2020 pour l'union des marchés de capitaux, qui vise

---

15 Pour une mise en œuvre selon une structure par termes du modèle d'habitat préféré, cf. Culbertson (J.M.), « *The Term Structure of Interest Rates* », *The Quarterly Journal of Economics*, 1957, volume 71, n° 4, p. 485-517 ; Modigliani (F.) et Sutch (R.), « *Innovations in Interest Rate Policy* » *The American Economic Review*, volume 56, n° 1/2, 1966, p. 178-197; Vayanos (D.) et Vila (J-L.), « *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates* », *Econometrica,* volume 89, n° 1, 2021, p. 77-112.

16 Cf. Greenwood (R.) et Vissing-Jorgensen (A.), « *The Impact of Pensions and Insurance on Global Yield Curves* », *Harvard Business School*, Working Paper 18-109, 2018.

17 Dans le cadre de taux de référence intégralement extraits des taux de marché, un SAFP pourrait en théorie éliminer son risque de taux d'intérêt en dupliquant la structure par échéances de ses engagements en investissant dans les instruments de marché qui constituent la courbe de référence.

18 Cf. Greenwood (R.) et Vayanos (D.), « *Price Pressure in the Government Bond Market* », *The American Economic Review*, volume 100, n° 2, 2010.

19 Les données provenant du secteur de l'assurance en Allemagne corroborent ce mécanisme d'amplification. Cf. Domanski (D.), Hyun Song Shin et Sushko (V.), « *The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?* », *IMF Economic Review*, volume 65, 2017, p. 113-153.

à encourager les investisseurs institutionnels à augmenter leur financement par émission d'actions. En outre, une évolution continue en faveur des produits en unités de compte pourrait accroître l'importance du secteur des fonds d'investissement ainsi que l'interconnexion entre institutions financières non bancaires.

L'évolution structurelle déplace également le risque d'investissement des SAFP vers les ménages. Dans les régimes à cotisations définies, l'accumulation d'épargne-retraite dépend plus directement de la performance des marchés et, en définitive, de la performance de l'économie. Par conséquent, l'épargne-retraite des ménages peut devenir plus incertaine, et les revenus de retraite plus inégalement distribués [20].

[20] Piirits (M.) et Võrk (A.), « *The effects on intra-generational inequality of introducing a funded pension scheme: A microsimulation analysis for Estonia* », *International Social Security Review,* volume 72, n° 1, 2019, p. 33-57.

Articles

1 Vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire de la BCE

1 Introduction

La nouvelle stratégie de politique monétaire **de la Banque centrale européenne (BCE) a été publiée le 8 juillet 2021.** Si son mandat est conféré par les Traités, il revient à la BCE d'élaborer sa stratégie de politique monétaire. Cette stratégie définit comment atteindre l'objectif principal qui consiste à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, en se référant à un ensemble approprié d'instruments de politique monétaire, d'indicateurs et d'objectifs intermédiaires, et comment prendre en compte d'autres considérations sans préjudice de la stabilité des prix. Une stratégie de politique monétaire répond à deux objectifs principaux : premièrement, elle fournit aux autorités monétaires un cadre analytique cohérent qui permet d'intégrer les évolutions économiques effectives ou attendues dans les décisions prises ; deuxièmement, elle sert de moyen de communication avec le public.
La dernière évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE a eu lieu en 2003 et les évolutions intervenues depuis en ce qui concerne le contexte économique et financier ainsi que les principaux défis stratégiques justifiaient une actualisation. Cette vue d'ensemble détaille la logique et la réflexion qui sous-tendent la stratégie ainsi que ses principaux éléments.

2 Le contexte économique et l'évolution antérieure de l'inflation

La stratégie de politique monétaire initiale de la BCE, adoptée en 1998 et réexaminée en 2003, se composait de trois éléments principaux.
Premièrement, elle était fondée sur une *formulation double de l'objectif de stabilité des prix*, comprenant une définition quantitative de la stabilité correspondant à une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % et, dans le cadre de cette définition, l'objectif de maintenir les taux d'inflation de la zone euro à des taux « inférieurs à, mais proches de 2 % » ; deuxièmement, elle était assortie d'une *orientation à moyen terme* compte tenu du décalage avec lequel la politique monétaire exerce des effets sur l'inflation ; et troisièmement, les risques pesant sur la stabilité des prix étaient analysés en se fondant sur *deux piliers* – l'analyse économique et l'analyse monétaire – les informations étant recoupées pour former un jugement global unifié.

Depuis la précédente évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE en 2003, le monde a connu des changements majeurs qui soulèvent de nombreux défis nouveaux pour les banques centrales, notamment la BCE.

Le fait que les évolutions structurelles aient entraîné une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre – le taux d'intérêt compatible avec une situation où l'inflation est à son niveau cible et où l'économie fonctionne à son niveau potentiel – dans la zone euro (et au niveau mondial) est directement pertinent pour la conduite de la politique monétaire [1]. Il existe un large consensus sur le fait qu'un ralentissement de la croissance de la productivité ainsi que des facteurs démographiques et une augmentation persistante de la demande d'actifs sûrs et liquides à la suite de la crise financière mondiale ont contribué à la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre, même si les estimations restent entourées d'incertitude. Conjuguée à des taux d'inflation durablement bas, la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre a accru la fréquence et la durée des épisodes au cours desquels les taux directeurs nominaux sont proches de leur plancher effectif, l'épisode actuel durant depuis plus de dix ans. Cette situation constitue un point de départ très différent par rapport à 2003, où le taux d'intérêt réel d'équilibre était, selon les estimations, nettement supérieur à celui d'aujourd'hui.

La baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre a réduit la marge de manœuvre pour réaliser un assouplissement monétaire par le biais d'une politique de taux d'intérêt conventionnelle face à des chocs désinflationnistes.
Cela renforce l'intérêt de maintenir un « tampon » d'inflation à moyen terme, de sorte que le taux d'intérêt nominal d'équilibre se situe suffisamment au-dessus du plancher effectif, permettant ainsi une utilisation active de la politique de taux d'intérêt face à des évolutions défavorables. À proximité du plancher effectif, la politique de taux d'intérêt ne sera vraisemblablement pas suffisante pour préserver la stabilité des prix si des chocs désinflationnistes se produisent, nécessitant le déploiement d'instruments supplémentaires (cf. la section 3 pour une analyse détaillée des implications).

Outre la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre, le monde a changé à d'autres égards, qui ont influencé l'économie de la zone euro et l'environnement dans lequel opère la politique monétaire. La zone euro a été touchée par *plusieurs chocs majeurs*, tels que la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine, et plus récemment la pandémie de coronavirus (COVID-19), qui ont provoqué des ralentissements économiques et exercé des pressions à la baisse sur l'inflation, nécessitant par conséquent des mesures substantielles en réponse.
La *mondialisation et la numérisation* influencent la structure des marchés des biens, des services et du travail et exercent un effet direct sur les prix qui – lorsqu'il y a une interaction avec d'autres facteurs, notamment des contraintes sur la politique monétaire – peut affecter l'inflation au-delà du court terme. Les *évolutions des structures financières*, telles que l'augmentation de l'intermédiation financière via le secteur non bancaire, ont modifié la transmission de la politique monétaire.
L'*architecture institutionnelle* de la zone euro a également connu des réformes de grande ampleur depuis 2003 mais elle demeure incomplète. Le *changement climatique* – le défi le plus important auquel l'humanité devra faire face au cours de ce siècle – et les politiques visant à l'atténuer modifient la structure et la dynamique

[1] Le taux d'intérêt réel d'équilibre résulte en partie de choix en matière de politique économique. Par exemple, l'impact de la démographie sur le taux d'intérêt réel d'équilibre dépend de politiques telles que celle portant sur l'âge légal de la retraite et les mesures prises pour augmenter le taux d'activité.

de l'économie et du système financier, affectant ainsi la stabilité des prix.
Le contexte de la *communication* a également changé, l'environnement actuel étant caractérisé par une diminution de l'audience des médias (papiers) traditionnels; des publics plus fragmentés, plus polarisés et plus militants ; une importance croissante des canaux de communication directs tels que les réseaux sociaux ; et une demande accrue de contrôle et de transparence de la part du public.

Une nouvelle stratégie robuste exige une compréhension approfondie des raisons pour lesquelles l'inflation est durablement faible – et inférieure à l'objectif de la BCE – depuis 2013. Il apparaît qu'une combinaison de facteurs interconnectés doit être prise en compte pour expliquer l'inflation durablement faible. Au cours de la première décennie de l'Union économique et monétaire (UEM), les chocs sur l'inflation ont été principalement des chocs à la hausse. Au cours des dix dernières années, les chocs désinflationnistes sont devenus prédominants pendant et après la crise financière mondiale. Les *déterminants cycliques*, notamment l'impact déflationniste des récessions jumelles de 2009 et 2012, ont interagi avec les *tendances structurelles* en cours (telles que la mondialisation, la numérisation et les facteurs démographiques), dans un contexte où le plancher effectif des taux d'intérêt nominaux signifie que les chocs déflationnistes ne peuvent être facilement compensés par la politique de taux d'intérêt. La persistance d'une inflation faible a également contribué à une baisse des *anticipations d'inflation*, qui ont pu devenir moins bien ancrées à l'objectif d'inflation de la BCE.

Le déploiement de mesures de politique monétaire non conventionnelles, en particulier depuis 2014, a fortement contribué à contrer les pressions désinflationnistes, à dissiper les craintes de déflation et à prévenir une dérive baissière plus prononcée des anticipations d'inflation. Dans le cadre de l'évaluation de la stratégie, une évaluation complète de la panoplie d'instruments monétaires non conventionnels de la BCE a été conduite. Cette évaluation a conclu que chacun des instruments (notamment les taux d'intérêt négatifs, le guidage prospectif des taux d'intérêt (*forward guidance*), les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme) a été efficace pour accroître la production, l'emploi et l'inflation, et que les différents instruments se sont renforcés mutuellement. Le Conseil des gouverneurs juge que ces mesures ont été proportionnées, prenant en compte les effets secondaires éventuels, par exemple sur le secteur financier et en matière d'inégalités. La proximité des taux d'intérêt avec le plancher effectif et l'incertitude relative à l'efficacité et aux effets secondaires des autres instruments ont limité l'ampleur et la rapidité de la réponse de politique monétaire aux chocs désinflationnistes, contribuant à la persistance de taux d'inflation inférieurs à l'objectif. Une possible ambiguïté quant au niveau de l'objectif d'inflation dans le cadre de la *formulation double de l'objectif* par la BCE et la perception de l'objectif comme étant asymétrique peuvent avoir également contribué à la persistance d'une faible inflation en ancrant insuffisamment les anticipations d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Enfin, en raison des inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette, les *politiques budgétaires* ont freiné la croissance et l'inflation dans le sillage de la crise financière.

3 La nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE

3.1 L'objectif de stabilité des prix

L'évaluation de la stratégie prend pour acquis le mandat de la BCE. Le Conseil des gouverneurs est tenu par le mandat premier de la BCE de maintien de la stabilité des prix, telle qu'inscrite à l'article 127, paragraphe 1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Dans la mesure où le Traité ne fournit pas de définition précise de ce qui est entendu par maintien de la stabilité des prix, c'est la stratégie de politique monétaire de la BCE qui définit comment le Conseil des gouverneurs met en œuvre ce mandat, avec notamment le choix de l'indice des prix, et comment est quantifiée la stabilité des prix. Cette quantification fournit une référence pour l'obligation de la BCE de rendre des comptes et contribue à atteindre la stabilité des prix en ancrant les anticipations d'inflation.

La mesure de l'indice des prix

L'IPCH total demeure l'indice approprié pour quantifier l'objectif de stabilité des prix pour la zone euro et sera conservé comme indice des prix utilisé pour mesurer l'inflation de la zone euro pour les besoins de la politique monétaire. L'évaluation du caractère approprié de l'IPCH est fondée sur quatre critères : *disponibilité rapide ; fiabilité* (par exemple des révisions peu fréquentes) ; *comparabilité* (au fil du temps et entre les différents pays); et *crédibilité* [2]. Depuis 2003, la qualité de l'IPCH en tant que mesure de l'inflation pour la zone euro a été significativement améliorée par Eurostat et les instituts nationaux de statistiques des États membres de l'UE. Ces améliorations incluent l'introduction d'actualisations annuelles des pondérations des dépenses, une meilleure représentation des composantes saisonnières et la mise à disposition d'estimations rapides pour tous les États membres. Même si l'objectif de stabilité des prix est quantifié en termes d'inflation totale, la mesure la plus large du panier de consommation des ménages, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre un large ensemble d'indicateurs de prix, notamment des mesures de l'inflation sous-jacente qui excluent certaines composantes volatiles. Ces mesures se sont révélées utiles comme signaux de l'évolution probable de l'inflation à moyen terme.

Afin d'améliorer encore la représentativité de l'IPCH et sa comparabilité entre pays, le Conseil des gouverneurs a décidé de recommander une feuille de route pour inclure les logements occupés par leur propriétaire (LOP) dans l'IPCH. Le Conseil des gouverneurs se félicite des travaux connexes conduits par le Système statistique européen. Bien que les coûts liés au logement représentent une part importante des dépenses des ménages, l'IPCH n'inclut actuellement que partiellement les coûts des services de logement pour les propriétaires associés à la possession, à l'entretien et à l'occupation de leur propre habitation. Outre les

[2] Ces critères ont également été appliqués dans l'évaluation de la stratégie conduite en 2003, cf. Issing (O.) (ed.), « *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy* », BCE, 2003, p.12 ff.

difficultés de mesure d'un point de vue pratique, il est également difficile d'aligner pleinement ces coûts avec la base conceptuelle de l'IPCH [3]. La BCE privilégie l'approche des acquisitions nettes pour inclure les LOP, en se fondant sur les prix payés par les ménages lors des transactions pour acquérir les logements. Dans la mesure où l'indice des prix des LOP mesuré avec la méthode des acquisitions nettes inclut actuellement un élément d'investissement, la BCE soutient de nouveaux projets de recherche sur les méthodes de mesure optimales. Celles-ci devraient également viser à mieux isoler la composante consommation de la composante investissement, la première étant la composante pertinente pour la politique monétaire.

La feuille de route prévoit quatre phases principales pour qu'un IPCH incluant les coûts des LOP devienne le principal indice aux fins de la politique monétaire. La première phase prévoit la construction d'un indice analytique à des fins internes, qui inclut les LOP avec des pondérations approximées. Parallèlement, les travaux juridiques nécessaires seront entamés et Eurostat entend poursuivre ses travaux sur la compilation statistique des pondérations des LOP, en vue de publier lors d'une deuxième phase – probablement en 2023 – un IPCH trimestriel expérimental incluant les coûts des LOP. Lors d'une troisième phase, qui devrait être achevée d'ici 2026, un indice trimestriel officiel sera disponible. Dans la quatrième phase, l'objectif serait d'inclure les coûts des LOP dans l'IPCH selon une périodicité mensuelle et de manière rapide, ce qui pourrait ouvrir la voie à l'adoption d'un IPCH incluant les coûts des LOP comme principal indice à des fins de politique monétaire. À l'heure actuelle, il est trop tôt pour fournir un calendrier précis pour la quatrième phase.

Durant la période de transition, l'IPCH actuel demeurera le principal indice de référence pour la politique monétaire. Cette période de transition s'étendra jusqu'à ce que l'indice LOP respecte les normes de rapidité et de qualité nécessaires à une pleine intégration dans l'IPCH mensuel. Néanmoins, au cours de la période de transition, l'indice LOP trimestriel indépendant jouera un rôle supplémentaire important dans l'évaluation de l'impact des coûts des logements sur l'inflation et contribuera ainsi aux évaluations de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Une cible quantitative d'inflation

Viser une cible quantitative spécifique est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix, objectif principal de la BCE. Si la stabilité des prix peut être considérée comme une situation dans laquelle les variations du niveau général des prix n'ont pas à être prises en compte dans les décisions de consommation et d'investissement, ce critère général nécessite une définition numérique pour guider la conduite de la politique monétaire. À ce stade, le Conseil des gouverneurs estime que viser une

[3] L'IPCH ne tient compte que des variations des prix des biens et services qui, lorsqu'ils sont achetés, génèrent des transactions monétaires à des fins de consommation. Les LOP génèrent des transactions monétaires uniquement lorsque les logements sont construits et vendus. En outre, il est difficile de déterminer précisément si un logement est acheté à des fins de consommation ou d'investissement.

cible d'inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix. La formulation de l'objectif de stabilité des prix sous la forme d'une cible quantitative spécifique remplace la formulation double précédente (qui comportait une définition de la stabilité des prix correspondant à une inflation comprise entre zéro et 2 % et, à l'intérieur de cette définition, un objectif d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %). La nouvelle cible est simple, claire et facile en termes de communication et devrait donc contribuer à un ancrage plus solide des anticipations d'inflation à long terme.

Une cible fixée à 2 %

Un objectif d'inflation fixé à 2 % souligne l'engagement de la BCE à assurer une marge de sécurité adéquate afin de se prémunir contre le risque de déflation et de préserver l'efficacité de la politique monétaire face à des chocs désinflationnistes. Ce risque est plus grand face à une *prévalence et une durée accrues d'épisodes durant lesquels les taux d'intérêt nominaux sont à leur niveau plancher* qu'il ne l'était dans les conditions qui prévalaient en 2003, essentiellement en raison de la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre. Le niveau du taux d'intérêt réel d'équilibre et le niveau de l'objectif d'inflation déterminent conjointement la marge de manœuvre disponible pour la politique monétaire en termes de taux d'intérêt nominaux. Toutes choses égales par ailleurs, une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre réduit la marge de manœuvre disponible pour la politique monétaire.

Une cible d'inflation fixée à 2 % équilibre plusieurs considérations à la fois. Une analyse de simulations montre qu'une cible d'inflation de 2 % possède de bonnes propriétés en termes de stabilisation à sa cible du niveau moyen d'inflation à long terme, car il permet de contenir la variance de l'inflation et limite la fréquence à laquelle les taux atteignent leur niveau plancher. Dans le même temps, une cible de 2 % vise à atténuer les coûts sociaux d'une inflation plus élevée, qui augmentent de façon linéaire avec le niveau de l'objectif. Cela explique le choix d'un niveau de la cible qui – à 2 % – n'est que légèrement supérieure à celle définie en 2003.
En outre, ce choix reflète également le fait que la BCE a adapté sa panoplie d'instruments de politique monétaire au fil du temps pour pouvoir surmonter en partie la contrainte du niveau plancher des taux d'intérêt via le déploiement de nouveaux instruments de politique monétaire qui se sont révélés efficaces pour faire augmenter l'inflation (cf. section 3.2).

Trois autres facteurs, déjà présents en 2003 et qui sont demeurés globalement inchangés depuis, justifient l'existence d'un « tampon » d'inflation suffisant. Premièrement, un tampon d'inflation *facilite l'ajustement des déséquilibres macroéconomiques entre les pays de la zone euro*, en évitant que l'inflation dans certains pays ne s'inscrive de façon persistante en territoire négatif. Deuxièmement, en tenant compte des *rigidités à la baisse des salaires nominaux*, un tampon d'inflation réduit le risque qu'un ralentissement macroéconomique se traduise essentiellement par une hausse excessive du chômage. Troisièmement, ce tampon reconnaît l'existence d'un *biais de mesure* dans l'IPCH, un biais de mesure positif impliquant que le « véritable » taux d'inflation est inférieur au niveau mesuré.

La symétrie de l'objectif d'inflation

Dans la nouvelle stratégie, l'objectif de stabilité des prix est un objectif explicitement symétrique. La précédente formulation double de l'objectif de stabilité des prix a permis d'ancrer les anticipations d'inflation à des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs au moment de l'introduction de l'euro, alors que la BCE devait établir sa crédibilité dans le contexte où la préoccupation principale était celle d'une inflation trop élevée. Par la suite, cependant, cette formulation double a pu faire naître une ambiguïté concernant le niveau de l'objectif d'inflation et favoriser la perception d'un objectif asymétrique, ce qui – à proximité du plancher effectif des taux – a pu contribuer à l'environnement de faible inflation.

La symétrie de la cible d'inflation signifie que le Conseil des gouverneurs considère comme également indésirables les écarts positifs ou négatifs de l'inflation par rapport à la cible. La cible d'inflation symétrique de 2 % constitue un ancrage clair pour les anticipations d'inflation de plus long terme, ce qui est essentiel pour maintenir la stabilité des prix. Des fluctuations temporaires et modérées de l'inflation effective tant au-dessus qu'au-dessous de la cible à moyen terme de 2 % sont inévitables ; en revanche, des écarts importants, persistants, risquent de déstabiliser les anticipations d'inflation de plus long terme. Cela vaut aussi bien lorsque l'inflation est trop élevée que lorsqu'elle est trop faible. En conséquence, il est important que la politique monétaire réagisse de manière vigoureuse à des écarts importants et persistants de l'inflation par rapport à la cible, dans un sens comme dans l'autre. Le plancher effectif des taux d'intérêt nominaux et le bas niveau du taux d'intérêt réel d'équilibre – s'ils persistent – signifient que le risque de phases prolongées d'une inflation inférieure à l'objectif est particulièrement prononcé (les implications de cette situation pour la réponse de politique monétaire de la BCE sont examinées à la section 3.2). L'ancrage explicite de l'engagement envers la symétrie dans le nouveau cadre stratégique supprime toute perception qui subsisterait d'une ambiguïté dans les aspirations du Conseil des gouverneurs. En particulier, le chiffre de 2 % ne doit pas être considéré comme un plafond.

L'orientation à moyen terme

La nouvelle stratégie confirme l'orientation à moyen terme de la politique monétaire, qui a permis au Conseil des gouverneurs de répondre de manière flexible aux chocs économiques. L'orientation à moyen terme est importante pour prendre en compte les *incertitudes* dans le processus d'inflation et le mécanisme de transmission, et reconnaître ainsi que la politique monétaire exerce un contrôle imparfait sur l'inflation à court terme, en raison de *délais de transmission variables* à l'économie et à l'inflation. Dans la mesure où différents types de choc sont susceptibles de faire évoluer l'inflation et l'économie réelle dans la même direction (comme dans le cas des chocs de demande) ou de donner lieu à un dilemme temporaire (chocs d'offre), l'orientation à moyen terme offre également la *flexibilité nécessaire* pour évaluer l'origine des chocs et faire abstraction des chocs

temporaires susceptibles de se dissiper d'eux-mêmes, ce qui *évite une volatilité inutile* de l'activité et de l'emploi.

Une orientation à moyen terme permet au Conseil des gouverneurs de prendre en compte, dans ses décisions de politique monétaire, d'autres considérations pertinentes pour la poursuite de son objectif de stabilité des prix (cf. également la section 3.3). Par exemple, l'orientation à moyen terme offre la flexibilité nécessaire pour tenir compte de *l'emploi* dans la réponse à des chocs économiques, donnant lieu à un dilemme temporaire entre emploi à court terme et stabilisation de l'inflation sans mettre en danger la stabilité des prix à moyen terme. Elle permet également à la BCE de tenir compte de la *stabilité financière*, le cas échéant, étant donné l'interdépendance entre stabilité des prix et stabilité financière. Cette flexibilité pourrait également être le résultat d'une évaluation approfondie de la proportionnalité des mesures de politique monétaire appropriées (comme expliqué plus loin).

L'évaluation de la proportionnalité comme partie intégrante des décisions de politique monétaire

Chaque décision de politique monétaire prise par le Conseil des gouverneurs se fonde sur une évaluation de l'orientation de la politique monétaire et sur le choix et les caractéristiques des instruments. L'évaluation par la BCE de son *orientation de politique monétaire* détermine dans quelle mesure la politique monétaire contribue aux évolutions économiques, financières et monétaires de manière à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. L'orientation de politique monétaire appropriée est communiquée via *le choix, les caractéristiques et le calibrage des instruments*, à la fois individuellement et combinés les uns aux autres.

Lorsqu'il prend des décisions de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs évalue systématiquement la proportionnalité de ses mesures. Cette évaluation comprend une analyse des *bénéfices* et des possibles *effets secondaires* des mesures de politique monétaire, de leur *interaction* et de leur *caractère équilibré au fil du temps*. L'évaluation des bénéfices concerne la transmission aux conditions de financement ainsi que l'effet souhaité sur l'inflation, tandis que l'évaluation des possibles effets secondaires a trait aux effets indésirables sur l'économie réelle et sur le système financier. L'évaluation de la proportionnalité prend en compte l'incertitude relative à l'efficacité et aux effets secondaires des instruments de politique monétaire, ainsi que les risques de désancrage des anticipations d'inflation de plus long terme par rapport à l'objectif de 2 %. L'évaluation de la proportionnalité est particulièrement importante compte tenu du recours à des instruments de politique monétaire autres que le canal conventionnel des taux directeurs. Le résultat de cette évaluation est susceptible d'influer sur l'intensité du recours à ces mesures ainsi que sur leurs caractéristiques, deux aspects qu'il est possible de calibrer afin de limiter les effets secondaires (par exemple en excluant les prêts immobiliers consentis aux ménages des opérations de refinancement à plus long terme ciblées) ou d'empêcher des effets secondaires

indésirables (par exemple en introduisant un système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité).

3.2 Les implications pour la politique monétaire du plancher effectif des taux

Les nouveaux instruments de politique monétaire inclus dans la boîte à outils de la BCE

Le taux d'intérêt réel d'équilibre étant susceptible de demeurer à de bas niveaux, il est prudent pour la politique monétaire de prendre en compte la contrainte du plancher effectif des taux d'intérêt nominaux. Depuis la dernière revue de la stratégie en 2003, le taux d'intérêt réel d'équilibre dans la zone euro a fortement baissé. Les anticipations actuelles des marchés suggèrent que ce taux restera faible au cours de la prochaine décennie. À l'instar d'autres grandes banques centrales, la BCE a dû trouver, au-delà du canal conventionnel des taux directeurs, de nouveaux moyens d'ajuster l'orientation de sa politique monétaire afin de lutter contre le biais déflationniste induit par le plancher effectif des taux. Des épisodes caractérisés par des taux directeurs proches de leur plancher effectif peuvent apparaître lorsque le taux d'intérêt réel d'équilibre est faible ou à l'occasion de chocs désinflationnistes importants et persistants ayant poussé les taux d'intérêt à la baisse, ou d'une combinaison de ces deux facteurs. Une complication supplémentaire spécifique à la zone euro est la fragmentation financière qui a suivi la crise de la dette souveraine ; celle-ci a entravé le mécanisme de transmission de la politique monétaire et – en l'absence de réponse de la part de l'Eurosystème – elle aurait aggravé les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix.

Les instruments de politique monétaire déployés par la BCE depuis la crise financière se sont révélés efficaces pour contrer les pressions désinflationnistes et continueront de faire partie intégrante de la panoplie d'instruments de la BCE dans des situations où les taux d'intérêt sont proches de leur plancher effectif. L'ensemble des taux directeurs de la BCE est le principal instrument de sa politique monétaire. Conjointement avec le maintien de taux d'intérêt en territoire négatif, le recours à des instruments supplémentaires tels que les indications sur l'orientation future de la politique monétaire (« *forward guidance* »), les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme dépendra – comme par le passé – du contexte spécifique et sera calibré afin d'atteindre l'objectif d'inflation de la BCE à moyen terme. Dans la mesure où le plancher effectif des taux d'intérêt devrait continuer d'être occasionnellement une contrainte dans le futur, ces instruments supplémentaires continueront de jouer un rôle. Ils accroissent la marge de manœuvre de la politique monétaire, mais non sans limites. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs reconnaît la nécessité de limiter les éventuels effets secondaires des nouveaux instruments de politique monétaire ; il reste donc engagé à continuer de procéder à des évaluations approfondies de leur proportionnalité et à adapter les caractéristiques des mesures

liées à ces instruments afin de réduire au maximum leurs effets secondaires sans compromettre la stabilité des prix.

La prise en compte de l'asymétrie créée par le plancher effectif des taux

Le plancher effectif des taux d'intérêt nominaux limite la capacité de la politique conventionnelle des taux directeurs à contrebalancer les chocs désinflationnistes. Si les banques centrales peuvent, en principe du moins, relever les taux d'intérêt nominaux sans limites, leur marge de manœuvre est en revanche limitée pour les abaisser en territoire négatif, en raison du plancher sur la rémunération des espèces et de l'éventuelle existence d'un taux, dit d'inversion, auquel dans certaines circonstances les réductions de taux d'intérêt perdent de leur efficacité à stimuler l'économie. En l'absence de réponse, cette capacité limitée à abaisser les taux entraînera des écarts à la baisse persistants de l'inflation par rapport à l'objectif, en particulier lorsque l'économie est frappée de façon répétée par des chocs désinflationnistes. Cela pourrait conduire les anticipations d'inflation à s'établir au-dessous du niveau de la cible de la banque centrale, et ce risque est particulièrement élevé si la cible d'inflation est perçue comme étant un plafond. La *forward guidance*, les opérations de refinancement à plus long terme, les taux d'intérêt négatifs et les achats d'actifs ont permis de surmonter en partie les contraintes liées au niveau plancher des taux et continueront d'être utilisés de manière appropriée. Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de souplesse en vue de relever les nouveaux défis, à mesure qu'ils se présenteront, et d'envisager de nouveaux instruments, si proportionnés et selon les besoins, en vue de remplir sa cible d'inflation.

L'engagement envers un objectif d'inflation symétrique nécessite une politique monétaire particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée lorsque l'économie est proche du plancher effectif des taux, afin d'éviter que des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation ne prennent un caractère persistant. Une réponse particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée face à des écarts négatifs est justifiée par la nécessité de soutenir l'ancrage à 2 % des anticipations d'inflation de plus long terme, ce qui permet de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Cela implique, face à d'importants chocs défavorables, que la réponse de politique monétaire de la BCE comporte, le cas échéant et sur la base d'une analyse de proportionnalité approfondie, une utilisation particulièrement vigoureuse de ses instruments de politique monétaire. En outre, à proximité du plancher effectif des taux d'intérêt, une utilisation plus prolongée de ces instruments peut également se révéler nécessaire. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire durant laquelle l'inflation est modérément au-dessus de la cible.

Le rôle stabilisateur de la politique budgétaire et des autres politiques

La politique budgétaire et d'autres politiques économiques publiques sont importantes pour la stabilisation macroéconomique, en particulier à proximité du plancher effectif des taux d'intérêt. Une politique budgétaire contracyclique nécessite une action déterminée en période de forte récession, mais il est également primordial de reconstituer les amortisseurs budgétaires une fois que l'économie est fermement engagée sur la voie de la reprise, de manière à garantir la soutenabilité de la dette. En stabilisant l'économie en période de forte récession, tout en garantissant la soutenabilité de la dette, la politique budgétaire apporte également sa meilleure contribution à la stabilité des prix. En contribuant à la stabilisation macroéconomique, la politique budgétaire contracyclique amplifie l'efficacité de la politique monétaire. Si, en temps normal, le rôle de stabilisation de la politique budgétaire est cantonné dans une large mesure au jeu des stabilisateurs automatiques, une politique budgétaire discrétionnaire contracyclique est cependant importante en période de crise et particulièrement à proximité du niveau plancher des taux d'intérêt. Premièrement, l'expérience acquise lors de la crise financière mondiale en 2008-2009, de la crise de la dette souveraine en 2011-2012 et de la pandémie mondiale en 2020-2021 suggère qu'une stabilisation macroéconomique efficace nécessite que la politique budgétaire et la politique monétaire se complètent en période de crise. Deuxièmement, de nombreux travaux empiriques suggèrent qu'une politique budgétaire expansionniste est particulièrement efficace lorsque les taux d'intérêt sont proches de leur niveau plancher. De plus, les politiques budgétaires et structurelles peuvent soutenir la croissance de la productivité et de l'offre de main-d'œuvre, contribuant à inverser la tendance du taux d'intérêt réel d'équilibre et créant ainsi de la marge de manœuvre pour la politique monétaire. Enfin, achever l'UEM, y compris l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux, est essentiel pour renforcer la capacité de la zone euro à absorber les chocs.

3.3 Autres considérations pertinentes pour la réalisation de l'objectif de stabilité des prix

Sans préjudice de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs prend en compte, dans ses décisions de politique monétaire, d'autres considérations pertinentes pour la conduite de la politique monétaire. La prise en compte de ces considérations sera souvent nécessaire pour maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Dans le même temps, les mesures de politique monétaire ont un impact sur l'économie et sur les politiques économiques. Aux termes du Traité, l'Eurosystème doit spécifiquement apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union européenne, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union tels que définis à l'article 3 du Traité sur l'Union européenne. Ces objectifs comprennent notamment une croissance économique équilibrée, une économie sociale de marché hautement compétitive qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement – sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix. L'Eurosystème

contribue également à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Enfin, l'Eurosystème est tenu d'agir conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources.

Lorsqu'il prend en compte ces considérations, le Conseil des gouverneurs fonde son évaluation en particulier sur la pertinence de ces considérations au regard de l'objectif principal de la BCE et de sa capacité à soutenir les politiques économiques générales dans l'Union, afin de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union. Par exemple, en ajustant ses instruments de politique monétaire – sous réserve que deux configurations d'un instrument donné soient également propices et non préjudiciables à la stabilité des prix –, le Conseil des gouverneurs choisira la configuration qui soutient le mieux les politiques économiques générales de l'Union en termes de croissance, d'emploi et d'inclusion sociale, et qui préserve la stabilité financière et contribue à réduire l'impact du changement climatique, contribuant ainsi à la réalisation des objectifs de l'Union.

La complémentarité de la stabilité des prix avec une croissance équilibrée et le plein emploi

Dans une large mesure, une croissance économique équilibrée, le plein emploi et la stabilité des prix sont des objectifs mutuellement cohérents. Avec des anticipations d'inflation à long terme bien ancrées, l'inflation atteindra l'objectif si l'activité économique et l'emploi s'établissent à leurs niveaux potentiels. L'orientation à moyen terme de la stratégie monétaire de la BCE tient compte des situations dans lesquelles l'inflation d'une part et l'activité économique et l'emploi d'autre part évoluent temporairement dans des directions différentes en raison de perturbations du côté de l'offre. Par exemple, en présence d'un choc d'offre défavorable, le Conseil des gouverneurs peut décider d'allonger l'horizon sur lequel l'inflation retrouvera son objectif afin d'éviter un fort ralentissement de l'activité économique et un recul prononcé de l'emploi qui, s'ils devaient persister, pourraient eux-mêmes compromettre la stabilité des prix à moyen terme. Dans ce contexte, une difficulté pratique est de comparer l'activité et l'emploi à un moment donné avec leurs niveaux potentiels ou d'équilibre, ces derniers étant des variables non observables. Sur cette base, en 2003, la BCE n'a pas publié d'estimation spécifique de la production potentielle ou du taux de chômage naturel; de même, dans le cadre de la revue menée actuellement, le Conseil des gouverneurs a jugé important d'examiner une variété d'estimations et de prendre en compte l'incertitude, l'hétérogénéité et les évolutions structurelles qui déterminent les perspectives d'évolution de l'activité économique et de l'emploi dans la zone euro et ses États membres. Le Conseil des gouverneurs continuera également d'évaluer l'interaction mutuelle entre la distribution du revenu et de la richesse et la politique monétaire.

Prendre en compte les considérations de stabilité financière

La stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix et inversement. En situation de tensions sur les marchés financiers, les mesures de politique monétaire visant à maintenir la stabilité des prix contribuent en général à rétablir la stabilité financière en remédiant aux dysfonctionnements du mécanisme de transmission de la politique monétaire et en prévenant les effets de rétroaction macrofinanciers négatifs et les phénomènes de déflation par la dette. Concernant l'accumulation de risques pour la stabilité financière, les politiques microprudentielles et macroprudentielles constituent la première ligne de défense. Dans de nombreux cas, les politiques macroprudentielles et la politique monétaire sont complémentaires. Par exemple, les politiques macroprudentielles qui évitent l'accumulation de déséquilibres réduisent la probabilité de futures crises financières assorties d'effets négatifs sur la stabilité des prix. La politique monétaire peut également influer sur les risques pesant sur la stabilité financière. D'un côté, une politique monétaire accommodante peut réduire le risque de crédit en soutenant les niveaux d'activité et la dynamique de l'inflation ; de l'autre, elle peut encourager le développement de l'endettement ou accroître la sensibilité des prix des actifs. Des arguments symétriques s'appliquent dans les phases de durcissement de la politique monétaire.

Compte tenu des risques pour la stabilité des prix générés par les crises financières, d'un point de vue conceptuel, il semblerait souhaitable que la BCE prenne en compte les considérations de stabilité financière dans ses délibérations de politique monétaire. Cela reflète les limites existantes de la politique macroprudentielle dans les différentes phases du cycle financier, les interactions entre politique macroprudentielle et politique monétaire, et les possibles effets secondaires de la politique monétaire sur la stabilité financière. Dans le même temps, il est important d'éviter la perception erronée selon laquelle il est de la responsabilité de la politique monétaire de garantir la stabilité financière. Le Conseil des gouverneurs ne mène pas systématiquement des politiques allant à contre-courant (« *leaning against the wind* » : la politique monétaire est systématiquement durcie en cas d'accumulation des risques systémiques) ou visant à nettoyer les dégâts après coup (« *cleaning up afterwards* » : la politique monétaire est systématiquement assouplie quand les risques systémiques se matérialisent). Il adopte plutôt une approche flexible en tenant compte des considérations de stabilité financière. La réaction de la politique monétaire aux préoccupations liées à la stabilité financière dépendra des circonstances existantes et sera guidée par ses implications en matière de stabilité des prix à moyen terme. La préparation des délibérations de politique monétaire sera pour cela enrichie d'informations supplémentaires sur des considérations de stabilité financière, dans le contexte de la refonte du cadre d'analyse de la BCE (cf. section 4).

Prendre en compte l'impact du changement climatique

Le Conseil des gouverneurs s'engage, dans le cadre du mandat de la BCE, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte les incidences du

changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone pour la politique monétaire et les activités de banque centrale. La lutte contre le changement climatique et la « transition bas carbone » sont à la fois un défi d'envergure mondiale et une priorité stratégique pour l'Union européenne. Si la responsabilité de lutter contre le changement climatique revient en premier lieu aux gouvernements, qui disposent des outils pour le faire, le mandat de la BCE requiert de celle-ci qu'elle évalue l'impact du changement climatique et continue à intégrer les questions climatiques dans son cadre de politique monétaire, dans la mesure où les risques physiques et de transition liés au changement climatique ont des implications pour les prix et la stabilité financière et affectent la valeur et le profil de risque des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème. Pour chaque mesure prise, il convient d'analyser jusqu'à quel point elle détermine la capacité du Conseil des gouverneurs à garantir la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs a approuvé un plan d'action ambitieux sur le changement climatique pour continuer d'intégrer les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire (cf. le communiqué de presse**).** Le plan d'action présente les domaines-clés des mesures actuellement mises en œuvre ou prévues par la BCE afin de tenir compte de façon plus systématique des enjeux du changement climatique dans ses opérations de politique monétaire. Premièrement, la BCE renforcera de façon significative ses capacités de modélisation analytique et macroéconomique et développera des indicateurs statistiques afin de favoriser la compréhension de l'impact macroéconomique du changement climatique et des politiques de « transition bas carbone ». Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs adaptera son cadre opérationnel de politique monétaire en ce qui concerne la publication d'informations, l'évaluation des risques, les achats d'actifs du secteur des entreprises et le dispositif de garanties.

4 Le cadre d'analyse intégré de la BCE

Les mutations structurelles généralisées subies depuis 2003 par les économies et les systèmes financiers dans la zone euro et dans le monde ont entraîné l'actualisation en continu du cadre et des outils d'analyse de la BCE. Les évolutions structurelles présentées dans la section 2 ont eu des répercussions sur le potentiel de croissance de l'économie de la zone euro, le taux d'intérêt réel d'équilibre, le processus d'inflation et la transmission de la politique monétaire. En conséquence, la BCE a dû intégrer ces tendances dans son évaluation régulière et son processus de préparation de la politique monétaire. Au vu de ces modifications, les analyses économique et monétaire ont évolué à plusieurs égards qui devraient se refléter de manière formelle dans le cadre d'analyse de la BCE. L'évolution de l'analyse économique reflète la disponibilité de nouvelles données et sources d'informations, ainsi que les avancées en matière de modélisation et de calcul informatique, le rôle important des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour se forger une opinion sur les perspectives à moyen terme en matière d'activité économique et d'inflation, et l'analyse plus systématique des tendances structurelles et de leurs variations.

L'analyse monétaire est passée de la détection des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long terme, son rôle principal, à un rôle mettant davantage l'accent sur la fourniture d'informations pour l'évaluation de la transmission de la politique monétaire. Cette réorientation reflète l'affaiblissement de la relation empirique entre les agrégats monétaires et l'inflation, les dysfonctionnements du mécanisme de transmission de la politique monétaire durant la crise financière mondiale et l'élargissement de la panoplie d'instruments monétaires de la BCE.

Compte tenu de ces évolutions, les délibérations de politique monétaire de la BCE seront fondées sur un cadre d'analyse intégré révisé conjuguant deux types d'analyses : l'analyse économique et l'analyse monétaire et financière. Le cadre intégré prend en compte les liens intrinsèques entre les structures sous-jacentes, les chocs et les processus d'ajustement couverts par les deux types d'analyses. Ces analyses fournissent de précieuses informations et, conjuguées, contribuent à l'évaluation complète et robuste des perspectives relatives à la stabilité des prix et des risques pesant sur celle-ci à différents horizons temporels.
Le nouveau cadre d'analyse remplacera le précédent cadre à deux piliers, tandis que le recoupement des informations tirées de l'analyse monétaire avec celles tirées de l'analyse économique sera suspendu. Pour étayer l'analyse intégrée, de nouveaux investissements dans le développement d'outils analytiques seront nécessaires afin de modéliser et comprendre les liens macrofinanciers et les interactions entre les mesures de politique monétaire, leur transmission à l'économie et leurs effets sur la stabilité du système financier.

L'analyse économique porte principalement sur les évolutions économiques en termes réels et nominaux. Elle est conçue autour de l'analyse des *évolutions à court terme* de la croissance économique, de l'emploi et de l'inflation, de l'évaluation des *facteurs de chocs* qui ont frappé l'économie de la zone euro, des *projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE* portant sur les variables macroéconomiques-clés à moyen terme, et d'une large *évaluation des risques* pesant sur la croissance économique et la stabilité des prix. Une attention particulière sera accordée à l'*analyse régulière des tendances structurelles* et à leurs implications en matière d'inflation, de production potentielle et de taux d'intérêt réel d'équilibre ; au rôle et à l'importance des *hétérogénéités* et des *non-linéarités* ; et à l'utilisation de données granulaires nouvellement disponibles, notamment les *enquêtes sur les anticipations*, telles que l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) récemment mise en place.

L'analyse monétaire et financière s'est nettement réorientée depuis la revue stratégique de 2003 en réponse aux défis qui sont apparus pendant et après la crise financière mondiale. L'analyse monétaire et financière attribue un rôle important à l'examen des indicateurs monétaires et financiers, en mettant l'accent sur le fonctionnement du *mécanisme de transmission de la politique monétaire*, en particulier via les canaux du crédit et du crédit bancaire, le canal de la prise de risque et celui des prix d'actifs. Ce type d'évaluations facilite l'identification d'éventuelles mutations de la transmission de la politique monétaire (par exemple liées à des facteurs structurels tels que l'accroissement de l'intermédiation financière non bancaire) ou de dysfonctionnements de sa transmission, en raison par exemple

de la fragmentation ou de perturbations des marchés financiers. L'analyse monétaire et financière fournit également une évaluation plus systématique de l'*accumulation à long terme des vulnérabilités et des déséquilibres financiers* et de leurs éventuelles implications pour les risques extrêmes pour la production et l'inflation. De plus, elle évalue si les *mesures macroprudentielles permettent d'atténuer les risques susceptibles de peser sur la stabilité financière* se révélant pertinents du point de vue de la politique monétaire. L'analyse monétaire et financière reconnaît ainsi que la stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix.

Le cadre d'analyse intégré continuera d'examiner les informations tirées des agrégats monétaires et de crédit. Ces agrégats, tout comme d'autres variables utilisées pour évaluer le fonctionnement de la transmission monétaire et financière, continueront d'être pleinement inclus dans le nouveau cadre, ce qui reflète leur pertinence actuelle pour l'évaluation de l'accumulation de vulnérabilités et de risques relatifs à la stabilité des prix. De plus, une évaluation approfondie de l'interaction entre la politique monétaire et la stabilité financière sera menée à intervalles réguliers dans le cadre de l'analyse monétaire et financière et prise en compte lors des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en se fondant sur la revue de stabilité financière de la BCE et d'autres documents pertinents.

5 La communication des décisions de politique monétaire de la BCE

L'importance de la communication relative à la politique monétaire s'est nettement accrue au fil du temps. Les publications relatives aux décisions de politique monétaire sont devenues un instrument de politique monétaire en elles-mêmes, la *forward guidance* constituant à cet égard un exemple frappant. Mieux la politique monétaire sera comprise, non seulement par les experts mais aussi par le grand public, plus elle sera efficace. La communication joue également un rôle essentiel pour garantir que la BCE, en tant que banque centrale indépendante, remplisse son obligation de responsabilité vis-à-vis du public et conserve sa crédibilité et sa légitimité. Une communication cohérente, claire et efficace à destination de différents publics est donc essentielle et le Conseil des gouverneurs s'engage à expliquer sa stratégie et ses décisions de politique monétaire aussi clairement que possible à tous les publics.

Le Conseil des gouverneurs a revu en profondeur la communication séquentielle de ses décisions de politique monétaire, en vue d'améliorer les informations fournies et leur accessibilité pour différents publics.
La communication des décisions de politique monétaire continuera de s'appuyer sur quatre produits qui ont fait leurs preuves : le communiqué de presse, la déclaration introductive, renommée « déclaration de politique monétaire », le bulletin économique et le compte rendu de la réunion de politique monétaire. La déclaration de politique monétaire sera rationalisée et sa clarté sera renforcée. Sa structure sera adaptée, en mettant l'accent sur une narration intégrée, en phase avec le nouveau cadre d'analyse présenté dans la section 4. Elle ne fera plus référence à la notion de recoupement entre les piliers, mais proposera une narration motivant la décision de

politique monétaire qui s'appuiera sur les informations tirées de l'analyse économique, monétaire et financière. Les comptes rendus de politique monétaire, introduits en 2015, continueront de fournir des informations sur l'ensemble des arguments examinés pendant les délibérations de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le bulletin économique continuera de présenter une vue d'ensemble de la situation économique et une analyse de questions d'actualité pertinentes pour la politique monétaire. Il sera enrichi de davantage d'analyses de questions monétaires et financières et fournira une mise à jour régulière des évaluations de proportionnalité de la BCE, tandis que des efforts supplémentaires seront fournis pour le rendre plus facile et agréable à lire. Ces documents seront complétés par une version hiérarchisée et davantage illustrée des publications relatives aux décisions de politique monétaire à destination du grand public.

La revue stratégique de la BCE a énormément bénéficié des informations reçues par le biais des évènements « À votre écoute » menés par l'Eurosystème. Au cours de la période sous revue, l'Eurosystème a organisé de nombreux évènements avec la communauté académique, les organisations de la société civile et le grand public, et a participé à des échanges de vues avec les parlements nationaux et le Parlement européen [4]. De plus, la BCE a reçu environ 4 000 réponses à une série de questions via son portail « La BCE à votre écoute ». L'ensemble de ces informations ont alimenté les délibérations du Conseil des gouverneurs dans le contexte de la revue stratégique. Les principaux messages qui en ressortent incluent l'effet négatif de l'inflation sur la vie quotidienne ; l'effet significatif du coût du logement sur les niveaux d'inflation perçus, de nombreux participants plaidant en faveur d'une meilleure prise en compte des coûts du logement dans la mesure de l'inflation ; les préoccupations concernant les effets secondaires des politiques menées par la BCE ; des appels à la BCE pour favoriser la croissance économique et l'emploi tout en contribuant à la protection de l'environnement et sans dépasser son mandat ; et l'idée selon laquelle les banques centrales doivent mieux expliquer leur rôle et utiliser un langage compréhensible et des exemples accessibles afin de nouer un dialogue avec le grand public.
Le Conseil des gouverneurs entend faire des événements de sensibilisation une composante essentielle des interactions de l'Eurosystème avec le public. Les futurs évènements auront une composante « écoute » et une composante « explication », afin de permettre au public de comprendre la stratégie de politique monétaire de la BCE et ses conséquences.

6 Un cycle d'évaluations régulières

Dans un monde en rapide évolution, la stratégie de politique monétaire de la BCE devra probablement être évaluée et adaptée de façon plus régulière. S'il est difficile d'anticiper ces évolutions, dans certains domaines, des mutations sont prévisibles pour les années à venir et pourraient modifier le paysage économique et financier dans lequel la politique monétaire opère. Il s'agit par

[4] Cf. le rapport de synthèse sur l'évènement « La BCE à votre écoute » et la vue d'ensemble des consultations organisés par les banques centrales nationales.

exemple des avancées potentielles en matière de monnaie numérique ; des améliorations de l'architecture de l'UEM ; des modifications structurelles en cours du système financier de la zone euro, y compris le rôle croissant des acteurs non bancaires ; d'autres chocs économiques ou financiers majeurs susceptibles de frapper la zone euro et/ou l'économie mondiale ; et des évolutions structurelles supplémentaires qui affectent le processus d'inflation, le taux d'intérêt réel d'équilibre ou le potentiel de croissance. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs entend évaluer à intervalles réguliers l'efficacité de sa stratégie de politique monétaire, et devrait conduire la prochaine évaluation en 2025.

2 Utilisation de l'apprentissage automatique et du *big data* pour l'analyse du cycle conjoncturel

Dominik Hirschbühl, Luca Onorante et Lorena Saiz

1 Introduction

Les responsables de la politique économique prennent des décisions en temps réel, sur la base d'informations incomplètes sur la situation économique actuelle. Les banques centrales et les analystes économiques s'appuient dans une large mesure sur les statistiques officielles, ainsi que sur des données qualitatives et des enquêtes, pour évaluer l'état de l'économie. Bien qu'un large éventail de données classiques de très bonne qualité soient disponibles, les ensembles de données sont publiés avec des décalages allant de quelques jours ou semaines à plusieurs mois au-delà de la période de référence. Pour ces raisons, les banques centrales ont recherché des moyens d'exploiter des données plus rapidement disponibles et ont recours à des méthodes plus sophistiquées pour améliorer la précision de leurs prévisions relatives aux indicateurs pertinents pour l'élaboration de la politique monétaire.

Ces dernières années, les institutions en charge de la politique économique ont commencé à explorer de nouvelles sources de données et des méthodes statistiques alternatives pour l'évaluation en temps réel de l'activité économique. Depuis la crise financière, elles ont redoublé d'efforts pour utiliser systématiquement des données microéconomiques et des données d'enquêtes afin de mieux évaluer les variations de la consommation, de l'investissement au niveau agrégé et du marché du travail. Parallèlement, les progrès technologiques ont permis aux utilisateurs de commencer à examiner des sources non conventionnelles telles que les données textuelles et les images tirées d'articles de journaux, des réseaux sociaux et d'Internet, ainsi que des données numériques issues des paiements. Il existe également des méthodes statistiques alternatives telles que les arbres de régression, les réseaux de neurones et les séparateurs à vaste marge (*support-vector machines*, SVM) qui peuvent permettre d'exploiter pleinement les informations potentielles issues de ces sources de données.

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a accéléré cette tendance. La crise associée à la pandémie a montré que le *big data*, ou mégadonnées, peut fournir rapidement des signaux sur l'état de l'économie et permettre de suivre l'activité économique en parallèle de données plus traditionnelles. Le *big data* se caractérise généralement par trois V : Volume important, Vitesse d'acquisition élevée et forte Variété [1]. « Volume important » fait référence aux quantités massives de données générées par la prolifération des dispositifs disponibles, des services et des

[1] Bien que davantage de V aient été ajoutés à la liste au cours des dernières années, ils ne sont pas aussi largement acceptés parce qu'ils sont difficiles à quantifier (par exemple « Véracité », ou sincérité des données, et « Valeur », ce qui signifie que le *big data* peut créer une valeur sociale ou économique).

interactions humaines. « Vitesse d'acquisition élevée » correspond à la très grande rapidité avec laquelle les données sont créées et traitées. « Forte variété » est associé à la grande diversité et à la complexité des catégories et des sources de données [2]. Le *big data* suscite l'intérêt par la haute fréquence à laquelle les données sont disponibles ; néanmoins, elles sont souvent relativement peu structurées et, par définition, volumineuses, ce qui représente différents défis pour les modèles économétriques classiques. On peut répondre à certains de ces défis grâce à des algorithmes d'apprentissage automatique (*machine learning*, ML), qui ont également l'avantage de pouvoir appréhender des relations non linéaires complexes. Bien qu'il n'existe pas de définition unique de l'apprentissage automatique, l'idée de base à l'origine de cette approche est que les ordinateurs (machines) peuvent apprendre des données antérieures, identifier des grandes tendances – souvent caractérisées par des relations non linéaires – et faire des prédictions à l'aide d'algorithmes intégrant ces tendances. L'apprentissage automatique est donc un sous-ensemble de l'intelligence artificielle, et la plupart de ses méthodes s'appuient largement sur des concepts issus des statistiques et de la théorie de l'apprentissage statistique [3].

Le présent article examine comment les organisations internationales et les banques centrales utilisent le *big data* et/ou les méthodes d'apprentissage automatique pour analyser le cycle conjoncturel. Plus précisément, ces nouvelles sources de données et ces nouveaux outils sont utilisés pour améliorer la prévision immédiate et la prévision à court terme du PIB en volume. Ils sont également utilisés pour obtenir des informations précieuses permettant d'évaluer les évolutions conjoncturelles et d'élaborer des scénarios. Un certain nombre d'exemples sont donnés à titre d'illustration.

L'article est organisé de la façon suivante. La section 2 passe en revue les principales sources de *big data* explorées au cours des dernières années par les banques centrales et d'autres institutions pour l'analyse du cycle conjoncturel. Elle fournit un aperçu de la littérature existante et comprend également deux exemples de la manière dont ces ensembles volumineux de données ont été utilisés pour suivre l'activité économique et les évolutions du marché du travail durant la pandémie. La section 3 étudie les principaux avantages des méthodes d'apprentissage automatique (ML) pour traiter le *big data* et analyser le cycle d'activité. Cette section comprend deux exemples où des articles de presse sont utilisés pour construire des indicateurs relatifs au climat économique et à l'incertitude entourant la politique économique. La section 4 présente les principales conclusions et étudie les opportunités et les défis auxquels font face les banques centrales lorsqu'elles utilisent l'apprentissage automatique et le *big data*.

---

2 Cf. Hammer (C.), Kostroch (D.C.) et Quirós-Romero (G.), « *Big Data: Potential, Challenges and Statistical Implications* », *Staff Discussion Notes*, vol. 2017, n° 006, Fonds monétaire international, 2017.

3 L'intelligence artificielle peut être définie comme l'informatique qui se concentre sur le développement de machines capables de répliquer les fonctions cognitives humaines telles que l'apprentissage ou la résolution de problèmes.

2 Comment le *big data* contribue-t-il à évaluer l'état actuel de l'économie ?

Les banques centrales et les institutions internationales ont récemment commencé à intégrer le *big data*, structuré ou non structuré, dans leur analyse économique. Les mégadonnées peuvent être structurées – comme celles collectées dans des grands ensembles de données financières pouvant être corrélés avec les états financiers au niveau des entreprises - ou non structurées. Les données non structurées vont de masses de données recueillies en temps quasi réel sur Internet (par exemple, volumes de recherches sur Internet, données extraites des réseaux sociaux comme Twitter et Facebook, articles de journaux) à des données volumineuses obtenues de sources non officielles (par exemple, plateformes de négociation et systèmes de paiement ou technologies reposant sur des systèmes GPS).

Les données structurées, telles que celles tirées des opérations financières et de paiement, peuvent fournir des informations critiques en temps réel pour évaluer la consommation agrégée et l'activité économique. L'utilisation des cartes de crédit et de débit pour l'achat de biens et de services ayant augmenté, les données relatives aux transactions financières sous-jacentes ont fourni des informations utiles pour le suivi de la consommation et de l'activité économique. En même temps, les données relatives aux paiements sont disponibles rapidement et font l'objet de peu de révisions puisqu'elles constituent des écritures comptables. Les banques centrales avaient déjà commencé à considérer ces données comme une source de renseignements précieuse avant l'apparition de la pandémie. L'analyse fondée sur des données concernant les Pays-Bas, la Norvège, le Portugal et l'Espagne, entre autres, conclut que les données relatives aux systèmes de paiement de masse (c'est-à-dire les paiements par carte de crédit et de débit au point de vente et les retraits au DAB) ont facilité les prévisions des ventes de détail, de la consommation privée (en particulier de biens non durables) et même du PIB en volume au cours de la précédente phase d'expansion [4]. Pour l'Italie, des progrès en termes de fiabilité des prévisions ont été rapportés lorsque des informations tirées de paiements très agrégés mais de montant élevé (c'est-à-dire TARGET2) ont été intégrées dans les modèles de prévision immédiate du PIB [5].

S'agissant du *big data* non structuré, l'utilisation de données textuelles provenant de journaux pour comprendre et prévoir le cycle conjoncturel a considérablement augmenté ces dernières années. Dans l'analyse du cycle conjoncturel, les données textuelles tirées des journaux et des réseaux sociaux ont

---

4 Pour les Pays-Bas, cf. Verbaan (R.), Bolt (W.) et van der Cruijsen (C.), « *Using debit card payments data for nowcasting Dutch household consumption* », *DNB Working Papers*, n° 571, De Nederlandsche Bank, 2017. Pour l'Espagne, cf. Conesa (C.), Gambacorta (L.), Gorjon (S.) et Lombardi (M.J.), « *The use of payment systems data as early indicators of economic activity* », *Applied Economics Letters*, vol. 22, n° 8, 2015, p. 646-650. Pour le Portugal, cf. Esteves (P.), « *Are ATM/POS data relevant when nowcasting private consumption?* », *Working Paper*, n° 25/2009, Banco de Portugal, 2009. Pour la Norvège, cf. Aastveit (K.A.), Fastbø (T.M.), Granziera (E.), Paulsen (K.S.) et Torstensen (K.N.), « *Nowcasting Norwegian household consumption with debit card transaction data* », *Working Paper*, n° 17/2020, Norges Bank, 2020.

5 Pour l'Italie, cf. Aprigliano (V.), Ardizzi (G.) et Monteforte (L.), « *Using Payment System Data to Forecast Economic Activity* », *International Journal of Central Banking*, vol. 15, n° 4, octobre 2019, p. 55-80.

été utilisées pour construire des indicateurs approchés « proxy » de variables non observables telles que la « confiance » ou l'« incertitude » qui ont une probabilité d'être associées aux fluctuations macroéconomiques. Ces indicateurs approchés peuvent être obtenus à un coût relativement faible (contrairement aux indicateurs tirés d'enquêtes qui sont onéreux) et rapidement (par exemple quotidiennement) grâce à des méthodes de traitement automatisé du langage naturel. Par exemple, les indicateurs de confiance fondés sur les actualités peuvent servir d'indicateurs d'alerte précoce des crises financières [6]. Les indices de confiance et d'incertitude entourant la politique économique tirés des journaux en Italie et en Espagne se sont révélés utiles pour surveiller l'activité économique en temps réel et la prévision immédiate du PIB [7]. De même, en Belgique, la confiance moyenne quotidienne tirée de l'actualité des journaux économiques s'est avérée utile pour la prévision immédiate de la confiance des consommateurs tirée d'enquêtes [8]. À la BCE, des indicateurs quotidiens de la confiance fondés sur les journaux ont été estimés pour les quatre principaux pays de la zone euro et la zone euro dans son ensemble. Ces indicateurs affichent une forte corrélation avec les indicateurs de confiance tirés d'enquêtes et le PIB en volume ; ils se révèlent également utiles pour la prévision immédiate du PIB, en particulier au début du trimestre là où d'autres indicateurs plus classiques (par exemple des enquêtes) se rapportant au trimestre en cours n'ont pas encore été publiés (cf. encadré 3 de la section 3). En outre, les indices d'incertitude entourant la politique économique ont été estimés pour le même échantillon de pays. Les méthodes d'apprentissage automatique (ML) utilisées permettent également de décomposer l'incertitude en sous-composantes qui indiquent les principales sources (cf. encadré 4 de la section 3).

De même, l'utilisation des recherches sur Internet a elle aussi commencé à figurer dans les modèles de prévision à court terme. Plusieurs études de l'Eurosystème montrent que les recherches sur Internet peuvent fournir des informations sur les décisions futures de consommation. Parmi les exemples récents, on peut citer l'analyse établissant une corrélation entre les données relatives aux recherches Google et les ventes de voitures dans la zone euro, l'utilisation des données relatives aux recherches Google pour améliorer le modèle allemand de prévision du PIB en temps réel et l'analyse qui exploite les indicateurs synthétiques fondés sur les recherches Google afin de prévoir la consommation privée en Espagne. Pour la zone euro dans son ensemble, les données Google fournissent des informations utiles pour la prévision du PIB en temps réel en l'absence d'informations macroéconomiques (notamment au cours des quatre premières semaines du trimestre), mais dès que les données officielles relatives au

---

6 Cf. Huang (C.), Simpson (S.), Ulybina (D.) et Roitman (A.), « *News-based Sentiment Indicators* », *IMF Working Paper*, vol. 2019, n° 273, Fonds monétaire international, 2019.

7 Pour l'Italie, cf. Aprigliano (V.), Emiliozzi (S.), Guaitoli (G.), Luciani (A.), Marcucci (J.) et Monteforte (L.), « *The power of text-based indicators in forecasting the Italian economic activity* », *Working Papers*, n° 1321, Banca d'Italia, 2021. Pour l'Espagne, cf. Aguilar (P.), Ghirelli (C.), Pacce (M.) et Urtasun (A.), « *Can news help measure economic sentiment? An application in COVID-19 times* », *Economics Letters*, vol. 199, 2021, et Ghirelli (C.), Pérez (J.J.) et Urtasun (A.), « *A new economic policy uncertainty index for Spain* », *Economics Letters*, vol. 182, 2019, p. 64-67.

8 Cf. Algaba (A.), Borms (S.), Boudt (K.) et Verbeken (B.), « Daily news sentiment and monthly surveys: *A mixed-frequency dynamic factor model for nowcasting consumer confidence* », *Working Paper Research*, n° 396, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2021.

trimestre en cours deviennent disponibles, ce pouvoir relatif de prévision en temps réel diminue [9].

Les données basées sur Internet peuvent également faciliter l'évaluation des tensions sur les marchés du travail et de l'immobilier. L'analyse du marché du travail américain montre que l'intégration d'indicateurs de recherche d'emploi fondés sur des données Google améliore la fiabilité des prévisions de chômage, notamment sur un horizon à moyen terme (soit un horizon de trois à douze mois) [10]. Dans la zone euro, un indicateur des tensions sur le marché du travail fondé sur le nombre de clics sur des offres d'emploi a récemment été construit pour l'économie irlandaise [11]. S'agissant du marché de l'immobilier, l'analyse pour l'Italie a conclu que les mesures reposant sur des données extraites automatiquement du web à partir d'un portail en ligne de services immobiliers peuvent être un indicateur avancé des prix des logements [12]. Durant la pandémie, les recherches Google sur des thèmes associés à « *job retention schemes* » (dispositifs de maintien de l'emploi) et à « *layoffs* » (licenciements) ont fourni les premières analyses du fort impact de la pandémie et des mesures correspondantes prises par les autorités. En outre, les données en ligne relatives aux offres d'emplois et aux recrutements dans la zone euro ont complété les statistiques officielles (cf. encadré 1).

Encadré 1
Suivi des évolutions du marché du travail durant la pandémie

Vasco Botelho et Agostino Consolo

Le présent encadré montre comment les données à haute fréquence relatives au recrutement ont été utiles pour suivre les évolutions du marché du travail dans la zone euro durant la pandémie. La crise de la COVID-19 a exercé un fort effet baissier sur le nombre de recrutements sur le marché du travail de la zone euro. Les confinements et autres mesures d'endiguement ont réduit la demande de main-d'œuvre et découragé les efforts de recherche de certains travailleurs qui ont perdu leur emploi et sont devenus inactifs [13]. En outre, tant l'incertitude macroéconomique accrue durant la crise de la COVID-19 que le recours généralisé à des dispositifs de maintien de l'emploi

[9] Pour la prévision en temps réel des ventes de voitures , cf. Nymand-Andersen (P.) et Pantelidis (E.), « *Google econometrics: nowcasting euro area car sales and big data quality requirements* », *Statistics Paper Series*, n° 30, BCE, 2018. Pour la prévision en temps réel de la consommation privée espagnole, cf. Gil (M.), Pérez (J.J.), Sanchez Fuentes (A.J.) et Urtasun (A.), « *Nowcasting Private Consumption: Traditional Indicators, Uncertainty Measures, Credit Cards and Some Internet Data* », *Working Paper*, n° 1842, Banco de España, 2018. Pour la prévision en temps réel du PIB allemand, cf. Götz (T.B.) et Knetsch (T.A.), « *Google data in bridge equation models for GDP* », *International Journal of Forecasting*, vol. 35, n° 1, janvier-mars 2019, p. 45-66. Pour la prévision en temps réel du PIB de la zone euro, cf. Ferrara (L.) et Simoni (A.), « *When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage* », *Working Paper*, n° 717, Banque de France, 2019.

[10] D'Amuri (F.) et Marcucci (J.), « *The predictive power of Google searches in forecasting US unemployment* », *International Journal of Forecasting*, Vol. 33, Issue 4, octobre-décembre 2017, p. 801-816.

[11] En outre, ils ont montré que les données publiées en ligne sur les emplois peuvent fournir des informations granulaires sur les compétences les plus demandées par les employeurs, les emplois et les salaires les plus recherchés par les travailleurs. Cf. Adrjan (P.) et Lydon (R.), « *Clicks and jobs: measuring labour market tightness using online data* », *Economic Letters*, vol. 2019, n° 6, Central Bank of Ireland, 2019.

[12] Loberto (M.), Luciani (A.) et Pangallo (M.), « *The potential of big housing data: an application to the Italian real-estate market* », *Working Papers*, n° 1171, Banca d'Italia, 2018.

[13] Pour une évaluation complète de l'incidence de la pandémie sur le marché du travail de la zone euro, 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.

ont réduit encore les incitations à l'embauche pour les entreprises, mais pour différents motifs. L'incertitude accrue a incité les entreprises à réduire leurs coûts d'exploitation et à différer tout projet d'accroissement de leur main-d'œuvre. En revanche, les dispositifs de maintien de l'emploi ont protégé l'emploi et favorisé les emplois, incitant ainsi au maintien de sureffectifs et permettant aux entreprises de faire l'économie de coûts de réembauche élevés lors du redémarrage de la croissance économique [14].

Le taux de recrutement de LinkedIn complète les informations qui peuvent être extraites des données statistiques officielles, fournissant un indicateur à haute fréquence rapidement disponible relatif aux recrutements bruts dans la zone euro durant la pandémie [15]. Les recrutements dans la zone euro ne peuvent être observés que de manière imparfaite dans les données statistiques officielles, en analysant les transitions situation d'emploi / situation de non-emploi. L'utilisation des données officielles pour l'évaluation du comportement en matière de recrutement dans la zone euro présente deux grandes limites. Premièrement, les données officielles ne sont pas disponibles rapidement, généralement avec un décalage de deux trimestres environ. Deuxièmement, ces données permettent uniquement de quantifier les flux nets en entrée dans (ou en sortie de) l'emploi et ne fournissent aucune information sur les transitions entre différents emplois [16]. Le taux de recrutement de LinkedIn fournit un signal à haute fréquence plus rapide qui peut donner des informations sur le nombre de recrutements dans la zone euro. Il intègre des données à haute fréquence relatives aux recrutements bruts, qui identifient à la fois les mouvements des situations de non-emploi vers les situations d'emploi et les transitions entre différents emplois.

Le taux de recrutement normalisé de LinkedIn est d'abord calculé pour chacun des quatre principaux pays de la zone euro (France, Allemagne, Italie et Espagne – la ZE-4) en éliminant les variations saisonnières et les évolutions artificielles spécifiques à un pays liées aux performances de marché de LinkedIn. Les informations relatives aux pays de la ZE-4 sont agrégées sous la forme d'une moyenne pondérée des taux de recrutement normalisés spécifiques à chaque pays en utilisant l'emploi comme pondération. Le taux de recrutement de la ZE-4 a sensiblement diminué au début de la pandémie avant de se redresser au second semestre 2020 (graphique A, partie a). Après s'être établi 6 % environ au-dessus de sa moyenne au cours des deux premiers mois de 2020, il a soudainement chuté pour ressortir 63 % au-dessous de sa moyenne en avril 2020 après le début de la crise de la COVID-19 et a lentement rebondi pour dépasser son niveau moyen en novembre 2020. Il est ensuite revenu à un niveau inférieur à sa moyenne en janvier 2021, au moment où des confinements plus stricts ont été imposés, avant de se redresser de nouveau par la suite. Il est intéressant de noter que la baisse du nombre de recrutements a coïncidé avec

---

14 Les sureffectifs peuvent se définir comme la part du facteur travail qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise au cours de son processus de production à un moment donné. Les sureffectifs peuvent éventuellement permettre aux entreprises d'éviter des coûts de réembauche et de formation lorsque les conditions économiques s'améliorent après une récession.

15 Pour une première évaluation de l'incidence de la pandémie sur le marché du travail de la zone euro à l'aide de données à haute fréquence et du taux de recrutement de LinkedIn, cf. l'article intitulé « Évolution des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

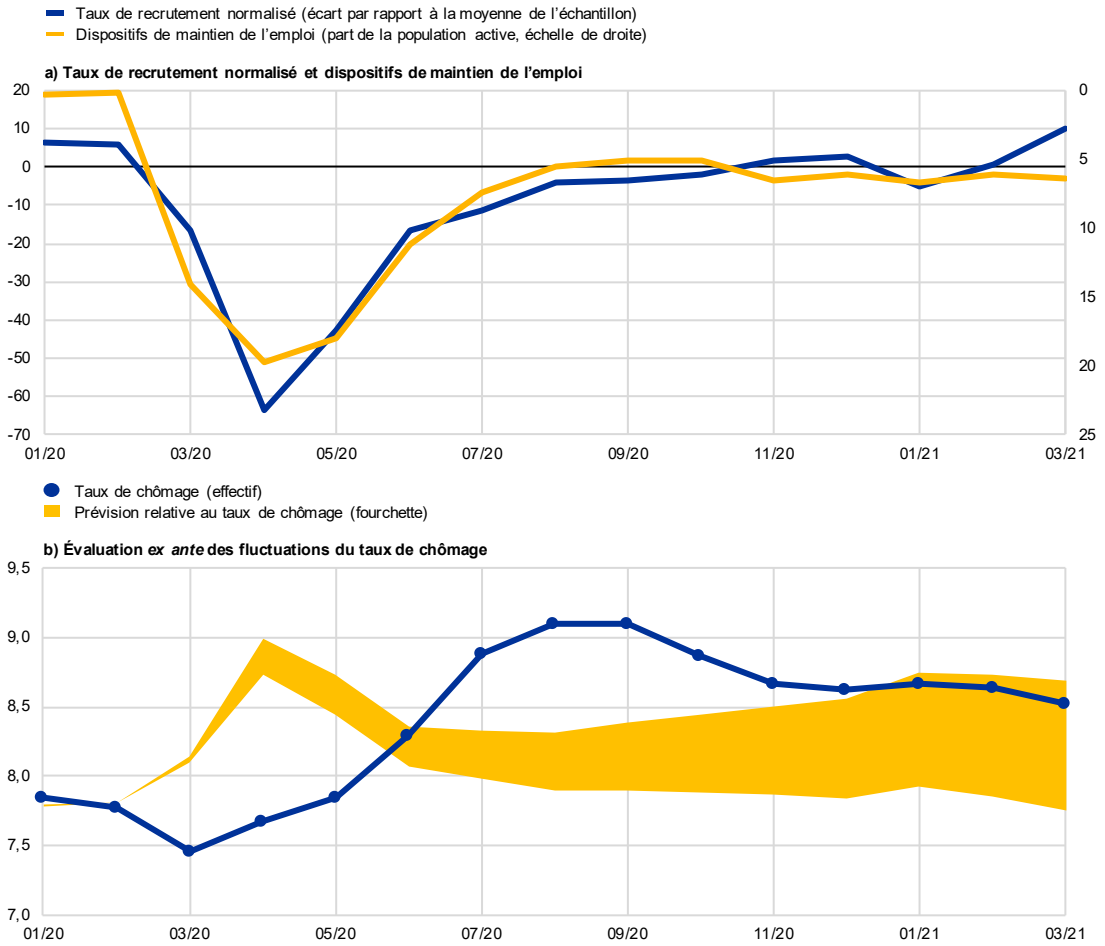
16 Les transitions emploi-emploi recueillent des informations sur les transitions entre différents emplois et les travailleurs qui n'ont pas changé d'emploi au cours de la même période (la grande majorité). Les transitions entre différents emplois sont, toutefois, importantes pour l'ajustement du marché du travail, car elles contribuent positivement à la croissance des salaires nominaux. Cf. Karahan (F.), Michaels (R.), Pugsley (B.), Şahin (A.) et Schuh (R.), « *Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?* », *American Economic Review,* vol. 107, n° 5, p. 353-357, 2017, qui aboutissent à ce résultat pour les États-Unis, et Berson (C.), De Philippis (M.) et Viviano (E.), « *Job-to-job flows and wage dynamics in France and Italy* », *Occasional Papers,* n° 563, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area, 2020, qui aboutissent à un résultat comparable pour la France et l'Italie, mais dans une moindre mesure.

l'augmentation des dispositifs de maintien de l'emploi durant la pandémie. En avril 2021, le taux de recrutement normalisé s'est établi 14 % au-dessus de sa moyenne dans l'ensemble de la zone ZE-4.

Graphique A

Suivi du marché du travail dans la ZE-4 à l'aide de données à haute fréquence

(pourcentages)



Sources : Eurostat, LinkedIn, Institut allemand de recherche sur l'emploi (IAB), Institut ifo, ministère français du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion, Institut national italien de prévoyance sociale, ministère espagnol de l'Intégration, de la Sécurité sociale et des Migrations et calculs des services de la BCE.
Notes : Le taux de recrutement quotidien est calculé comme le pourcentage de membres de LinkedIn qui ont pris un poste un mois donné et ont ajouté un nouvel employeur à leur profil ce même mois, divisé par le nombre total de membres de LinkedIn dans ce pays. Pour corriger des évolutions artificielles liées à la performance de marché de la plateforme et des profils saisonniers et des pics liés à des dates spécifiques, nous avons éliminé, pour chaque pays, les effets d'une série de variables muettes mensuelles et d'une tendance linéaire, annuelle relative au taux de recrutement. Cela nous permet d'exprimer le taux de recrutement normalisé estimé sous la forme d'écarts en pourcentage par rapport à la moyenne de l'échantillon. La prévision relative au taux de chômage mensuel suit l'encadré intitulé « Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro » figurant dans le numéro 5/2020 du *Bulletin économique* de la BCE, à compter de janvier 2020, ce qui implique que la fourchette des prévisions de taux de chômage envisageables en 2020-2021 dépend du taux de chômage en décembre 2019.

Les informations à haute fréquence fournies par le taux de recrutement peuvent également être utilisées pour évaluer les fluctuations du taux de chômage durant la pandémie. D'après l'encadré intitulé « Évolutions des données à haute fréquence du marché du travail de la zone euro » figurant dans le numéro 5/2020 du *Bulletin économique* de la BCE, nous réalisons un exercice de prévision établissant une corrélation entre les informations à haute fréquence du taux de recrutement de LinkedIn et le taux de retour à l'emploi en utilisant la trajectoire implicite du taux agrégé de retour à l'emploi comme indicateur approché du taux de chômage d'équilibre à un instant donné. On l'utilise

ensuite pour prévoir les fluctuations du taux de chômage durant la pandémie [17]. Nous comparons ainsi les fluctuations observées du taux de chômage à partir de mars 2020 avec celles qui sont impliquées par les informations à haute fréquence dans le cadre du taux de recrutement normalisé pour l'agrégat ZE-4.

La prévision relative au taux de chômage utilisant le taux de recrutement à haute fréquence donne un signal précoce de l'augmentation du taux de chômage pour l'agrégat ZE-4. Le graphique A (partie b) compare le taux de chômage effectif avec les prévisions conditionnelles *ex ante* du taux de chômage, établies à partir du taux de recrutement à haute fréquence et fondées sur le taux de chômage de décembre 2019. Le pic correspondant au signal précoce de la prévision de taux de chômage pour avril 2020, à 8,8 %, est comparable s'agissant de son ordre de grandeur au pic enregistré ensuite en août 2020 pour le taux de chômage effectif à 9,1 %. Plus récemment, en mars 2021, le taux de chômage effectif de l'agrégat ZE-4 s'est établi à 8,5 %, dans la fourchette plausible d'une prévision comprise entre 7,8 % et 8,7 % établie à partir du taux de recrutement à haute fréquence. Le pic précoce relatif à la prévision de taux de chômage a résulté de la contraction du taux de recrutement à haute fréquence, qui reflétait le gel des embauches consécutif au recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi et a permis aux cessations d'emploi de rester globalement constantes au cours de la période initiale de la pandémie. En revanche, la plus grande partie de la variation récente du taux de chômage (y compris sa stabilisation) a résulté d'une hausse du taux de cessation d'emploi.

L'expérience tirée des données structurées et non structurées avant la pandémie a favorisé le déploiement rapide de modèles visant à faciliter l'évaluation en temps réel de la situation économique pendant la pandémie. En particulier, ces données ont permis d'évaluer le degré de sous-utilisation des capacités sur le marché du travail et de mesurer le ralentissement de l'activité économique, du point de vue tant de l'offre que de la demande. Durant cette période de soudaines perturbations économiques, les données alternatives à haute fréquence, telles que la consommation d'électricité, les paiements par carte, les offres d'emploi, la qualité de l'air et les statistiques relatives à la mobilité, se sont révélées essentielles pour dresser rapidement un tableau de l'impact économique de la pandémie et des mesures d'endiguement qui y sont associées et ce, plusieurs semaines avant la publication de données solides et d'enquêtes. Les données de paiement ont été essentielles pour comprendre l'évolution de la consommation privée, une des composantes de la demande les plus gravement touchées par la

[17] De même, plusieurs profils sont établis pour la prévision de taux de chômage sur la base des coefficients estimés à long terme du taux de retour à l'emploi et des hypothèses sous-tendant les taux de cessation d'emploi. Nous envisageons deux scénarios pour le taux de cessation d'emploi : a) aucune modification concernant le quatrième trimestre 2019 ; b) une augmentation mensuelle du taux de cessation d'emploi comparable à celle observée durant un mois moyen lors de la crise financière mondiale. Il s'agit là d'une limite importante au présent exercice. Les taux de cessation d'emploi ont également été affectés par l'important soutien des autorités qui a bénéficié à la fois aux entreprises et aux travailleurs, y compris le recours généralisé aux systèmes de maintien de l'emploi. En tant que tel, l'incidence qu'une réduction du soutien apporté par les autorités pourrait avoir sur le taux de cessation d'emploi et le taux de chômage au fur et à mesure de la reprise de l'activité économique justifie une analyse plus approfondie.

crise [18]. Pour certains secteurs, on a utilisé la consommation d'intrants essentiels tels que l'électricité, le gaz et le carburant comme approximation de la production. Il était également très important de comprendre rapidement l'évolution du secteur des services, en mettant l'accent sur les petites entreprises de certains compartiments du secteur, tels que le tourisme, qui sont les principales victimes de la crise. Les informations à haute fréquence disponibles pour ces secteurs ont principalement concerné les ventes (ventes figurant dans les déclarations fiscales, paiements par carte), les réservations en ligne et les recherches Google. D'autres indicateurs, tels que les mouvements du fret, le nombre de vols et la qualité de l'air ont été instructifs en tant qu'approximation sommaire de l'activité économique.

Une façon efficace de résumer l'information contenue dans un ensemble d'indicateurs à haute fréquence consiste à utiliser des outils de suivi de l'activité économique. L'encadré 2 donne un exemple d'outil de suivi de l'activité économique à une fréquence hebdomadaire pour la zone euro conçu par la BCE. De même, pour suivre la crise de la COVID-19, le Centre commun de recherches et la Direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne ont conjugué des indicateurs macroéconomiques traditionnels avec un nombre élevé d'indicateurs en temps réel non conventionnels et extrêmement hétérogènes pour les quatre principales économies de la zone euro [19]. Ils ont développé une boîte à outils à l'aide d'une série de modèles, notamment linéaires et non linéaires, ainsi que de plusieurs méthodes d'apprentissage automatique (*machine learning*) pour exploiter le nombre élevé d'indicateurs contenus dans la série de données afin d'obtenir une prévision immédiate du PIB. Les prévisions de PIB sont élaborées en estimant l'ensemble des modèles (qui se comptent en milliers) puis en appliquant une sélection automatique de modèles pour obtenir la moyenne des prévisions et produire la prévision finale.

Encadré 2
Un outil de suivi de l'activité économique hebdomadaire pour la zone euro

Gabriel Pérez-Quirós et Lorena Saiz

Depuis le début de la pandémie, plusieurs banques centrales et institutions internationales ont développé des outils expérimentaux de suivi de l'activité économique à fréquence quotidienne ou hebdomadaire en conjuguant plusieurs indicateurs à haute fréquence [20]. La Banque fédérale de réserve de New York produit par exemple un indice économique hebdomadaire (*Weekly Economic*

[18] Carvalho *et al.*, par exemple, utilisent les données relatives aux paiements par carte pour retracer l'impact de la pandémie sur la consommation en Espagne. Ils constatent une forte réaction de la consommation aux confinements et à leur assouplissement au niveau national et régional, en particulier pour le panier de biens des ménages à faibles revenus. Carvalho (V.M.), Hansen (S.), Ortiz (Á.), García (J.R.), Rodrigo (T.), Rodriguez Mora (S.) et Ruiz (J.), « *Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data* », *CEPR Discussion Papers*, n° 14642, Centre for Economic Policy Research, 2020.

[19] Cela inclut en particulier les recherches Google, les consultations de pages Wikipédia, les indicateurs relatifs à la qualité de l'air (la pollution faisant office d'indicateur de l'activité), les micro-données relatives à l'aviation, les indicateurs extraits de l'actualité sur des sujets tels que l'économie, le chômage et l'inflation, le sentiment à l'égard de l'actualité, le prix de l'électricité et la consommation d'électricité corrigés des conditions météorologiques, les indicateurs tirés des données Airbnb, les indicateurs sur la mobilité extraits des données de téléphonie mobile et ceux élaborés par Google et les données relatives aux véhicules de transport de marchandises assujettis à péage.

[20] Plusieurs articles ont été présentés lors de l'atelier de la BCE intitulé « *Tracking the economy with high-frequency data* » du 16 octobre 2020.

Index, WEI), qui combine sept indicateurs hebdomadaires relatifs à l'économie américaine [21]. À partir d'une méthodologie comparable, la Deutsche Bundesbank élabore un indice de l'activité hebdomadaire (*weekly activity index*, WAI) pour l'économie allemande, qui combine neuf indicateurs hebdomadaires et inclut en outre la production industrielle mensuelle et le PIB trimestriel [22]. L'OCDE a également développé un outil de suivi hebdomadaire pour plusieurs pays sur la base des données Google Trends [23].

Ces indicateurs sont séduisants, mais leur développement présente trois difficultés techniques majeures. Premièrement, la période limitée que recouvrent les données à haute fréquence les rend moins fiables que des séries longues d'indicateurs mensuels lorsqu'il s'agit d'établir des relations économétriques stables dans le temps [24]. Deuxièmement, les indicateurs à haute fréquence sont extrêmement bruités, affichent des profils saisonniers complexes et, dans certains cas, peuvent être soumis à de fréquentes révisions. Dans les circonstances exceptionnelles associées à la crise de la COVID-19, ces indicateurs se sont révélés riches en informations (ratio signal/bruit élevé), mais peut-être qu'en temps normal, ils ne feraient qu'ajouter du bruit au signal déjà fiable extrait des indicateurs mensuels standard [25]. Troisièmement, la procédure de sélection des indicateurs n'a pas été standardisée. Jusqu'à présent, la majorité des travaux utilisaient les indicateurs à haute fréquence facilement disponibles pour chaque économie. L'absence de procédures de sélection harmonisées limite le choix à l'apprentissage à partir d'échantillons représentatifs et accentue le problème de représentativité mentionné plus haut.

L'outil de suivi de l'activité économique hebdomadaire pour la zone euro proposé dans cet encadré remédie à ces difficultés en combinant des indicateurs mensuels fiables qui affichent depuis longtemps une bonne performance prédictive et des indicateurs (non standard) à haute fréquence rapidement disponibles. Les indicateurs ont été sélectionnés selon plusieurs critères : (1) la disponibilité d'une série suffisamment longue (au moins trois ans), (2) un bruit réduit et (3) une pondération au sein de l'agrégat combinant l'ensemble des indicateurs (une composante essentielle dans le cas de l'indicateur examiné ici) qui soit importante et économiquement significative [26].

Cet outil est fondé sur l'analyse en composantes principales de données non équilibrées, d'après Stock et Watson [27]. Premièrement, un outil de suivi n'utilisant que des séries hebdomadaires est

---

21 Cf. Lewis (D.J.), Mertens (K.), Stock (J.H.) et Trivedi (M.), « *Measuring Real Activity Using a Weekly Economic Index* », *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 920, 2020.

22 Cf. Eraslan (S.) et Götz (T.), « *An unconventional weekly activity index for Germany* », *Technical Paper*, n° 02/2020, Deutsche Bundesbank, 2020.

23 Cf. Woloszko (N.), « *Tracking activity in real time with Google Trends* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1634, OCDE, 2020.

24 Les lecteurs pourraient être intéressés par les ouvrages suivants : Banbura (M.), Giannone (D.) et Reichlin (L.), « Nowcasting », *in* Clements (M.P.) et Hendry (D.F.) (eds), *Oxford Handbook of Economic Forecasting*, Oxford University Press, 2011, p. 63-90 ; Camacho (M.), Pérez-Quirós (G.) et Poncela (P.), « *Short-term Forecasting for Empirical Economists: A Survey of the Recently Proposed Algorithms* », *Foundations and Trends in Econometrics*, vol. 6, n° 2, 2013, p. 101-161.

25 Delle Chiaie (S.) et Pérez-Quirós (G.), « *High frequency indicators. why? when? and how? A users' guide* », mimeo, 2021

26 Les indicateurs à fréquence hebdomadaire sont la consommation d'électricité, l'indice allemand relatif aux véhicules de transport de marchandises assujettis à péage, les recherches Google (restaurants, emplois, voyages, hôtels) et les indicateurs financiers (CISS, EuroStoxx, VSTOXX). Les indicateurs à fréquence mensuelle sont le fret aérien et l'emploi pour les quatre plus grands pays de la zone euro, la production industrielle dans la zone euro, les commandes industrielles, les immatriculations de voitures, les ventes au détail (en volume), les exportations intra et hors-zone euro (en valeur), l'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique.

27 Stock (J.H.) et Watson (M.W.), « *Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes* », *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 20, n° 2, 2002, p. 147-162.

calculé à partir de l'analyse en composantes principales afin de compléter les observations manquantes au début et, le cas échéant, à la fin de l'échantillon. Les séries hebdomadaires sont transformées en taux de croissance en glissement mensuel [28]. Si nécessaire, des méthodes d'ajustement sont utilisées pour éliminer d'éventuels effets saisonniers. Deuxièmement, les variables mensuelles sont passées en fréquence hebdomadaire en calculant le même niveau mensuel pour toutes les semaines du mois. Des taux de croissance en glissement mensuel sont ensuite calculés pour chaque semaine. Avec toutes ces informations, l'analyse en composantes principales est à nouveau mise en œuvre, en incluant tous les indicateurs qui étaient à l'origine disponibles en fréquence hebdomadaire et mensuelle. La première composante principale est l'outil de suivi, qui retrace l'évolution de l'activité mensuelle en fréquence hebdomadaire (graphique A, partie a) [29]. Visualiser l'outil de suivi en niveau et en fréquence mensuelle donne une idée de l'ampleur de la perte de production associée à la pandémie par rapport au niveau d'avant la pandémie. Surtout, l'évolution de cet outil exprimée en niveau sur 2020 reflète très bien l'évolution du PIB (graphique A, partie b). Globalement, la relativement bonne performance de cet outil, qui permet d'obtenir un bon équilibre entre disponibilité rapide et fiabilité des indicateurs, en fait un outil utile pour suivre l'activité économique en temps réel.

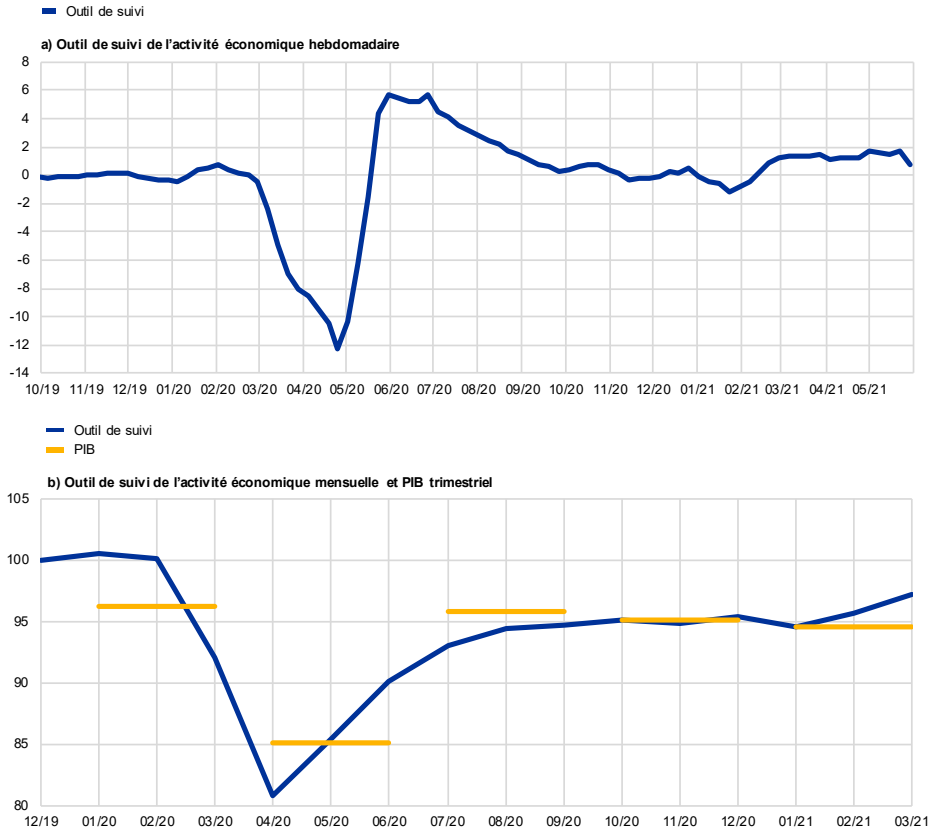
[28] Dans la mesure où certains mois comptent cinq semaines et d'autres quatre, par convention, le taux de croissance mensuel pour la cinquième semaine est systématiquement comparé avec la dernière semaine du mois précédent.

[29] Par construction, l'outil de suivi n'a pas d'unités, l'analyse en composantes principales nécessitant la standardisation des données. L'outil doit donc être remis à l'échelle pour le rendre compatible avec la moyenne et la variance de la croissance du PIB en volume. Le facteur d'échelle peut être déterminé à l'aide de la relation entre activité mensuelle et activité trimestrielle présentée dans Mariano et Murasawa. Cf. Mariano (R.S.) et Murasawa (Y.), « *A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 18, n° 4, 2003, p. 427-443.

Graphique A

Outil de suivi de l'activité économique de la zone euro

(partie a) : pourcentage en glissement mensuel ; partie b): en niveau, 100=décembre 2019 ou T4 2019)



Sources : Calculs des services de la BCE et Eurostat.
Note : Les dernières observations se rapportent à la semaine du 29 mai 2021 pour les outils de suivi et au premier trimestre 2021 pour le PIB.

3 En quoi les algorithmes d'apprentissage automatique sont-ils un bon outil pour analyser le *big data* ?

Si le *big data* peut contribuer à améliorer les prévisions relatives au PIB et à d'autres agrégats macroéconomiques, c'est grâce aux algorithmes d'apprentissage automatique que l'on peut pleinement exploiter son potentiel. La section 2 montre que dans de nombreux cas, l'amélioration des performances en matière de prévision est liée à des situations spécifiques, comme par exemple l'indisponibilité des indicateurs mensuels traditionnels pour le trimestre de référence. Cette section porte sur le cadre de modélisation et avance que les méthodes d'apprentissage automatique contribuent à tirer tous les avantages de l'utilisation du *big data*. L'objectif principal des techniques d'apprentissage automatique est de dégager des profils d'évolution ou de prévoir une variable cible. Bien que les algorithmes d'apprentissage automatique estiment et valident les modèles prédictifs pour un sous-ensemble de données (échantillon d'entraînement), le but ultime est d'obtenir les meilleures prévisions à l'aide d'un sous-ensemble de données différent (échantillon test). La distinction entre apprentissage automatique et méthodes

traditionnelles n'est pas clairement établie dans la mesure où certaines méthodes traditionnelles (comme la régression linéaire ou les composantes principales) sont également populaires dans la littérature traitant de l'apprentissage automatique. Cela étant, cette littérature a développé une gamme de nouveaux modèles sophistiqués qui laissent augurer d'un enrichissement important de la boîte à outils des économistes. De plus, on peut raisonnablement dire que, jusqu'à présent, l'apprentissage automatique s'est principalement concentré sur la prévision, tandis que l'analyse économétrique et statistique plus traditionnelle s'intéresse également à la mise au jour des relations causales entre les variables économiques [30]. Cela évolue rapidement à mesure qu'un nombre croissant de chercheurs dans le domaine de l'apprentissage automatique étudie la question de l'inférence et de la causalité, même si cette recherche exploratoire n'est pas encore largement appliquée dans le contexte de la politique économique [31]. L'objectif de cette section est d'examiner comment l'apprentissage automatique peut efficacement compléter les méthodes économétriques traditionnelles, en particulier pour exploiter les possibilités d'analyse du cycle conjoncturel offertes par le *big data*. Elle passe également en revue plusieurs contributions à la prévision/prévision immédiate du PIB (cf. encadré 3) et fournit des exemples de la façon dont les algorithmes d'apprentissage automatique peuvent apporter un éclairage intéressant aux décideurs, par exemple en identifiant les sources d'incertitudes en matière de politique économique (cf. encadré 4).

- **Le volume des bases de données nouvellement disponibles constitue souvent en soi un obstacle à l'utilisation de l'économétrie classique.** Des techniques ont été adoptées pour réduire la dimensionnalité des données, y compris des méthodes traditionnelles telles que les modèles à facteurs et l'analyse en composantes principales, mais elles s'orientent toutefois le plus souvent vers de nouvelles versions de l'apprentissage automatique. La description de méthodes spécifiques dépasse le cadre de cet article, mais il est important de noter que les méthodes d'apprentissage automatique présentent plusieurs caractéristiques souhaitables pour résumer les données, en permettant la réduction précise des données de grandes dimensions à un certain nombre d'indicateurs de taille raisonnable.

- **Le premier avantage fondamental que présentent les méthodes d'apprentissage automatique est leur capacité à extraire et sélectionner des informations pertinentes d'importants volumes de données non structurées.** Avec le *big data*, la quantité importante d'informations non pertinentes engendre un problème de sélection des données. Cette question est amplifiée par l'existence d'ensembles de données volumineux et non structurés [32]. Dans certains cas simples, le prévisionniste peut choisir

---

[30] Pour une vue d'ensemble des concepts et des applications de l'apprentissage automatique dans le contexte de l'activité de banque centrale et de l'analyse de la politique économique, cf. Chakraborty (C.) et Joseph (A.), « *Machine learning at central banks* », *Staff Working Paper*, n° 674, Banque d'Angleterre, 2017.

[31] Cf., par exemple, Farrell (M.H.), Liang (T.) et Misra (S.), « *Deep Neural Networks for Estimation and Inference* », *Econometrica*, vol. 89, n° 1, 2021, ou Semenova (V.), Goldman (M.), Chernozhukov (V.) et Taddy (M.), « *Estimation and Inference on Heterogeneous Treatment Effects in High-Dimensional Dynamic Panels* », arXiv.org, 2021.

[32] Cf. Giannone (D.), Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *Economic Predictions with Big Data: The Illusion of Sparsity* », *Econometrica*, à paraître.

manuellement les variables ; c'est normalement possible pour les prévisions de grandeurs très spécifiques. Les travaux de référence que mènent Choi et Varian avec Google Trends, par exemple, se concentrent sur les ventes de voitures, les inscriptions au chômage, la planification des destinations de voyage et la confiance des consommateurs [33]. Lorsque des agrégats macroéconomiques sont concernés, le choix des variables pertinentes devient vite inextricable. Les méthodes d'apprentissage automatique offrent des outils très utiles pour sélectionner les variables les plus instructives et exploiter leur potentiel informationnel. Plusieurs techniques dérivées de la littérature sur la moyenne des modèles (*model-averaging*) se sont également révélées populaires et efficaces pour améliorer la précision des prévisions. Dans ces méthodes, on estime d'abord un grand nombre de modèles économétriques, puis on évalue leur performance prédictive, enfin on calcule la moyenne des meilleurs modèles pour obtenir la prévision finale, ce qui permet de retenir les modèles et variables explicatives qui fournissent des informations utiles. De même, ce que l'on appelle méthodes d'ensemble, telles que les forêts aléatoires et le *bootstrap aggregating* combinent différentes « perspectives » sur les données fournies par des modèles concurrents, ce qui accroît la flexibilité et la robustesse des prévisions.

- **Le deuxième avantage fondamental des méthodes d'apprentissage automatique tient à leur capacité à rendre compte de formes générales de non-linéarités.** C'est un avantage général des méthodes d'apprentissage automatique, quel que soit le volume de données concerné ; toutefois, de par sa nature même, le *big data* peuvt se montrer particulièrement sujet aux non-linéarités. Les données provenant des réseaux sociaux représentent un bon moyen de comprendre les non-linéarités qui leur sont inhérentes. Dans ce cas, un sujet spécifique peut générer des effets de cascade ou des effets boule de neige au sein du réseau qui ne peuvent être capturés dans les modèles de régression linéaire. D'autres exemples incluent Google Trends et les catégories de recherches Google, qui sont calculées à l'aide d'algorithmes d'apprentissage automatique déterminant la catégorie à laquelle appartient une recherche sur Internet [34]. Les données textuelles sont également obtenues en appliquant des algorithmes hautement non linéaires à l'actualité par exemple. Plus généralement, les non-linéarités et les interactions entre variables sont courantes en macroéconomie en raison de la présence de frictions financières et d'incertitude. Il ressort de plusieurs travaux que les méthodes d'apprentissage automatique peuvent être utiles pour la prévision macroéconomique, dans la mesure où elles rendent mieux compte des non-linéarités (Coulombe *et al.* par exemple). Ces méthodes peuvent appréhender la relation non linéaire entre les conditions financières et l'activité économique, entre autres, et ainsi prévoir avec plus de précision l'activité en général et les phases de récession en particulier (cf. encadré 3). De plus, les méthodes

[33] Choi (H.) et Varian (H.), « *Predicting the Present with Google Trends* », *Economic Record*, vol. 88, Issue s1, *The Economic Society of Australia*, juin 2012, p. 2-9.

[34] Ces données ne sont disponibles que sous la forme de séries chronologiques « semi-traitées » ; en particulier, on en élimine d'abord la composante tendancielle selon des critères connus par Google, puis on les redimensionne afin qu'elles soient toujours comprises entre 0 et 100.

d'apprentissage automatique peuvent se révéler supérieures aux méthodes standard (comme les modèles de notation du crédit ou la régression logistique) pour ce qui est des prévisions de défaut de paiement des consommateurs et de faillites d'entreprises, car elles tiennent compte des relations non linéaires entre la fréquence des défaillances et les caractéristiques individuelles [35].

- **La pandémie de COVID-19 est une source importante de non-linéarités.** Durant la pandémie, de nombreuses variables macroéconomiques ont enregistré des valeurs extrêmes éloignées de la fourchette des valeurs passées. Les méthodes économétriques telles que l'analyse des séries chronologiques linéaires cherchent à dégager des profils d'évolution moyens à partir des données passées. Si les données actuelles sont très différentes, l'extrapolation linéaire à partir des profils d'évolution passés peut conduire à des résultats biaisés. Les banques centrales, la Commission européenne ainsi que d'autres institutions ont adapté leurs dispositifs de prévision immédiate pour prendre en compte les données non standard et les non-linéarités [36].

- **Enfin, les techniques d'apprentissage automatique sont le principal outil utilisé pour rendre compte d'un large éventail de phénomènes qui, autrement, resteraient non quantifiés.** Le développement spectaculaire de l'analyse de données textuelles en constitue l'exemple le plus marquant ces dernières années. Aujourd'hui, d'importants corpus de textes sont analysés et convertis en données chiffrées utilisables par les prévisionnistes. Par exemple, un large éventail d'indicateurs de confiance fondés sur des textes et rapidement disponibles, quoique bruités, complètent actuellement les enquêtes traditionnelles, qui sont disponibles avec un décalage considérable et dans lesquelles les agents ne « votent » pas nécessairement « avec leur comportement », et les indicateurs extraits des instruments de marché, qui intègrent des anticipations et d'autres facteurs tels que l'aversion au risque. À une première génération de travaux fondés sur le décompte de mots ont succédé des approches plus sophistiquées [37]. Des techniques de deuxième génération fondées sur l'apprentissage automatique non supervisé sont également utilisées dans les institutions publiques, en particulier dans les banques centrales, pour évaluer l'effet de leur communication. Enfin, d'après Baker *et al.*, des concepts comme l'incertitude relative à la politique

---

35 Cf. Coulombe (P.G.), Leroux (M.), Stefanovic (D.) et Surprenant (S.), « *How is Machine Learning Useful for Macroeconomic Forecasting?* », arXiv.org, 2020. Pour des probabilités de récession, cf. Vrontos (S.D.), Galakis (J.) et Vrontos (I.D.), « *Modelling and predicting U.S. recessions using machine learning techniques* », *International Journal of Forecasting*, vol. 37, n° 2, 2021, p. 647-671. Pour des forêts aléatoires rendant compte de la non-linéarité entre les conditions financières et l'activité économique, cf. Kiley (M.T.), « *Financial Conditions and Economic Activity: Insights from Machine Learning* », *Finance and Economics Discussion Series*, 2020-095, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2020. Pour des prévisions de défauts de paiement des consommateurs, cf. Albanesi (S.) et Vamossy (D.F.), « *Predicting Consumer Default: A Deep Learning Approach* », NBER *Working Paper Series*, n° w26165, *National Bureau of Economic Research*, 2019. Pour les faillites d'entreprises, cf. Pike (T.), Sapriza (H.) et Zimmermann (T.), « *Bottom-up leading macroeconomic indicators: An application to non-financial corporate defaults using machine learning* », *Finance and Economics Discussion Series*, 2019-070, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2019.

36 Cf., par exemple, Huber (F.), Koop (G.), Onorante (L.), Pfarrhofer (M.) et Schreiner (J.), « Nowcasting in a pandemic using non-parametric mixed frequency VARs », *Journal of Econometrics*, sous presse, 2020.

37 Le (Q.) et Mikolov (T.), « *Distributed Representations of Sentences and Documents* », *Proceedings of the 31st International Conference on Machine Learning*, vol. 32, 2014, p. 1188-1196.

économique, qu'il était auparavant difficile de quantifier, sont actuellement évalués sur la base de leurs conséquences économiques et utilisés pour établir des prévisions [38]. Cf. les encadrés 3 et 4 pour des exemples.

Encadré 3

La prévision immédiate de la croissance du PIB en volume dans la zone euro à l'aide du climat économique extrait des journaux

Julian Ashwin, Eleni Kalamara et Lorena Saiz

Cet encadré présente des indicateurs du climat économique de la zone euro dérivés d'articles de journaux publiés dans les quatre plus grands pays de la zone et rédigés dans leur langue nationale principale [39] [40]. Publiés quotidiennement, ces indicateurs intègrent des signaux économiques rapidement disponibles comparables à ceux tirés d'indicateurs bien connus tels que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI). De plus, ils peuvent améliorer significativement les prévisions immédiates relatives à la croissance du PIB en volume dans la zone euro.

Dans la littérature, deux approches sont généralement suivies pour élaborer des mesures du climat économique à partir de données textuelles. La plus répandue utilise un simple décompte de mots à partir d'ensembles de mots prédéfinis, que l'on désigne sous le nom de dictionnaires ou de lexiques. Toutefois, la plupart de ces dictionnaires ont été conçus pour la langue anglaise. S'agissant de la zone euro, l'environnement multilingue rend nécessaire le développement de nouveaux dictionnaires pour d'autres langues ou la traduction des textes en anglais. Sinon, des méthodes fondées sur des modèles plus exigeantes en matière de calculs, telles que le regroupement sémantique ou la modélisation de thèmes, peuvent extraire des sujets permettant d'approximer le climat économique et ses déterminants. Dans cet encadré, les mesures du climat économique se fondent sur le décompte de mots dans des articles traduits en anglais, à l'aide de plusieurs dictionnaires de langue anglaise bien connus [41]. En raison du volume de données, seules les mesures fondées sur le dictionnaire relatif à la stabilité financière et le dictionnaire généraliste VADER sont prises en compte [42].

Quel que soit le dictionnaire utilisé et malgré un certain bruit, les mesures du climat économique fondées sur les journaux sont fortement corrélées avec l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) sur la période allant de 2000 à 2019 (graphique A, partie a). Cela confirme que ces mesures rendent effectivement compte du climat économique. Toutefois, le choix du dictionnaire entre en

---

38 Cf. Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016, p. 1593-1636.

39 Cet encadré résume les principaux résultats de l'étude d'Ashwin, Kalamara et Saiz. Ashwin (J.), Kalamara (E.) et Saiz (L.), « *Nowcasting Euro Area GDP with News Sentiment: A Tale of Two Crises* », manuscrit, 2021.

40 Les articles proviennent de 15 grands journaux publiés en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne. Ils ont été extraits de la base de données Dow Jones Factiva DNA pour la période allant du 1er janvier 1998 au 31 décembre 2020.

41 Les articles sont traduits en anglais via l'API Google Translate. Des tests de robustesse ont été effectués pour comparer cette méthode avec l'utilisation de dictionnaires dans les langues nationales ou même la traduction de ces dictionnaires en anglais. Globalement, la traduction des articles en anglais fournit les résultats les plus robustes et les plus fiables.

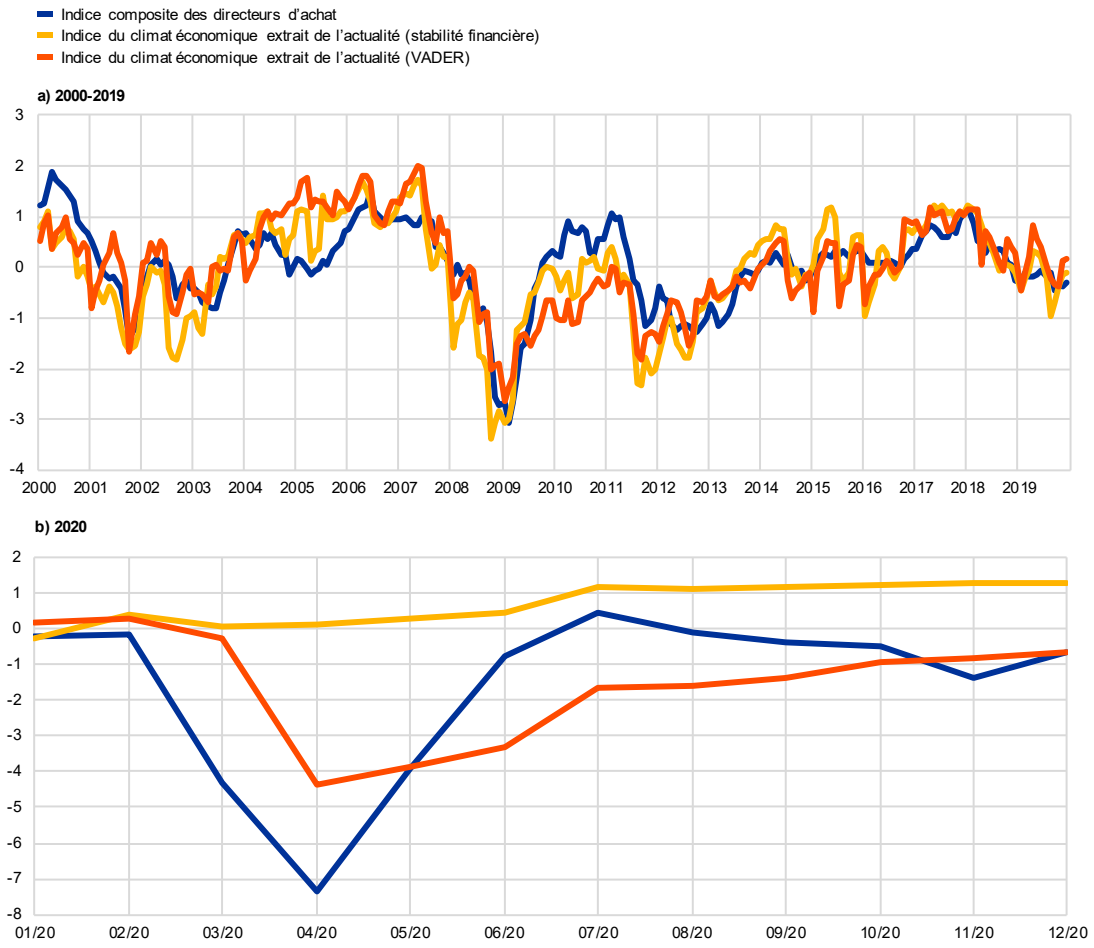
42 Le dictionnaire de la stabilité financière est tiré de Correa (R.), Garud (K.), Londono-Yarce (J.-M.) et Mislang (N.), « *Constructing a Dictionary for Financial Stability* », *IFDP Notes*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, juin 2017. Le dictionnaire VADER (*Valence Aware Dictionary and sEntiment Reasoner*) est tiré de Hutto (C.J.) et Gilbert (E.), « *VADER: A Parsimonious Rule-based Model for Sentiment Analysis of Social Media Text* », *Eighth International AAAI Conference on Weblogs and Social Media (8th ICWSM 2014)*, Ann Arbor, Michigan, juin 2014.

ligne de compte lorsqu'il s'agit de détecter les points de retournement. La première mesure rend très bien compte de la Grande récession, ce qui n'est pas surprenant vu la nature financière de cette crise. Mais elle échoue à intégrer la crise de la COVID-19 (graphique A, partie b), bien que son évolution soit en phase avec le comportement des marchés financiers et les conditions financières qui sont demeurées favorables dans le contexte d'une réponse très forte des autorités. En revanche, le dictionnaire généraliste est plus cohérent et robuste dans le temps. Il apparaît donc que la nature des chocs économiques peut jouer un rôle significatif pour identifier le dictionnaire le plus approprié.

Graphique A

Indice des directeurs d'achat et indicateurs du climat économique extraits des journaux pour la zone euro

(unités normalisées)



Sources : Calculs des services de la BCE, Factiva, IHS Markit et Eurostat.
Notes : L'indicateur du climat économique extrait de l'actualité est fondé sur des articles de journaux publiés dans les quatre principaux pays de la zone euro. La mesure utilisée correspond à la somme des mots positifs et négatifs en utilisant soit un dictionnaire de la stabilité financière (Correa *et al.*), soit VADER, un dictionnaire plus généraliste. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) et les indicateurs du climat économique extraits de l'actualité sont normalisés en utilisant la moyenne historique et la variance.

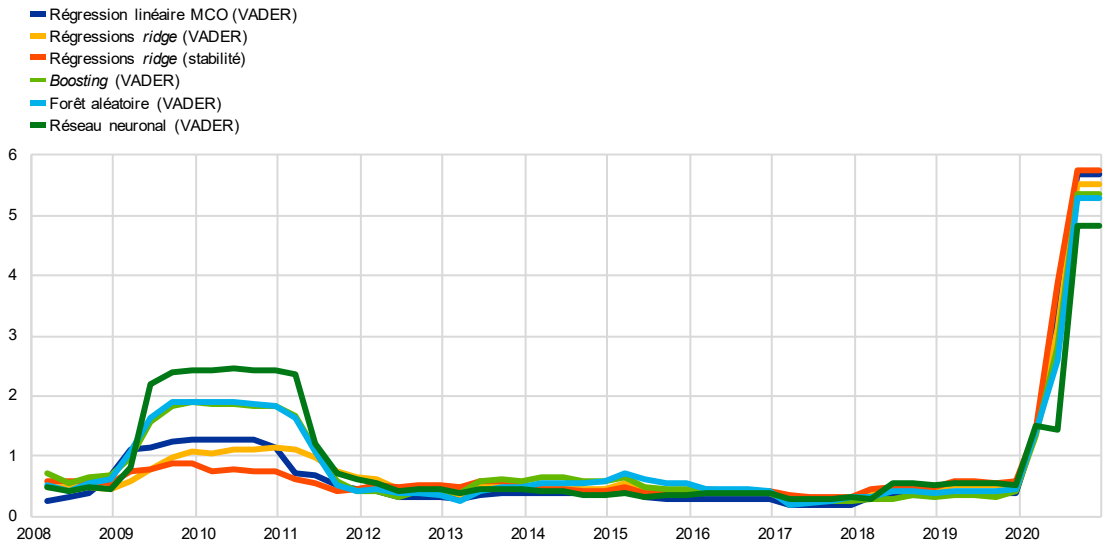
Diverses études ont montré que l'analyse de texte pouvait significativement améliorer les prévisions pour les principales variables macroéconomiques [43]. Certains gains de précision des prévisions (non présentés) sont constatés pour les prévisions immédiates du PIB en temps réel, calculées en utilisant l'indice composite des directeurs d'achat et les indicateurs du climat économique fondés sur des textes comme principaux indicateurs prédictifs. Ces gains se concentrent généralement sur les prévisions immédiates produites au cours de la première moitié du trimestre (c'est-à-dire au cours des six premières semaines), lorsque la plupart des autres indicateurs utilisés pour l'estimation immédiate du PIB ne sont pas encore disponibles. Ce résultat est conforme à d'autres études présentées dans la littérature. Toutefois, il convient de noter que le type de modèle a de l'importance pour tirer pleinement parti des véritables avantages liés à la rapidité de publication des informations extraites des textes. Les méthodes linéaires standard (par exemple les régressions linéaires selon la méthode des moindres carrés ordinaires) fonctionnent bien lors des périodes calmes, quand il n'y a pas d'évolutions majeures des perspectives économiques. Toutefois, lorsque des chocs économiques extrêmes se produisent, les modèles d'apprentissage automatique peuvent prendre en compte les non-linéarités et éliminer le bruit (graphique B). Les régressions *ridge* ont mieux pris en compte la crise financière, comme le montre le fait qu'elles ont la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne de prévision (RMSFE) la plus faible, en particulier quand la mesure du climat économique fondée sur le dictionnaire de la stabilité financière est incluse. Toutefois, les modèles les plus performants durant la pandémie ont été les réseaux neuronaux, qui avaient été les moins performants durant la crise financière. Cela peut s'expliquer par le fait qu'avant la crise financière, il n'existait pas d'autres crises similaires dans l'échantillon d'apprentissage pouvant être utilisées par le modèle pour apprendre. De fait, l'une des critiques faites aux modèles d'apprentissage automatique (*machine learning*, ML) plus complexes porte sur le fait qu'ils ont besoin de grandes quantités de données pour apprendre (c'est-à-dire qu'ils sont « gourmands en données »).

[43] Cf., par exemple, Thorsrud (L.A.), « *Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle* », *Journal of Business & Economic Statistics,* vol. 38, Issue 2, 2020, p. 393-409 ; Larsen (V.H.) et Thorsrud (L.A.), « *The value of news for economic developments* », *Journal of Econometrics*, vol. 210, Issue 1, 2019, p. 203-218 ; Kalamara (E.), Turrell (A.), Redl (C.), Kapetanios (G.) et Kapadia (S.), « *Making text count: economic forecasting using newspaper text* », *Staff Working Paper*, n° 865, Bank of England, mai 2020 ; Shapiro (A.H.), Sudhof (M.) et Wilson (D.J.), « *Measuring news sentiment* », *Journal of Econometrics*, sous presse, 2020.

Graphique B
Précision des prévisions

RMSFE

(en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique présente la RMSFE sur une fenêtre glissante de huit trimestres. Les prévisions sont actualisées à la fin du premier mois du trimestre de référence. La variable de référence est la série relative à la croissance du PIB en volume au 24 mars 2021.

Encadré 4
Les sources de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro et leur impact sur les composantes de la demande

Andrés Azqueta-Gavaldón, Dominik Hirschbühl, Luca Onorante et Lorena Saiz

Le présent encadré décrit comment le *big data* et l'analyse par apprentissage automatique peuvent être appliquées à la mesure de l'incertitude en utilisant des données textuelles. Tout comme le « climat économique », l'incertitude n'est pas directement observable et ne peut être mesurée qu'en recourant à des approximations. Les évolutions récentes dans la littérature ont montré que les données textuelles peuvent fournir de bonnes approximations pour cette variable latente. Par exemple, les travaux de référence de Baker, Bloom et Davies ont proposé de bâtir un indice d'incertitude de la politique économique (*Economic Policy Uncertainty*, EPU) en utilisant un ensemble de mots clés prédéterminés dans les articles de journaux [44]. Des travaux de recherche récents réalisés par la BCE ont permis d'élaborer un indice EPU pour les quatre principaux pays de la zone euro en appliquant des algorithmes d'apprentissage automatique aux articles de journaux [45]. Cette approche a pour principal avantage de pouvoir être appliquée facilement à

[44] Cf. Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016, p. 1593-1636.

[45] Plus précisément, le modèle du sac de mots (*bag-of-words model*) est utilisé pour identifier les mots les plus étroitement liés à « économie » et à « incertitude » dans le contexte de chaque langue. Puis, un algorithme, l'allocation de Dirichlet latente (*Latent Dirichlet Allocation*, LDA), est appliqué pour classer les articles de journaux par thèmes. Cf. Azqueta-Gavaldón (A.), Hirschbühl (D.), Onorante (L.) et Saiz (L.), « *Economic policy uncertainty in the euro area: an unsupervised machine learning approach* », *Working Paper Series*, n° 2359, BCE, janvier 2020.

différentes langues sans dépendre de mots clés, dans la mesure où l'algorithme sous-jacent classe le texte entre différents thèmes sans informations préalables. Cette caractéristique la rend moins sujette aux biais de sélection. De plus, cette approche retrouve les thèmes qui sous-tendent l'incertitude relative à la politique économique agrégée (par exemple l'incertitude en matière de politique budgétaire, monétaire ou commerciale) dans les articles de journaux. Cela peut être particulièrement utile pour bâtir des hypothèses et pour l'analyse économique [46]. Les méthodes d'apprentissage automatique appliquées à un échantillon d'articles de journaux publiés en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne sur la période d'échantillonnage allant de 2000 à 2019 font apparaître systématiquement les thèmes ou sources de l'incertitude relative à la politique économique suivants : la politique monétaire ; la politique budgétaire ; la stratégie politique, géopolitique et commerciale ; la réglementation européenne ; la réglementation nationale ; et la politique énergétique.

L'incertitude relative à la politique économique provient de diverses sources qui affectent différemment les décisions des consommateurs et des entreprises. Par exemple, des hausses de l'incertitude relative aux futurs droits de douane peuvent avoir un impact sur la décision d'une entreprise de construire une nouvelle usine de production ou de commencer à exporter vers un nouveau marché. Cela tient au fait que le rôle des conditions futures est particulièrement pertinent pour des décisions coûteuses et irréversibles. En revanche, l'incertitude relative à l'orientation future de la politique monétaire peut être importante pour les décisions de dépenses tant des entreprises que des consommateurs, dans la mesure où elle influencera leurs anticipations quant aux évolutions économiques et aux conditions de financement futures.

Une analyse simple à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) confirme que les hausses de l'EPU (fondé sur l'apprentissage automatique) ont un impact négatif significatif sur la consommation privée et l'investissement des entreprises, dont une approximation est donnée par l'investissement en machines et équipements dans la zone euro. L'impact est plus marqué sur l'investissement que sur la consommation, ce qui laisse penser que l'incertitude peut avoir une incidence plus importante du côté de l'offre [47]. S'agissant des sources de l'incertitude relative à la politique économique, par souci de brièveté, l'accent est mis uniquement sur l'incertitude liée à la politique énergétique, à la politique commerciale et à la politique monétaire. Comme attendu, les chocs liés à l'incertitude entourant la politique monétaire ont un impact négatif évident à la fois sur l'investissement et sur la consommation. En revanche, l'incidence des hausses de l'incertitude relative à la politique commerciale est insignifiante dans les deux cas. En outre, les accroissements de l'incertitude relative à la politique énergétique pèsent sur la consommation dans une plus large mesure que les autres sources, tandis que leur effet sur l'investissement, quoique plus faible, est

[46] Cf. l'encadré intitulé « Les sources de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro : une approche par apprentissage automatique », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

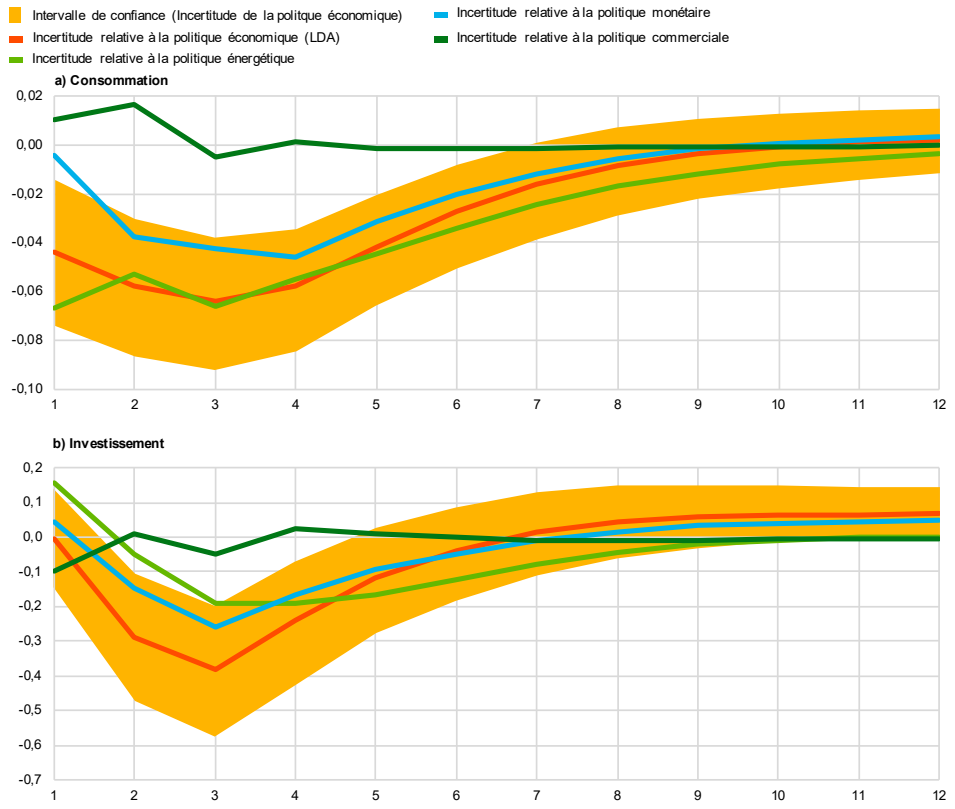
[47] Cf. Born (B.) et Pfeifer (J.), « *Policy risk and the business cycle* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 68, 2014, p. 68-85, et Fernández-Villaverde (J.), Guerrón-Quintana (P.), Kuester (K.) et Rubio-Ramírez (J.), « *Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 11, 2015, p. 3352-3384.

plus durable dans le temps. Même s'il s'agit de résultats agrégés, l'EPU devrait jouer un rôle plus pertinent pour l'investissement en capital au niveau des entreprises qu'au niveau agrégé [48].

Graphique A

Réponses impulsionnelles de la consommation (partie a) et de l'investissement (partie b) à des chocs d'incertitude liés à la politique économique

(axe des ordonnées : points de pourcentage ; axe des abscisses : trimestres)



Sources : Azqueta-Gavaldón *et al.* et Eurostat.
Notes : Les réponses impulsionnelles illustrent la réponse de la consommation et de l'investissement à un choc d'un écart type positif pour chacune des mesures de l'incertitude relative à la politique économique. Elles sont estimées à l'aide d'autorégressions vectorielles structurelles bayésiennes (SVAR) et les chocs sont identifiés au moyen d'une décomposition de Cholesky avec les variables dans l'ordre suivant : exportations de biens et services, mesure de l'incertitude relative à la politique économique, consommation privée, investissement en machines et équipements, taux à court terme fictif *(shadow short rate*) et indice EuroStoxx. Toutes les variables sont des taux de croissance trimestriels, à l'exception du taux à court terme fictif, qui est exprimé en niveaux. La période d'estimation va de 2000 à 2019. Les mesures de l'incertitude sont normalisées afin que l'ampleur du choc soit comparable. L'intervalle de confiance correspond à l'intervalle de crédibilité de 68 % du modèle SVAR par rapport à l'indice d'incertitude de la politique économique.

4 Conclusions, défis et opportunités

Cet article a décrit comment le *big data* et les méthodes d'apprentissage automatique peuvent compléter l'analyse classique du cycle d'activité.

La pandémie de coronavirus, qui représente un choc extraordinaire, en constitue un

48 Par exemple, Gulen et Ion constatent que la relation entre l'incertitude relative à la politique économique et l'investissement en capital n'est pas uniforme dans la coupe transversale et qu'elle est nettement plus forte pour les entreprises présentant un degré plus élevé d'irréversibilité en matière d'investissement et pour les entreprises plus dépendantes des dépenses publiques. Husted, Rogers et Sun montrent que l'incertitude relative à la politique monétaire retarde considérablement les investissements des entreprises aux États-Unis. Cf. Gulen (H.) et Ion (M.), « *Policy Uncertainty and Corporate Investment* », *Review of Financial Studies*, vol. 29, Issue 3, 2016, p. 523-564, et Husted (L.), Rogers (J.) et Sun (B.), « *Monetary policy uncertainty* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 115, 2020, p. 20-36.

bon exemple. Cette crise a favorisé la diffusion et le perfectionnement des techniques d'apprentissage automatique et du *big data* avec une rapidité sans précédent. En particulier, elle a montré que d'autres sources de données peuvent fournir des signaux plus rapidement sur l'état de l'économie et aider à suivre l'activité économique. En outre, elle met clairement en évidence des non-linéarités dans l'économie, ce qui a nécessité l'adaptation des modèles existants ou l'élaboration de nouvelles approches. À cet égard, les méthodes d'apprentissage automatique peuvent traiter les non-linéarités plus facilement que les méthodes traditionnelles. Outre de nouvelles opportunités, ces nouvelles sources de données et méthodes génèrent également quelques difficultés.

Le *big data* permet d'utiliser un éventail plus large d'indicateurs disponibles rapidement pour établir des prévisions (par exemple, des indicateurs extraits des textes ou d'Internet), même si dans certains cas, cela peut entraîner des problèmes de reproductibilité et de responsabilité. Les indicateurs du climat économique extraits des textes sont particulièrement utiles, par exemple dans la mesure où ils peuvent être produits automatiquement à une fréquence plus élevée et à un coût moindre que les indicateurs tirés d'enquêtes. Alors que l'élaboration des données économiques traditionnelles, telles que la production industrielle, suit des procédures harmonisées afin d'assurer une qualité, une continuité et une comparabilité élevées au fil du temps et dans les différents pays, les données alternatives ne sont ni collectées principalement à des fins d'analyse économique, ni obtenues et validées par des instituts statistiques indépendants. Par conséquent, leur utilisation dans les processus de décision expose les banques centrales à divers risques, dans la mesure où la reproductibilité des résultats et la responsabilité pourraient être compromises. Étant donné que les données alternatives sont collectées à d'autres fins (par exemple, les transactions par carte bancaire) ou sont le sous-produit d'un autre service (par exemple, les articles de presse provenant de la numérisation des journaux), les données sont souvent très bruitées et nécessitent un traitement attentif. En outre, l'existence de problèmes importants concernant l'accessibilité des données et de limites affectant le partage des données pourrait, dans certains cas, compromettre la reproductibilité des résultats. Tous ces risques nécessitent une attention particulière lorsqu'il s'agit d'investir des ressources limitées dans le développement de logiciels et des questions juridiques, et de personnaliser l'infrastructure informatique [49].

Bien qu'utiles comme compléments, ces outils ne peuvent à l'heure actuelle être considérés comme des substituts aux données et méthodes classiques en raison de problèmes d'interprétabilité et d'inférence statistique.
Les méthodes d'apprentissage automatique peuvent contribuer à pallier les insuffisances du *big data* et à exploiter tout son potentiel. Combinées au *big data*, les méthodes d'apprentissage automatique sont capables de surpasser les méthodes statistiques traditionnelles et de fournir une image précise des évolutions économiques. En dépit de bonnes performances prédictives, la complexité des

[49] Doerr *et al.* notent que la mise en place de l'infrastructure informatique nécessaire constitue un défi majeur pour les banques centrales. Pour la plupart des applications concernant l'analyse du cycle d'activité, la puissance de calcul requise est relativement faible. Doerr (S.), Gambacorta (L.) et Serena (J.M.), « *Big data and machine learning in central banking* », *BIS Working Papers*, n°930, Banque des règlements internationaux, 2021.

méthodes rend souvent difficile l'interprétation des révisions des prévisions et, plus important encore, leur communication. Toutefois, des progrès rapides sont réalisés pour améliorer l'interprétabilité des techniques d'apprentissage automatique (les plus récentes étant fondées sur les valeurs de Shapley) [50]. En outre, les techniques d'apprentissage automatique ne sont pas conçues à l'origine pour identifier les relations de causalité, qui revêtent une importance cruciale pour les responsables de la politique économique. Améliorer la capacité des méthodes d'apprentissage automatique à prendre en compte la causalité est actuellement le défi le plus important ; les techniques d'apprentissage automatique pourraient ainsi devenir des compléments prometteurs et des alternatives viables aux méthodes établies [51].

[50] Joseph a proposé un nouveau cadre fondé sur les régressions de Shapley qui généralise l'inférence statistique pour les modèles non linéaires ou non paramétriques, tels que les réseaux neuronaux artificiels, les machines à vecteurs de support et les forêts aléatoires. Cf. Joseph (A.), « *Parametric inference with universal function approximators* », *Staff Working Paper*, n° 784, Bank of England, 2019, révisé 22 juillet 2020.

[51] CF. Farrell (M.H.), Liang (T.) et Misra (S.), « *Deep Neural Networks for Estimation and Inference* », *Econometrica*, vol. 89, n° 1, janvier 2021, p. 181-213.

3 Le rôle des pouvoirs publics à l'égard du secteur des sociétés non financières pendant la crise de la COVID-19

Celestino Girón et Marta Rodríguez-Vives

1 Introduction

La pandémie et les mesures prises pour l'endiguer ont entraîné des perturbations économiques à l'échelle mondiale, incitant les pouvoirs publics à intervenir massivement pour soutenir les entreprises. Pour anticiper les répercussions négatives des restrictions imposées partout dans le monde, les États ont rapidement déployé un éventail d'instruments divers visant à atténuer les effets de la crise sur le secteur des entreprises.

Dans la zone euro, les interventions des pouvoirs publics en 2020 et au premier semestre 2021 avaient pour principal objectif d'atténuer les risques de liquidité et de solvabilité ainsi que de soutenir l'emploi dans le secteur des sociétés non financières (SNF). Environ deux tiers des mesures budgétaires ont apporté un soutien direct aux entreprises et aux salariés, en plus des garanties d'État pour les prêts. L'ampleur exacte de ce soutien est difficile à évaluer, parce que les instruments budgétaires utilisés ont varié selon les pays et, qu'au fil de la crise de la COVID-19, les mesures initiales ont été prolongées et de nouvelles mesures ont été mises en œuvre [1]. En ce qui concerne l'ensemble de la zone euro, le soutien apporté aux SNF, notamment les mesures de chômage technique, a représenté environ 2,6 % du PIB en 2020 sur les 4,1 % du PIB du plan de relance budgétaire, comme le montre le tableau 1 [2]. En 2021, le soutien aux SNF s'est poursuivi dans le contexte de mesures d'endiguement qui ont pesé sur les économies de la zone euro, en particulier au premier semestre, et devrait atteindre à peu près la même ampleur que celui mis en place en 2020. En outre, l'enveloppe des garanties d'État pour les prêts a représenté environ 19 % du PIB en 2020 et devrait rester à un niveau similaire en 2021.

---

1 Cf. « 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.

2 Les mesures en faveur de l'emploi peuvent résulter de politiques discrétionnaires ou de mécanismes automatiques faisant partie des systèmes de protection sociale existants. Cependant, nos calculs n'intègrent que les mesures discrétionnaires *ad hoc* mises en œuvre dans le contexte de la crise de la COVID-19, principalement sous la forme de subventions et de transferts vers les entreprises, notamment les dispositifs de chômage partiel.

Tableau 1

Soutien budgétaire dans la zone euro pendant la crise de la COVID-19 (en % du PIB)

	2020	2021	2022
Total des mesures budgétaires	4,1	4,4	1,5
dont soutien aux SNF	2,6	2,5	0,7
Enveloppe des garanties d'État	19,1	19,2	s.o.

Source : Exercice global de projections macroéconomiques (BMPE) de l'Eurosystème de juin 2021.
Notes : Le total des mesures budgétaires correspond aux modifications discrétionnaires des dépenses et des recettes des administrations publiques ainsi qu'aux dispositifs de chômage partiel, aux reports d'impôts et aux crédits d'impôts temporaires, mais ne tient pas compte des injections de capitaux et des stabilisateurs budgétaires automatiques (cf. section 2 pour plus d'informations). Les mesures de soutien aux SNF correspondent ici aux transferts directs et subventions en faveur des entreprises et aux dispositifs de chômage partiel.

L'action des pouvoirs publics dans la zone euro a atténué la contraction de la production ainsi que les pertes d'emplois et de revenus, tout en renforçant les volants de liquidité du secteur des SNF. De manière générale, une contraction bien plus forte de l'activité économique a été évitée. La croissance économique dans la zone euro en 2020, bien que nettement en territoire négatif, a été moins affectée que prévu, s'inscrivant à – 6,8 % au lieu des – 7,8 % prévus par la Commission européenne dans ses prévisions économiques de l'automne 2020. Les effets des mesures de soutien aux SNF sur le revenu des ménages, par exemple via les programmes de maintien dans l'emploi, ont également contribué à atténuer l'impact de la crise sur la production. Les mesures prises par les autorités, associées à un comportement d'épargne de précaution important et à l'emprunt, ont aussi contribué à réduire les risques de liquidité et a entraîné une augmentation agrégée des volants de liquidité [3]. Par ailleurs, la réponse forte des pouvoirs publics en soutien au secteur des SNF a également contribué à prévenir les tensions dans le secteur bancaire pendant la crise de la COVID-19.

Cet article analyse les interventions des pouvoirs publics dans le secteur des SNF de la zone euro à partir des bilans des sociétés, en se concentrant principalement sur les données disponibles pour 2020. Il est structuré de la manière suivante : la section 2 passe en revue le large éventail de mesures budgétaires à la disposition des pouvoirs publics pour soutenir le secteur des SNF ; la section 3 traite des effets de ces mesures sur les bilans du secteur des SNF en 2020 ; la section 4 fait état des éventuelles répercussions sur les bilans du secteur des administrations publiques ; la section 5 présente des éléments de conclusion.

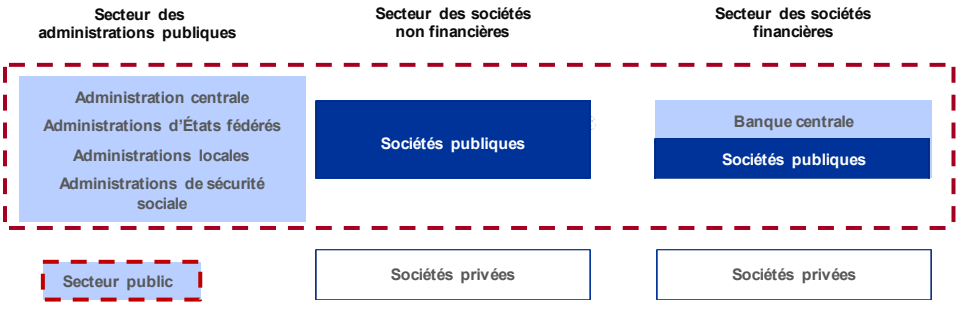
[3] Selon les calculs de la BCE, environ 20 à 25 % des entreprises en Espagne, en Allemagne et en France risquaient de devenir illiquides en 2020 dans un scénario de politique inchangée, alors que la Commission européenne a estimé que 35 % environ des entreprises dans l'UE27 connaîtraient des tensions sur la liquidité dans un scénario intermédiaire (cf. « L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

2 Les interventions des pouvoirs publics dans le secteur des sociétés non financières : concepts clés, définitions et mesures

La mise en œuvre d'un soutien bien ciblé et en temps opportun en faveur du secteur des entreprises constitue un élément majeur de l'éventail d'instruments dont disposent les pouvoirs publics lors d'une crise. Dans le cas particulier d'une pandémie, les mesures de soutien des États aux entreprises sont plus faciles à comprendre au vu des perturbations de la production et des services provoquées par les restrictions imposées par les gouvernements pour des raisons de santé publique. L'analyse ci-après traite principalement du secteur des SNF, qui comprend toutes les entreprises privées et publiques qui produisent des biens et/ou offrent des services non financiers (cf. figure 1 pour faire la distinction entre le secteur des SNF et celui des sociétés financières) [4].

Figure 1

Secteurs des administrations publiques, des sociétés non financières et des sociétés financières



Source : Auteurs, sur la base des données issues du Manuel de statistiques de finances publiques du FMI et du SEC 2010.
Note : Les entreprises publiques sont des entités dans lesquelles l'État détient plus de 50 % des parts et pouvant être intégrées au bilan du secteur des administrations publiques.

Les principaux arguments en faveur des interventions temporaires des pouvoirs publics concernent l'atténuation des vulnérabilités des entreprises en période de crise, ce qui peut contribuer à garantir la stabilité macroéconomique et financière (par exemple, en préservant l'emploi et le revenu des ménages) [5]**.** C'est particulièrement crucial pour les grandes entreprises

[4] Les sociétés publiques désignent les entités juridiques indépendantes qui sont des producteurs marchands et sont soumises à un contrôle par les administrations publiques. Elles sont communément appelées entreprises d'État. En pratique, cette catégorie comprend généralement les services publics et les sociétés de transport ou les partenariats public-privé dans le cadre de la mise en œuvre de grands projets d'investissement. Les sociétés publiques du secteur des sociétés financières (S12 selon la classification des comptes nationaux) comprennent la banque centrale et toutes les sociétés publiques qui fournissent des services d'intermédiation financière et des services financiers auxiliaires ainsi que les sociétés d'assurance et les fonds de pension. Cette catégorie comprend généralement les banques nationalisées et/ou les banques de développement dans lesquelles l'État détient plus de 50 % des parts. Pour une définition plus large du « secteur public », il convient d'adopter une vision consolidée qui regroupe le bilan du secteur des administrations publiques et ceux des sociétés financières et non financières.

[5] En outre, d'autres mesures de relance budgétaire peuvent être considérées comme des outils complémentaires à la disposition des pouvoirs publics pour encourager la reprise de la demande/de l'activité et par conséquent les recettes des sociétés. Sur le plan des dépenses, c'est généralement le cas pour l'investissement. Sur le plan des recettes, cela prend habituellement la forme de réductions de la fiscalité indirecte. Cependant, il convient de noter que toutes les mesures de relance budgétaire n'entrent pas dans le champ d'analyse du présent article.

d'importance systémique, mais également pour les petites et moyennes entreprises (PME), qui jouent un rôle majeur dans de nombreux pays européens. De manière générale, les arguments contre l'intervention des pouvoirs publics dans le secteur des entreprises pourraient notamment porter sur une distorsion possible de la concurrence et sur l'efficacité dans la fourniture de biens et de services, ainsi que sur la charge pour les finances publiques et les risques pour la soutenabilité budgétaire [6]. Néanmoins, ces arguments sont moins pertinents dans le contexte d'une pandémie où les perturbations généralisées du marché sont provoquées par les restrictions mises en œuvre pour des raisons de santé publique. En outre, les risques évoqués sont atténués par le cadre de règles relatives aux aides d'État mis en place à l'échelle de l'UE et par l'action des autorités de la concurrence. Globalement, le succès des interventions des pouvoirs publics dépend de plusieurs facteurs, notamment de la vitesse du rebond du PIB, du coût du financement (par exemple, des rendements des emprunts publics), de la stratégie de sortie des dispositifs de soutien et du taux de recouvrement qui dépend également du type d'instrument budgétaire utilisé et de la qualité du collatéral.

Les interventions des pouvoirs publics au profit du secteur des entreprises peuvent être directes ou indirectes. Sur le plan des dépenses, les subventions ou les transferts directs en faveur du secteur des SNF sont l'instrument le plus couramment utilisé. Sur le plan des recettes, il existe un large éventail d'allègements fiscaux et de mesures relatives aux cotisations sociales. Une autre possibilité consiste à faciliter le financement des entreprises au moyen de garanties d'État, de prêts directs, de transferts ou d'injections de fonds propres. Il n'est pas toujours évident de choisir entre des transferts purs et simples vers les entreprises et des injections de fonds propres. Les transferts peuvent être privilégiés dans le cas de petites entreprises car la gestion de portefeuilles d'actions serait trop compliquée. La mise en œuvre de mesures de soutien budgétaire ciblées ou les injections de fonds propres au profit d'entreprises lourdement endettées peuvent en revanche être préférables à l'octroi de prêts et à l'apport de garanties supplémentaires, car cela réduit le risque de faillite et permet aux pouvoirs publics, dans le cas des injections de fonds propres, d'avoir une influence sur les décisions des sociétés [7].
Les interventions en fonds propres ou en titres apparentés ont également un effet favorable sur les incitations à l'investissement des entreprises car elles évitent un possible excès d'endettement. En vue de canaliser de manière efficace et soutenable les ressources disponibles, il importe de distinguer les entreprises viables de celles qui ne sont pas viables, ces dernières présentant des résultats négatifs à long terme et étant ainsi dépendantes de l'aide des pouvoirs publics pour subsister.

Dans l'ensemble, le soutien initial aux SNF durant la pandémie a concerné l'ensemble des secteurs et a visé à préserver la structure productive préexistante. Bien que les pays aient mis en œuvre des mesures nationales à des degrés et selon des calendriers différents, les réponses initiales de politique

---

6 Cf. Lojsch Hartwig (D), Rodríguez-Vives (M) et Slavik (M), « *The size and composition of government debt in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 132, Banque centrale européenne, octobre 2011.

7 Cf. Mojon (B), Rees (D) et Schmieder (C), « *How much stress could Covid put on corporate credit? Evidence using sectoral data* », *Rapport trimestriel de la BRI*, mars 2021, p. 55-70.

budgétaire visaient à limiter l'impact de la crise sur l'économie afin de permettre une reprise rapide après la pandémie. Les interventions dans le secteur des SNF ont eu pour objectif de réduire le plus possible les insolvabilités liées à la crise, d'éviter que des entreprises viables ne sortent du marché et de limiter les pertes d'emplois. Ainsi, elles ont également protégé de manière indirecte le secteur des sociétés financières (par exemple, les banques) et le lien entre émetteurs souverains, banques et entreprises [8]. L'attention des pouvoirs publics s'est ensuite portée sur la création des conditions nécessaires à une reprise durable et sur la promotion de changements structurels, à savoir la transition vers une économie verte et la transformation numérique. Le programme *Next Generation EU* (NGEU) d'un montant cumulé de 750 milliards d'euros qui a été approuvé en juillet 2020, avec au centre la facilité pour la reprise et la résilience (FRR), devrait jouer un rôle important. L'objectif principal de la FRR est de soutenir l'investissement public et privé ainsi que les réformes structurelles dans les États membres au cours de la période 2021-2026 [9]. Cela représente une occasion unique de renforcer le potentiel de croissance, la création d'emplois et la résilience économique et sociale dans les États membres.

Le tableau 2 résume les différentes interventions des pouvoirs publics mises en œuvre au début des confinements généralisés en mars/avril 2020 afin de soutenir les SNF directement ou indirectement, ainsi que les prolongations ultérieures de ces mesures pour le reste de l'année 2020 et pour 2021.
Certains instruments ont des effets à court terme et relèvent des politiques budgétaires discrétionnaires des États (par exemple, les reports d'impôts, les aides ou subventions exceptionnelles, le soutien aux revenus du travail), alors que d'autres sont plutôt à caractère financier et portent sur le moyen et le long terme, comme c'est le cas des engagements conditionnels et des recapitalisations.
De même, les moratoires sur la dette et les restructurations de dette constituent des instruments financiers disponibles dans certains pays de la zone euro. Nous avons également inclus un ensemble de mesures visant à stimuler l'économie et donc à produire des effets indirects sur les SNF, comme par exemple la réduction de la fiscalité directe et indirecte et l'augmentation de l'investissement public (tableau 2).

---

8 Cf. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020 et mai 2021. Cependant, les risques liés au lien entre émetteurs souverains, entreprises et banques continuent d'être importants et pourraient avoir des répercussions sur la reprise dans la zone euro.

9 La mise en œuvre de la FRR devrait donner lieu à la mise à disposition d'un total de 672,5 milliards d'euros (dont 312,5 milliards d'euros en subventions et 360 milliards en prêts en prix constants de 2018). À ce stade, il est encore trop tôt pour évaluer le degré réel d'absorption de ces fonds et pour savoir combien de sociétés en bénéficieront.

Tableau 2

Une taxonomie des interventions des pouvoirs publics en faveur du secteur des SNF mises en œuvre dans la zone euro pendant la crise de la COVID-19 ainsi que leurs effets sur les comptes publics.

Mesures budgétaires discrétionnaires directes	Objectif	Effets sur le déficit public (augmentation du déficit, sauf indication contraire)	Effets sur la dette publique (augmentation de la dette)
Dispositifs de chômage partiel	Soutien à l'emploi et aides aux entreprises	Dépenses (subventions et prestations sociales)	Oui
Aides/subventions directes	Apport de liquidités	Dépenses (subventions)	Oui
Injections de capitaux, dont transferts en capital vers les sociétés	Apport de liquidités	Dépenses (transferts en capital)	Oui
Reports d'impôts et de cotisations sociales	Apport de liquidités	Pas d'augmentation du déficit, uniquement des ajustements de trésorerie et de comptabilité	Non, ils ne devront être financés qu'à court terme
Investissement public	Soutien à l'économie	Dépenses (formation brute de capital)	Oui
Réductions de la fiscalité indirecte	Soutien à l'économie	Recettes	Oui
Réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales	Soutien à l'économie	Recettes	Oui
Transferts vers les ménages	Soutien à l'économie	Dépenses (prestations sociales)	Oui

Mesures financières	Objectif	Effets sur le déficit	Effets sur la dette
Prêts	Apport de liquidités	Recettes provenant des intérêts (baisse du déficit) Éventuel paiement d'intérêts si l'opération requiert un financement (différence entre les intérêts perçus par l'État et le coût de la dette supplémentaire)	Ajustement dette-déficit, variation des actifs financiers nets en incluant les injections de fonds propres Éventuels effets sur la dette si l'État doit financer l'opération (pas de volants de liquidités disponibles)
Injections de capitaux, dont prises de participation dans les sociétés	Aide à la solvabilité Interventions en faveur des entreprises d'importance systémique et stratégique, restrictions sur les dividendes et sur la rémunération des dirigeants, stratégie de sortie	Recettes provenant des intérêts (baisse du déficit) Éventuel paiement d'intérêts si l'opération requiert un financement	Ajustement dette-déficit, variation des actifs financiers nets, dont les injections de fonds propres Éventuels effets sur la dette si l'État doit financer l'opération
Garanties d'État	Garanties apportées à tous les secteurs de l'économie	Dépenses (transferts en capital) en cas d'appel de la garantie (augmentation du déficit) Recettes provenant des frais au titre de la garantie (baisse du déficit)	Engagements conditionnels en cas d'appel de la garantie
Moratoires sur la dette	Apport de liquidités		
Restructurations de dette	Aide à la solvabilité		

Source : Auteurs.

Dans l'ensemble, les mesures prises pour soutenir le secteur des SNF face à la crise de la COVID-19 ont fait appel à un éventail d'instruments plus large que lors des crises précédentes. Premièrement, un plus grand nombre d'instruments ont été utilisés à l'échelle nationale, comme l'allongement des délais

pour les déclarations fiscales, le report des paiements d'impôts, des remboursements d'impôts plus rapides, ainsi que des dispositions plus généreuses en matière de compensation des pertes ou des exonérations fiscales, y compris pour les cotisations sociales. Deuxièmement, d'importants dispositifs généralisés ont été déployés afin de protéger les salaires des travailleurs – dans certains cas via des subventions aux SNF – ces dispositifs allant au-delà des mécanismes automatiques existants. Environ deux tiers des entreprises de la zone euro ont bénéficié d'au moins une des mesures de soutien mises en œuvre par les autorités durant la pandémie [10].

Une réponse budgétaire nationale substantielle a pu être apportée grâce à la flexibilité prévue dans le cadre juridique. Au niveau européen, la réponse a notamment consisté en a) l'activation de la clause dérogatoire générale prévue dans le Pacte de stabilité et de croissance et b) l'assouplissement des règles relatives à l'aide de l'État, ce qui a permis aux pays de soutenir le secteur des entreprises à l'aide de mesures budgétaires venant s'ajouter à celles déjà envisagées dans le cadre de ces règles [11]. Au niveau national, d'autres mesures juridiques ont été mises en œuvre, telles que la suspension temporaire de l'obligation de déclaration d'insolvabilité et les moratoires de dette [12]. Ces interventions des autorités publiques ont été soutenues par une politique monétaire accommodante, les mesures budgétaires et monétaires temporaires se complétant durant la pandémie.

Enfin, l'Union européenne a également apporté un soutien considérable aux entreprises face à la crise de la COVID-19. Premièrement, depuis octobre 2020, la facilité de prêt SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) a mis à disposition un financement d'urgence de 100 milliards d'euros pour les dispositifs nationaux de chômage partiel. À la date d'arrêté du présent article, les États membres avaient utilisé 94,3 milliards d'euros de cette enveloppe. Deuxièmement, le Fonds de garantie européen de la Banque européenne d'investissement fournit 25 milliards d'euros de garanties en vue de libérer 200 milliards de financements supplémentaires pour les entreprises, en particulier au profit des PME, notamment via les banques nationales de promotion économique. Troisièmement, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR), qui est entrée en vigueur le 19 février 2021 devrait également apporter un soutien aux entreprises, quoique de façon plus indirecte. La relance budgétaire attendue des dépenses financées par cette facilité représente au moins 0,5 % du PIB par an à l'échelle de la

---

10 D'après une enquête de la BCE, environ 55 % des grandes entreprises et 48 % des PME de la zone euro ont bénéficié du soutien de l'État afin d'alléger leur masse salariale. Environ 28 % des grandes entreprises et 25 % des PME ont bénéficié de réductions ou de reports d'impôts, et environ 24 % des grandes entreprises et 32 % des PME ont eu recours à d'autres dispositifs de soutien public. L'analyse économétrique indique que les entreprises plus vulnérables et celles pour lesquelles les prêts bancaires ont diminué étaient davantage susceptibles de bénéficier de ce soutien budgétaire. (Cf. « L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021).

11 Le 23 mars 2020, le Conseil de l'UE a approuvé l'activation de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance. Elle permet aux États membres de prendre temporairement des mesures budgétaires face à la crise de la COVID-19 tout en restant à l'intérieur du cadre s'appuyant sur les règles du Pacte de stabilité et de croissance. Cf. ici.

12 Revue de stabilité financière de la Deutsche Bundesbank, 2020

zone euro (exercice global de projections macroéconomiques de juin 2021 réalisé par les services de l'Eurosystème) [13].

3 L'impact des interventions de l'État sur les bilans des sociétés non financières durant la crise de la COVID-19

La crise a eu un effet rapide sur les bilans du secteur des SNF. Le ratio de la dette rapportée à la valeur ajoutée brute a fortement augmenté dans la zone euro, reflétant à la fois la chute de l'activité économique et une nette accentuation de la préférence pour les actifs liquides du fait de l'incertitude croissante. Cette évolution du bilan possède de nombreux points communs avec d'autres épisodes intervenus au cours des vingt dernières années, mais cette fois le rôle des mesures de soutien des autorités publiques présente des particularités.

Dans cette section, nous utilisons comme principal outil d'analyse une décomposition tirée des comptes sectoriels des variations de la dette des entreprises (prêts et titres de créance consolidés) par contreparties d'emplois et de ressources (graphique 1). La dynamique de la dette s'explique comme le résultat de forces de levier combinées provenant de :

- la nécessité de combler l'insuffisance de fonds propres (capitaux et bénéfices non distribués) pour financer les investissements en actifs non liquides, que l'on désigne ici sous le terme d'« écart de financement à long terme » ; l'écart est positif lorsque l'investissement en actifs non liquides excède les fonds propres levés et se creuse sous l'effet, par exemple, d'une augmentation de l'investissement brut ou d'une diminution des bénéfices non distribués. Ce creusement aboutit, toutes choses égales par ailleurs, à un besoin d'endettement accru [14] ;

- l'accumulation d'actifs liquides, qui, toutes choses constantes par ailleurs (y compris les sources alternatives de financement, comme les actions), aboutit à un besoin d'endettement accru ;

- l'accumulation nette de stocks résultant du cycle d'activité, qui exerce également des pressions sur l'endettement, comme dans le cas d'une accumulation d'actifs liquides ;

- le « différentiel taux d'intérêt/croissance », correspondant à une mesure de l'excès de la charge d'intérêts par rapport à la croissance de la valeur ajoutée ; ce différentiel prend en compte les variations du ratio dette/valeur ajoutée qui résultent d'éléments mécaniques non directement liés aux décisions en cours

[13] Ce chiffre peut être comparé à la relance budgétaire de 0,5 % du PIB prévue dans les Prévisions du printemps 2021 de la Commission européenne.

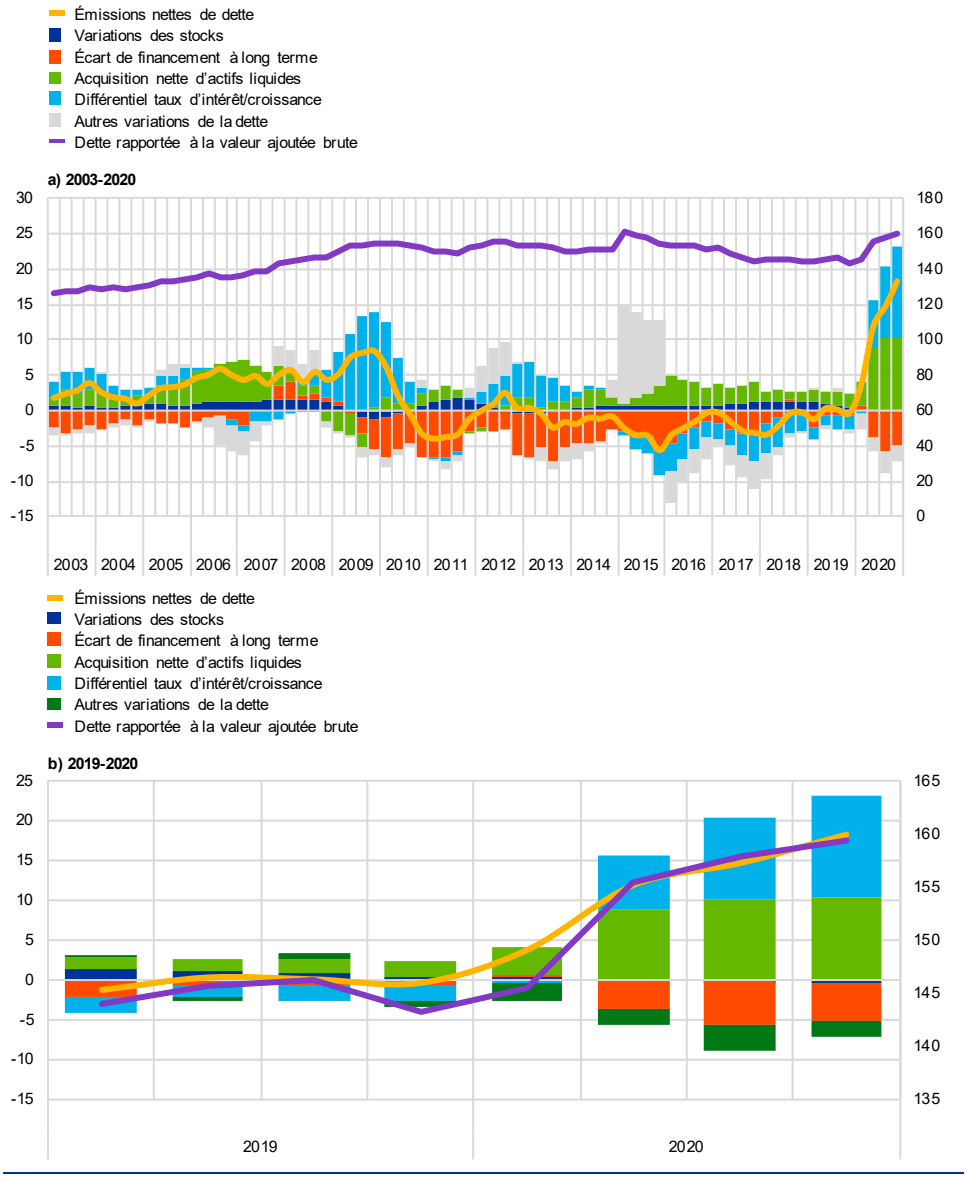
[14] Dans le détail, les transactions de la rubrique « écart de financement à long terme » correspondent à : a) la formation de capital, plus b) les acquisitions nettes d'actifs financiers autres que le numéraire, les dépôts, les titres de créance et les dérivés financiers (c'est-à-dire des actifs moins liquides ; la composante recouvre essentiellement les prises de participation et les crédits commerciaux nets à recevoir), moins c) les bénéfices non distribués (mesurés comme l'épargne de l'entreprise) plus les intérêts versés (pris en compte dans la rubrique « différentiel taux d'intérêt/croissance »), moins d) les capitaux levés.

de l'entreprise en matière d'endettement : les paiements d'intérêts dépendent de la dette accumulée par le passé et la croissance de la valeur ajoutée affecte le ratio via un effet dénominateur.

Graphique 1

Contributions aux variations de la dette des sociétés non financières dans la zone euro

(sommes sur quatre trimestres, % de la valeur ajoutée des entreprises)



Source : BCE et Eurostat.
Notes : Les séries chronologiques présentées sous forme de barres correspondent à des flux cumulés sur quatre trimestres glissants des emplois et ressources des sociétés non financières issus des comptes sectoriels, en excluant les émissions de dette et en incluant les variations d'actifs et de passifs ne résultant pas de transactions, exprimés en pourcentage de la valeur brute sur les quatre trimestres. Les flux sont regroupés dans des catégories d'analyse, comme expliqué dans le corps du texte et dans la note de bas de page 18. L'écart statistique entre flux financiers et non financiers est inclus dans l'« écart de financement à long terme ». Un flux notionnel négatif est inclus dans la série chronologique « différentiel taux d'intérêt/croissance », qui correspond au résultat obtenu en appliquant le taux de croissance de la valeur ajoutée brute durant les quatre trimestres à l'encours de dette au début des quatre trimestres ; il en résulte que les barres s'ajoutent à la variation totale du ratio dette/valeur ajoutée durant les quatre trimestres.
La courbe montre la somme des barres correspondant aux transactions, qui est arithmétiquement égale aux émissions nettes de dette en pourcentage de la valeur ajoutée brute sur les quatre trimestres.

Le graphique 1 retrace les variations du ratio dette/valeur ajoutée brute des entreprises attribuables aux quatre dynamiques évoquées précédemment ; au total, elles constituent les émissions nettes de dette représentées par la courbe jaune (émissions brutes moins remboursements). Le graphique montre également les variations de la dette attribuables à d'autres facteurs (réévaluations et reclassements, et autres traitements statistiques) et le niveau du ratio lui-même (échelle de droite).

La crise de la COVID-19 a entraîné un différentiel taux d'intérêt/croissance défavorable (barres bleues du graphique 1) qui a joué un rôle majeur – quoique probablement temporaire – dans la hausse de l'endettement des entreprises. Cette évolution est due à l'effondrement de l'activité économique, tandis que le soutien apporté par la politique monétaire a permis de contenir les écarts de taux d'intérêt. Elle contraste avec les informations pour la période 2008-2009, où le différentiel taux d'intérêt/croissance avait augmenté sous l'effet d'une croissance négative combinée à des écarts de taux d'intérêt élevés, et avec la récession de 2012-2013, où les évolutions étaient dominées par des écarts importants dans le contexte de la crise de la dette souveraine.

Les actifs liquides (barres vert clair du graphique 1) jouent dans la crise actuelle un rôle nettement différent de celui qui avait été observé au début de la crise financière mondiale. Cette fois, les actifs liquides ont été le principal facteur à l'origine de l'augmentation du ratio dette/valeur ajoutée en 2020 après les emprunts record effectués au premier semestre de l'année et les faibles investissements en capital résultant du choc de la COVID-19 [15]. Cela s'est également traduit par une évolution contenue de la dette nette des entreprises. De même, comme au cours des crises précédentes, les réductions de stocks (barres bleu foncé) liées à la faiblesse de l'activité contribuent de façon négative à l'accumulation de dette par les entreprises.

La crise de la COVID-19 a également entraîné une variation de l'écart de financement à long terme (barres rouges). Cet écart a constitué un moteur de désendettement soutenu et robuste après la crise financière mondiale, reflétant un investissement modéré et une préférence pour le recours aux fonds propres et au financement interne. Ce moteur a commencé à s'essouffler en 2018 et 2019 en raison d'une formation de capital croissante [16]. La crise de la COVID-19 a mis brutalement un terme à cette tendance, et l'écart a recommencé à apporter une contribution significative au désendettement, analogue à celle qui s'était matérialisée après la crise financière mondiale, de 2008 à 2013.

---

[15] Si durant la période 2008-2009, le secteur des SNF a réagi à l'insuffisance de financement à court terme en épuisant les actifs liquides accumulés au cours des années précédentes, la nature différente du choc cette fois a entraîné une accumulation de liquidité sans précédent, accentuant une tendance positive qui existait déjà depuis 2014.

[16] Au cours de la période allant de 2010 à 2015, les valeurs de l'écart étaient généralement comprises entre – 3 % et – 7 %, contrastant fortement avec la période précédant la crise financière, où les valeurs dépassaient généralement – 2 % et étaient même passées en territoire positif (le financement par les fonds propres étant insuffisant pour couvrir l'investissement à long terme) de fin 2007 à mi-2009. Le graphique 2 retrace les évolutions de l'écart à compter de 2016, lorsque cette phase dynamique d'après-crise a commencé à se dissiper.

Les interventions de l'État sont visibles dans l'accroissement de la contribution des subventions et des injections de capitaux aux ressources globales en 2020. Dans le graphique 2, les ressources provenant du soutien de l'État sont ventilées en deux catégories : les « subventions », qui incluent les transferts courants et les mesures de soutien des salaires [17], et les « injections de capitaux », qui recouvrent les transferts en capital et les prises de participation de l'État [18]. Le poids relatif des subventions et des injections de capitaux est élevé depuis fin 2017, principalement en raison d'une baisse générale du financement par fonds propres privés (en particulier du fait d'une moindre levée de capitaux par rapport aux périodes précédentes, reflétant également une préférence pour les émissions d'obligations). Cette tendance s'est accélérée en 2020, les subventions et les injections de capitaux augmentant, tandis que le financement par fonds propres privés a continué d'être modéré. Cette dernière évolution reflète une diminution des excédents d'exploitation avant subventions (en baisse de 1,4 point de pourcentage par rapport à la valeur ajoutée à fin 2019, sommes sur quatre trimestres).

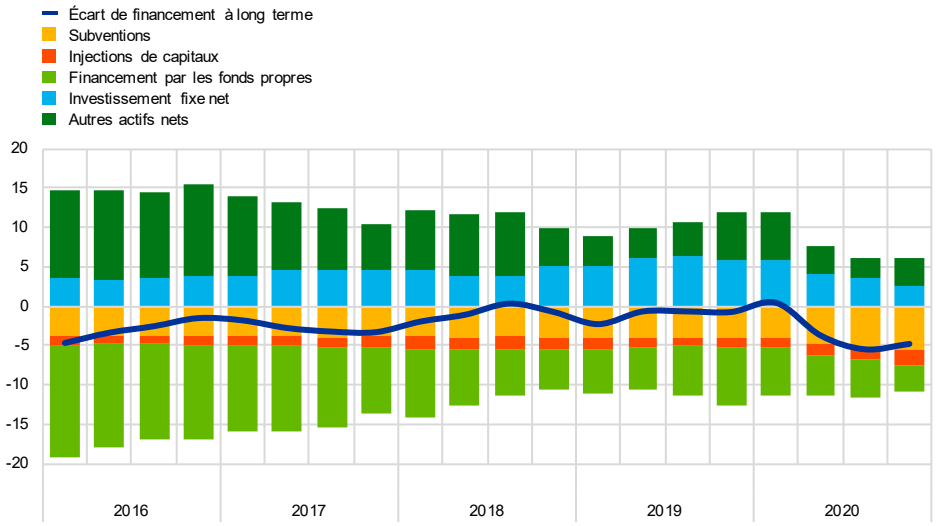
[17] Dans certains pays de la zone euro, les mesures de soutien des salaires ne se reflètent pas toutes dans les comptes sectoriels comme ayant un impact sur le secteur des SNF, mais plutôt comme soutenant directement le revenu des ménages. On pourrait donc affirmer qu'ici l'analyse sous-estime le soutien effectif apporté aux ressources des SNF.

[18] Les composantes résiduelles de l'écart de financement recouvrent le « financement par fonds propres privés » (émissions d'actions et bénéfices non distribués corrigés des mesures de soutien de l'État et des paiements d'intérêts), l'investissement réel corrigé de la dépréciation du stock de capital (investissement fixe net) et les autres investissements, en particulier les actifs financiers à long terme (« autres actifs nets »).
La décomposition dans le graphique 2 correspond aux rubriques décrites dans la note de bas de page 14, excepté que les bénéfices non distribués et les capitaux levés sont encore ventilés en contributions provenant des mesures de soutien de l'État et en autres sous-composantes, conjointement désignées par le terme de « financement par fonds propres privés ».

Graphique 2

Écart de financement du secteur des SNF dans la zone euro

(sommes sur quatre trimestres ; % de la valeur ajoutée des entreprises)



Sources : BCE et Eurostat
Notes : Les ressources issues des comptes sectoriels sur quatre trimestres glissants figurent au-dessous de la courbe (c'est-à-dire qu'elles constituent des contributions négatives à l'écart de financement et par conséquent aux besoins d'endettement) et les emplois figurent au-dessus de la courbe (contributions positives à l'écart de financement et aux besoins d'endettement) et sont exprimées en pourcentage de la valeur ajoutée brute au cours des quatre trimestres. Les emplois et les ressources sont regroupés dans des catégories d'analyse telles que décrites dans le corps du texte et à la note de bas de page 14. L'écart statistique entre emplois et ressources est inclus dans les « autres actifs nets ».

Dans l'ensemble, les ressources fournies par les gouvernements au dernier trimestre 2020 ont représenté 70 % du total des fonds propres levés par le secteur des SNF, par rapport à une part moyenne inférieure à 40 % avant 2020. En 2020, sous l'effet de la forte augmentation des subventions et des injections de capitaux ainsi que de la baisse marquée, en fin d'année, de la formation de capital et de l'investissement financier à long terme, les subventions et injections de capitaux sont, pour la toute première fois, devenues supérieures à la formation de capital et à l'investissement financier à long terme.

4 Interventions de l'État et risques pesant sur les bilans des administrations publiques

Les interventions de l'État dans le secteur des SNF se traduisent par des coûts explicites et implicites pesant sur le bilan des administrations publiques. Premièrement, le train de mesures budgétaires discrétionnaires destiné à lutter contre la crise de la COVID-19 tout au long de 2020, puis prolongé en 2021, se compose principalement de mesures budgétaires directes ayant un effet immédiat et substantiel sur le solde budgétaire. Deuxièmement, les gouvernements ont perdu une part de recettes fiscales en raison des restrictions imposées à l'économie [19]. Troisièmement, la crise a également impacté la dette publique via un soutien financier des autorités publiques sous la forme d'injections de capitaux et de prêts.

[19] Les reports d'impôts sont souvent déclarés par les États membres comme faisant partie du coût total des programmes budgétaires, alors qu'ils n'ont généralement pas d'incidence sur le solde budgétaire.

Quatrièmement, les engagements conditionnels supplémentaires, principalement les prêts garantis par l'État, auront probablement un impact sur la dette publique dans le futur selon les risques liés à leur utilisation effective. De plus, le risque existe que les sociétés non financières privées soient contraintes de devenir publiques.

La crise de la COVID-19 affecte considérablement les finances publiques, ce qui se traduit par des déficits et des ratios dette/PIB croissants à court terme. Le déficit budgétaire de la zone euro a augmenté, passant de 0,6 % du PIB en 2019 à 7,2 % du PIB en 2020, soit une hausse de 700 milliards d'euros environ. Le principal déterminant de cette évolution, hormis le recul de la croissance économique, a été la mise en œuvre de mesures discrétionnaires du côté des dépenses, alors que le total de recettes n'a que légèrement diminué par rapport à 2019.

Le ratio dette/PIB de la zone euro est passé de 83,9 % en 2019 à 98,0 % en 2020 [20]**.** Les gouvernements de la zone euro ont accru l'encours de leur dette de 1 100 milliards d'euros en 2020 par rapport à 2019. Toutefois, le ratio de dette publique devrait atteindre un point haut en 2021, à 100 % du PIB environ, et diminuer légèrement par la suite, principalement sous l'effet de différentiels taux d'intérêt/croissance favorables et d'une amélioration des déficits. La forte hausse de l'encours de la dette en 2020 résulte non seulement des déficits élevés enregistrés, mais reflète également les prêts et injections de capitaux au profit des sociétés et les autres acquisitions d'actifs financiers, qui n'apparaissent pas dans les chiffres relatifs au déficit mais dans l'ajustement dette-déficit, qui a atteint 400 milliards d'euros dans la zone euro (2,4 % du PIB). L'acquisition nette d'actifs financiers a atteint un niveau historiquement élevé en 2020 en raison : a) des montants significatifs accumulés en numéraire et dépôts (2,0 % du PIB), reflétant le fait que les pays ont emprunté des fonds par émission de dette en anticipant leurs besoins de liquidité ; b) des prêts consentis et des injections de capitaux (0,5 % du PIB), reflétant les mesures budgétaires destinées à apporter un financement public aux sociétés ; et c) des « autres comptes à recevoir » (– 0,1 % du PIB, reflétant les dispositifs d'allègement des charges fiscales et de report d'impôts). La forte activité d'émission d'obligations en 2020 a essentiellement porté sur de la dette à long terme (c'est-à-dire de maturité supérieure à un an), représentant 61 % du besoin de financement total de la zone euro, alors que la dette à court terme en a représenté 33 %.

Les engagements conditionnels contribuent à soutenir l'ensemble de l'économie. Afin d'empêcher que les pénuries de liquidité ne se transforment en risques de solvabilité, en particulier pour les PME, de nombreux gouvernements ont pris de nouveaux engagements conditionnels depuis mars-avril 2020, principalement sous la forme de prêts directs garantis par l'État, qui ne sont pas visibles dans statistiques officielles relatives à la dette. Les cadres juridiques sont différents au niveau des pays, ce qui rend difficile la comparaison des garanties publiques consenties aux entreprises, certains dispositifs de garantie étant nouveaux, alors que d'autres étaient déjà en place avant le début de la crise. Le montant des rubriques de hors bilan représentait en moyenne 2 000 milliards d'euros environ (19 % du PIB) en 2020, contre 9 % du PIB fin 2019. Toutefois, si l'ampleur des

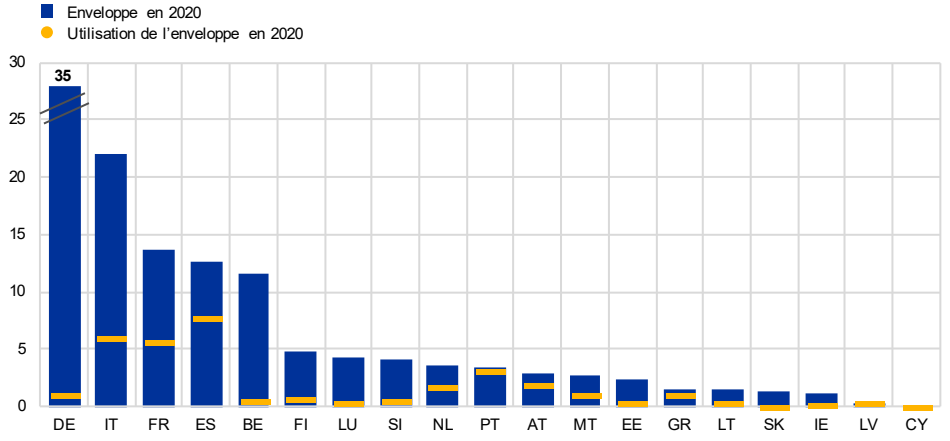
[20] Cf. euroindicateurs 22 avril 2021.

pertes potentielles pour les souverains est considérable, elle semble être globalement contenue jusqu'à présent, l'utilisation des garanties ne représentant pas plus de 4 % du PIB environ fin 2020 au niveau agrégé, malgré des différences considérables d'un pays à l'autre [21]. S'il est complexe d'effectuer une quantification harmonisée des garanties d'État qui soutiennent le secteur des SNF dans les différents pays et leur évolution dans le temps, le graphique 3 fournit néanmoins une estimation pour les pays de la zone euro en 2020 [22].

Graphique 3

Enveloppes des garanties d'État et leur utilisation en 2020 dans les différents pays de la zone euro

(enveloppes des garanties d'État (y compris leur utilisation), en % du PIB)



Source : Estimations fournies par le Groupe de travail sur les finances publiques dans le cadre de l'exercice de projections macroéconomiques de juin 2021 réalisé par les services de l'Eurosystème et du rapport du CERS intitulé « *Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic* », février 2021.

La performance des sociétés publiques constitue également un risque à la hausse supplémentaire pour la dette publique, même en l'absence de garanties explicites de l'État. En cas de matérialisation des pertes, les sociétés publiques constituent un risque supplémentaire pour les bilans des administrations publiques [23]. Les données d'Eurostat montrent que l'encours des engagements vis-à-vis du secteur des SNF publiques était limité avant la pandémie [24]. Cette situation pourrait toutefois évoluer au fil du temps, comme ce fut le cas durant la crise financière mondiale. L'expérience suggère que les privatisations et les cessions qui réussissent le mieux doivent être bien préparées, ce qui implique de résister à d'éventuelles pressions en faveur d'une reprivatisation précipitée. Les

21 Ce chiffre reflète le montant maximum de fonds publics constituant l'enveloppe intégrale des garanties disponibles (et non les montants totaux mobilisés, y compris le financement privé à effet de levier).

22 À noter que ce chiffre n'établit pas de distinction entre les bénéficiaires du soutien (qu'il s'agisse de grandes entreprises, de PME ou d'entrepreneurs), ni entre les différents profils de risque dans chaque catégorie.

23 Le concept de secteur public (figure 1) peut être un outil supplémentaire utile pour assurer le suivi des risques pesant sur le bilan des administrations publiques dans ce contexte (cf. *IMF Fiscal Monitor*, octobre 2018).

24 « Produit Actualité Eurostat », 29 janvier 2021, conformément à la Directive du Conseil 2011/85 (connu sous le nom de « *Six-Pack* »). Toutefois, la taille du secteur public financier a été relativement importante depuis la crise financière mondiale en raison des injections de capitaux publics et des sociétés de gestion d'actifs. Certaines de ces entreprises (appelées « véhicules *ad hoc* ») sont enregistrées comme entités du secteur public (Commission européenne, 2015).

lignes directrices de l'OCDE suggèrent que l'impact des transactions sur l'entreprise en question, sur le marché et sur l'économie au sens large doit être soigneusement analysé, ce qui pourrait amener les' États à conserver leurs participations dans leur portefeuille pendant un certain temps [25].

5 Conclusion

Le soutien apporté aux SNF par les gouvernements de la zone euro durant la crise de la COVID-19, conjugué à une utilisation de la flexibilité disponible au sein du cadre juridique national et européen, a jusqu'à présent empêché des perturbations majeures, telles qu'une vague de déclarations d'insolvabilité. Les pays de la zone euro ont introduit en 2020 diverses mesures de soutien, qui ont notamment contribué à une hausse sans précédent des actifs liquides détenus au bilan des sociétés, l'investissement privé ayant été entravé par l'incertitude économique. Les ressources publiques ont contribué à une évolution soutenable de la dette des entreprises, permettant aux SNF d'accroître leurs coussins de liquidité afin d'amortir les chocs futurs. Toutefois, il existe des différences significatives d'une entreprise et d'un pays à l'autre. En outre, l'utilisation des garanties sur les prêts a été relativement faible ce qui, bien que reflétant partiellement un certain durcissement des conditions de crédit, suggère également que la demande dans la plupart des pays a été faible. L'utilisation modérée des garanties sur les prêts pourrait cependant évoluer à court terme. Outre les prêts garantis par l'État, les autorités publiques peuvent procéder à des injections de capitaux et consentir des prêts directs. Selon la profondeur et la durée de la crise de la COVID-19, des risques provenant de nouvelles injections de capitaux pourraient se matérialiser. Dans l'ensemble, des risques sont susceptibles de résulter d'un renforcement du lien emprunteurs souverains-banques.

Les formes et l'ampleur du soutien des autorités publiques au secteur des entreprises évolueront encore en 2021 et ultérieurement, en fonction de l'évolution de la pandémie et des mesures d'endiguement ainsi que du rythme de la reprise économique. Après le soutien budgétaire substantiel mis en œuvre au niveau national durant la période 2020-2021, l'UE deviendra un contributeur de plus en plus important à l'investissement et à la reprise économique. Les fonds disponibles dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience ont également pour objet de faciliter la transition numérique et la transition verte des économies européennes. D'après l'exercice global de projections macroéconomiques de juin 2021 réalisé par les services de l'Eurosystème, la zone euro devrait connaître une forte reprise, avec une croissance de 4,6 % en 2021 et de 4,7 % en 2022. Au fur et à mesure du renforcement de la reprise, il sera important de passer d'un soutien généralisé à un soutien de plus en plus ciblé des secteurs et des entreprises, afin

[25] Les lignes directrices de l'OCDE sur la gouvernance des entreprises publiques indiquent, entre autres, qu'il faudrait communiquer clairement au public la logique qui sous-tend une reprivatisation afin d'éviter l'apparition de motifs injustifiés. Une concurrence saine doit être en place avant de se lancer dans l'opération. Le rôle des conseillers en matière de privatisation et leur indépendance sont essentiels. Une valorisation et un prix de vente appropriés de l'entreprise sont une importante condition de réussite et reposent généralement sur le principe de juste valeur marchande. Si l'État devait vendre à un prix inférieur à la valeur de marché, il faudrait que les raisons soient clairement identifiées, justifiées et transparentes dès le départ afin de garantir l'intégrité du processus.

d'alléger les expositions des administrations publiques, et également de réduire la dépendance des entreprises à l'égard du soutien public. Dans le même temps, il sera souhaitable d'éviter les possibles répercussions de déséquilibres sectoriels spécifiques susceptibles d'affecter les banques (via les prêts, les prêts non performants) et qui renforcent les éventuelles boucles d'interactions négatives entre souverains et sphère financière [26].

[26] *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

Les statistiques de la BCE peuvent être consultées et téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) :	http://sdw.ecb.europa.eu/
Les données de la section Statistiques du *Bulletin économique* sont accessibles à partir du SDW :	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node= 1000004813
Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Des définitions méthodologiques figurent dans les notes générales annexées au *Bulletin statistique* :	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Les détails des calculs figurent dans les notes techniques annexées au *Bulletin statistique* :	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Les explications des termes et des abréviations figurent dans le glossaire des statistiques :	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB [1] (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro [2] (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	1,4	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	-6,4	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	-11,4	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
T3	7,8	7,5	16,9	5,3	3,0	12,4	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
T4	1,9	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,6	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 T1	0,8	1,6	-1,6	-1,0	0,6	-0,3	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,4	0,0	1,1
2021 Janvier	–	–	–	–	–	–	1,6	1,8	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	0,4	1,3
Avril	–	–	–	–	–	–	3,3	2,4	4,2	1,5	-0,4	0,9	1,6
Mai	–	–	–	–	–	–	3,8	2,9	5,0	2,1	-0,1	1,3	2,0
Juin	–	–	–	–	–	–	.	.	5,4	2,5	0,2	.	1,9

Sources : Eurostat (col. 6, 13) ; BRI (col. 9, 10, 11, 12) ; OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).
1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.
2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises [1]		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat [2]					
	Mondial [2]	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation	Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	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	-4,4	-4,6	-4,2
2020 T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,9	8,6	7,3
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	4,9	2,0	8,0
T2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	.	.	.
2021 Janvier	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,6	4,2	5,1
Février	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,7	2,1	5,5
Mars	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,9	2,0	8,0
Avril	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,7	2,0	7,6
Mai	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,6	53,6	.	.	.
Juin	56,2	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	53,0	57,3	51,8	.	.	.

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	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
	Juin	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-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 1er 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	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
	Juin	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45

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	Déc.	394,0	3530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	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
	Juin	455,3	4105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4238,5	28943,2

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					
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG [3)]		Par période de fixation initiale du taux				TAEG [3)]	Indicateur composite du coût d'emprunt
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2020	Juin	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
	Juillet	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
	Août	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
	Septembre	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
	Octobre	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
	Novembre	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
	Décembre	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021	Janvier	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
	Février	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
	Mars	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
	Avril	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
	Mai [(p)]	0,01	0,34	0,19	0,58	4,89	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32

Source : BCE.
1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.
2) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.
3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	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	2,00	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	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	Avril	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
	Mai [(p)]	-0,01	-0,23	0,19	1,80	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46

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 Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
		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	455	177	70	.	45	114	49
2020	Décembre	1527	454	144	.	97	714	118	336	164	60	.	30	51	31
2021	Janvier	1584	495	141	.	99	718	131	493	246	46	.	37	121	43
	Février	1544	475	143	.	102	702	121	371	164	44	.	32	103	27
	Mars	1583	486	148	.	94	726	130	458	218	50	.	30	118	43
	Avril	1558	474	144	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
	Mai	1531	462	147	.	99	692	130	409	187	47	.	37	105	33
								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		17243	3892	3169	.	1451	8006	725	295	68	70	.	27	114	16
2020	Décembre	17243	3892	3169	.	1451	8006	725	204	40	104	.	17	36	7
2021	Janvier	17314	3897	3130	.	1459	8093	736	315	90	52	.	21	133	19
	Février	17511	3904	3188	.	1459	8209	751	325	57	84	.	20	144	19
	Mars	17709	3967	3231	.	1475	8274	763	371	107	94	.	27	125	17
	Avril	17713	3952	3223	.	1470	8308	760	316	64	77	.	17	146	12
	Mai	17832	3946	3240	.	1484	8393	769	276	46	73	.	23	121	12

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 Eurosystème)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
		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	6639,0
2020		18770,2	4345,9	3313,3	.	1547,5	8720,3	843,2	8448,7	469,3	1321,5	6658,0
2020	Décembre	18770,2	4345,9	3313,3	.	1547,5	8720,3	843,2	8448,7	469,3	1321,5	6658,0
2021	Janvier	18898,6	4392,0	3271,3	.	1557,6	8810,9	866,8	8331,8	446,6	1317,4	6567,8
	Février	19055,1	4379,5	3331,6	.	1560,4	8911,4	872,2	8649,0	520,6	1407,6	6720,8
	Mars	19291,7	4453,1	3378,7	.	1568,5	8999,1	892,4	9237,8	542,9	1467,6	7227,3
	Avril	19270,9	4426,0	3367,1	.	1568,2	9013,8	895,7	9457,6	554,3	1467,6	7435,6
	Mai	19362,4	4407,6	3387,0	.	1583,8	9085,1	898,9	9655,7	575,7	1508,9	7571,1
							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	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2020	Décembre	7,4	1,2	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021	Janvier	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
	Février	7,7	-0,3	4,0	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
	Mars	8,5	2,2	4,1	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
	Avril	7,0	0,9	4,5	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
	Mai	5,6	0,2	5,0	.	5,7	8,1	12,3	2,3	1,4	6,1	1,6

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

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	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
	T2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
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
	Juin	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
		variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2021	Juin	-0,9	-0,3	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,8
		variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											
2021	Juin	-2,9	-0,9	-4,6	-0,2	0,6	9,5	1,2	-4,5	1,7	-3,5	2,1	7,0

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	T2	28 147,8	28 214,2	-66,5	11 309,8	9 464,6	9 868,7	11 969,9	-66,0	6 130,3	6 779,7	905,0	15 309,0
	T3	28 066,2	28 063,8	2,5	11 116,0	9 314,9	10 009,8	12 055,5	-91,9	6 122,8	6 693,4	909,6	15 148,3
	T4	28 335,8	28 453,7	-118,0	10 976,2	9 408,4	10 700,4	12 347,1	-75,2	5 854,6	6 698,3	879,8	14 809,7
2021	T1	29 619,9	29 737,7	-117,8	11 320,4	9 605,4	11 436,4	13 070,4	-115,2	6 128,8	7 061,9	849,5	15 416,3
							encours en pourcentage du PIB						
2021	T1	260,5	261,6	-1,0	99,6	84,5	100,6	115,0	-1,0	53,9	62,1	7,5	135,6
							Flux						
2020	T2	135,7	111,9	23,8	69,3	177,9	377,2	202,6	40,8	-354,8	-268,6	3,2	–
	T3	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	–
	T4	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	–
2021	T1	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	–
2020	Décembre	-199,1	-249,1	50,0	-113,3	-9,6	176,3	-124,1	-30,6	-233,2	-115,4	1,7	–
2021	Janvier	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	–
	Février	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	–
	Mars	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	–
	Avril	208,9	208,2	0,7	38,5	13,8	62,2	46,0	4,6	102,7	148,4	0,7	–
	Mai	110,2	76,2	33,9	41,2	38,9	63,4	-7,1	-2,4	6,6	44,4	1,4	–
							flux cumulés sur 12 mois						
2021	Mai	943,7	569,9	373,8	27,5	53,1	949,6	186,6	-22,3	-15,6	330,1	4,5	–
							flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB						
2021	Mai	8,3	5,0	3,3	0,2	0,5	8,4	1,6	-0,2	-0,1	2,9	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	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Variation des stocks [2]	Total	Exportations [1]	Importations [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	11 589,5	11 120,5	6 224,9	2 369,1	2 431,1	1 176,6	747,0	500,9	95,5	469,0	5 577,7	5 108,7
2019	11 952,4	11 540,2	6 379,4	2 455,9	2 653,2	1 257,0	771,0	618,5	51,7	412,2	5 761,7	5 349,6
2020	11 359,2	10 933,6	5 904,9	2 573,3	2 487,7	1 215,6	680,8	584,1	-32,2	425,6	5 177,0	4 751,4
2020 T2	2 611,6	2 530,2	1 346,7	633,9	546,9	274,3	143,3	127,6	2,6	81,5	1 114,1	1 032,6
T3	2 907,9	2 767,8	1 528,7	649,1	619,6	310,0	179,3	128,5	-29,7	140,1	1 302,7	1 162,6
T4	2 912,7	2 773,7	1 488,8	660,5	635,6	316,5	183,0	134,3	-11,1	139,0	1 364,3	1 225,3
2021 T1	2 927,6	2 790,3	1 472,7	663,4	644,1	324,1	184,8	133,4	10,1	137,3	1 395,7	1 258,4
	en pourcentage du PIB											
2020	100,0	96,3	52,0	22,7	21,9	10,7	6,0	5,1	-0,3	3,7	–	–
	Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
	variations trimestrielles en pourcentage											
2020 T2	-11,4	-12,0	-12,6	-2,6	-19,3	-12,0	-17,4	-32,9	–	–	-18,5	-20,0
T3	12,4	10,2	14,1	5,3	13,0	13,2	24,8	-0,5	–	–	16,6	11,6
T4	-0,6	-0,4	-2,9	0,5	2,6	1,6	1,9	6,0	–	–	3,9	4,9
2021 T1	-0,3	-0,6	-2,2	-0,2	0,1	1,1	1,3	-3,6	–	–	0,6	0,1
	variations annuelles en pourcentage											
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,1	3,7	3,9	0,6	–	–	3,6	3,7
2019	1,4	2,2	1,3	1,7	6,7	3,5	2,0	21,2	–	–	2,4	4,4
2020	-6,4	-6,3	-7,9	1,4	-7,4	-4,9	-12,5	-6,3	–	–	-9,0	-8,9
2020 T2	-14,4	-14,0	-16,1	-1,6	-20,2	-13,9	-26,7	-24,4	–	–	-21,1	-20,7
T3	-4,0	-4,1	-4,6	3,0	-4,4	-3,3	-8,4	-1,2	–	–	-8,6	-9,3
T4	-4,6	-6,6	-7,4	3,1	-10,7	-1,0	-5,3	-31,5	–	–	-4,8	-9,0
2021 T1	-1,3	-4,0	-5,3	2,9	-6,3	2,4	6,4	-31,8	–	–	-0,6	-6,2
	contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage											
2020 T2	-11,4	-11,8	-6,7	-0,6	-4,5	-1,3	-1,0	-2,2	-0,1	0,3	–	–
T3	12,4	9,9	7,4	1,3	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,5	2,5	–	–
T4	-0,6	-0,4	-1,5	0,1	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	–	–
2021 T1	-0,3	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,6	0,3	–	–
	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	1,4	2,2	0,7	0,4	1,4	0,4	0,1	0,9	-0,3	-0,8	–	–
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	–	–
2020 T2	-14,4	-13,6	-8,6	-0,3	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-0,8	–	–
T3	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	0,0	–	–
T4	-4,6	-6,4	-4,0	0,6	-2,5	-0,1	-0,3	-2,1	-0,6	1,8	–	–
2021 T1	-1,3	-3,8	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,2	2,5	–	–

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	10 385,3	174,5	2 055,6	528,1	1 961,0	501,8	474,8	1 166,3	1 208,6	1 957,8	356,8	1 204,2
2019	10 710,7	177,1	2 074,8	569,2	2 036,3	533,3	475,9	1 202,3	1 252,8	2 022,0	366,9	1 241,7
2020	10 229,4	175,2	1 939,7	559,5	1 794,5	547,0	463,6	1 210,0	1 168,2	2 052,5	319,2	1 129,8
2020 T2	2 353,5	45,0	429,5	125,5	382,7	129,9	113,2	294,3	265,4	496,5	71,7	258,2
T3	2 616,0	43,6	498,3	143,7	472,8	140,6	115,7	304,4	294,6	519,6	82,8	291,9
T4	2 622,1	43,2	512,6	147,9	456,5	140,1	115,4	306,1	301,1	522,5	76,5	290,6
2021 T1	2 641,3	43,5	527,6	147,3	451,2	142,0	117,6	308,0	303,3	524,6	76,2	286,3
	en pourcentage de la valeur ajoutée											
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,5	11,8	11,4	20,1	3,1	–
	Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)											
	variations trimestrielles en pourcentage											
2020 T2	-11,7	0,4	-14,7	-12,6	-21,3	-4,1	-2,6	-2,6	-14,1	-6,3	-23,6	-9,3
T3	12,2	0,5	16,3	13,8	23,0	7,4	2,8	2,9	11,2	9,1	22,7	14,2
T4	-0,5	0,0	3,1	2,0	-3,8	-0,8	-0,5	-0,1	1,4	-1,3	-11,4	-1,5
2021 T1	0,0	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	1,6	1,4	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-3,5
	variations annuelles en pourcentage											
2018	1,9	-0,2	1,8	2,4	1,6	6,7	1,0	1,3	3,9	0,9	1,1	1,7
2019	1,3	0,6	-0,7	2,9	2,1	5,3	0,7	1,7	1,8	1,0	1,5	1,5
2020	-6,3	-0,1	-7,0	-5,5	-13,4	1,2	-1,8	-1,0	-8,0	-2,5	-17,3	-7,1
2020 T2	-14,4	0,1	-18,4	-15,1	-26,2	-3,7	-3,8	-2,8	-16,5	-7,9	-28,6	-14,7
T3	-4,1	0,6	-5,0	-3,8	-9,3	3,2	-1,4	-0,4	-7,3	0,4	-12,2	-3,2
T4	-4,6	-0,4	-1,5	-1,6	-12,6	1,2	-1,4	-1,0	-6,0	-1,2	-22,3	-4,7
2021 T1	-1,3	0,0	3,3	0,4	-8,2	3,7	1,1	0,1	-2,7	0,9	-17,6	-1,4
	contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage											
2020 T2	-11,7	0,0	-2,8	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,7	-1,2	-0,8	–
T3	12,2	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	0,6	–
T4	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	–
2021 T1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	–
	contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage											
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	–
2019	1,3	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	–
2020 T2	-14,4	0,0	-3,6	-0,8	-5,0	-0,2	-0,2	-0,3	-1,9	-1,5	-1,0	–
T3	-4,1	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,1	-0,4	–
T4	-4,6	0,0	-0,3	-0,1	-2,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,8	–
2021 T1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	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	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
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
variations annuelles en pourcentage													
2018	1,6	1,8	0,1	-0,5	1,5	2,8	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	1,4	1,3	1,5	0,6
2020	-1,6	-1,6	-1,9	-3,0	-1,9	0,5	-3,6	1,3	-0,7	0,0	-2,5	0,7	-3,5
2020 T2	-2,9	-3,0	-2,5	-3,6	-2,2	-0,8	-5,7	0,5	-1,1	-1,3	-4,7	0,2	-5,9
T3	-2,1	-2,0	-2,2	-2,7	-2,7	0,9	-4,2	0,9	-0,8	0,4	-3,5	0,6	-3,7
T4	-1,8	-1,8	-1,8	-2,3	-2,3	0,7	-4,6	1,3	-0,7	1,0	-2,2	0,9	-3,9
2021 T1	-1,9	-1,9	-1,7	-0,4	-2,2	1,3	-5,5	2,1	-0,5	0,4	-1,7	1,2	-5,1
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
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
variations annuelles en pourcentage													
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,4	1,5	4,0	-1,0	2,7	3,2	1,4	0,4
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	-10,4	-3,4	-7,5	-5,9	-13,5	-1,8	-3,2	-6,4	-7,7	-2,0	-13,3
2020 T2	-17,0	-15,9	-22,1	-6,6	-16,4	-18,0	-27,3	-6,2	-6,6	-16,8	-17,1	-6,5	-28,0
T3	-4,8	-4,6	-5,4	-1,7	-5,8	-0,9	-8,8	-2,1	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,3
T4	-6,2	-5,8	-8,1	-2,3	-5,5	-2,4	-13,3	-0,6	-2,1	-2,6	-5,3	-0,7	-12,5
2021 T1	-3,1	-3,0	-3,4	1,4	-1,4	4,7	-11,4	1,8	0,7	1,9	-2,0	1,8	-9,7
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	0,0	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	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,6	-8,6	-0,4	-5,7	-6,4	-10,3	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 T2	-14,5	-13,3	-20,1	-3,1	-14,5	-17,3	-22,9	-6,7	-5,6	-15,8	-13,1	-6,7	-23,5
T3	-2,8	-2,6	-3,2	1,0	-3,2	-1,8	-4,8	-3,0	-1,6	-3,5	-3,2	-0,8	-2,7
T4	-4,5	-4,0	-6,4	0,0	-3,2	-3,1	-9,0	-1,9	-1,5	-3,5	-3,2	-1,6	-8,9
2021 T1	-1,2	-1,1	-1,8	1,8	0,8	3,3	-6,2	-0,3	1,2	1,6	-0,4	0,5	-4,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
1) Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

		Population active, millions	Sous-emploi, % de la population active	Chômage [1]											Taux de vacance d'emploi [3]
				Total		Chômage de longue durée, % de la population active [2]	Par âge				Par sexe				
							Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
				Millions	% de la population active		Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population active	Millions	% de la population 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			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018		163,438	3,9	13,380	8,2	3,8	10,913	7,3	2,467	17,2	6,879	7,9	6,501	8,6	2,1
2019		164,209	3,6	12,406	7,6	3,3	10,102	6,7	2,304	16,0	6,352	7,2	6,054	7,9	2,2
2020		162,523	3,6	12,743	7,8	3,0	10,266	6,9	2,477	17,7	6,553	7,6	6,189	8,2	1,7
2020	T2	159,963	3,6	11,895	7,4	2,5	9,499	6,5	2,396	17,8	6,253	7,3	5,643	7,6	1,6
	T3	163,000	3,7	13,832	8,5	3,1	11,127	7,5	2,706	19,2	7,096	8,2	6,737	8,9	1,7
	T4	163,169	3,6	13,144	8,1	3,2	10,665	7,1	2,479	17,9	6,756	7,8	6,388	8,4	1,9
2021	T1	162,171	3,7	13,643	8,4	3,2	10,985	7,4	2,658	18,7	6,932	8,0	6,711	8,9	2,1
2020	Décembre	–	–	13,230	8,2	–	10,718	7,2	2,512	18,1	6,787	7,8	6,443	8,5	–
2021	Janvier	–	–	13,241	8,2	–	10,659	7,2	2,581	18,6	6,831	7,9	6,410	8,5	–
	Février	–	–	13,253	8,2	–	10,683	7,2	2,570	18,5	6,815	7,9	6,438	8,6	–
	Mars	–	–	13,100	8,1	–	10,533	7,1	2,566	18,4	6,650	7,7	6,450	8,6	–
	Avril	–	–	13,098	8,1	–	10,557	7,2	2,541	18,4	6,690	7,8	6,408	8,5	–
	Mai	–	–	12,792	7,9	–	10,389	7,1	2,403	17,5	6,575	7,6	6,217	8,3	–

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. Il existe une rupture dans les séries à partir du premier trimestre 2021 en raison de la mise en œuvre du règlement relatif aux statistiques sociales européennes intégrées (*Integrated European Social Statistics Regulation*). 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						Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatriculations de voitures particulières
		Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels										
			Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie			Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2018		0,8	1,1	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	-2,0	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020		-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,7	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020	T3	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,0	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,6	-4,9	-6,9
	T4	-1,6	-1,6	1,4	-3,2	-2,7	-1,7	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021	T1	3,4	3,5	4,9	5,1	-0,3	0,8	2,9	6,8	2,4	2,6	3,1	-5,3	3,4
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,8
2021	Janvier	0,4	0,1	1,6	1,7	-3,0	0,6	-2,5	-1,7	-4,8	6,2	-10,8	-17,0	-18,8
	Février	-1,8	-2,0	-0,6	-2,8	-3,2	-1,8	-5,2	1,4	-1,2	2,6	-3,2	-11,9	-20,8
	Mars	11,7	12,5	13,9	17,4	5,0	3,8	20,0	23,5	13,7	-0,5	27,9	18,1	88,2
	Avril	39,4	42,6	38,6	64,6	24,5	13,5	45,2	68,8	23,3	3,7	42,4	61,9	262,5
	Mai	20,5	22,1	24,1	27,6	12,7	7,1	13,6	48,7	9,0	0,1	14,8	28,4	49,5
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,4
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2021	Janvier	1,1	1,0	0,2	1,1	0,6	0,5	0,7	2,0	-5,0	1,0	-9,8	-0,9	-22,5
	Février	-1,3	-1,3	-0,9	-2,4	0,1	-1,7	-1,7	1,5	4,3	-0,5	8,8	4,5	-1,1
	Mars	0,5	0,6	0,9	-0,3	2,1	1,7	4,0	3,3	4,0	1,9	6,0	-1,1	0,2
	Avril	0,6	0,6	0,9	1,0	2,2	2,0	-0,4	2,9	-3,9	-1,7	-6,1	-1,3	-0,4
	Mai	-1,0	-0,8	-0,2	-1,6	-1,9	-1,9	0,9	-0,8	4,6	-0,2	8,8	8,1	1,7
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6

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	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
	T2	114,3	11,7	.	-5,5	4,3	0,7	10,5	.	63,1	62,7	54,7	56,8
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	0,5	11,3	–	63,1	62,2	55,2	57,1
	Juin	117,9	12,7	–	-3,3	5,1	4,5	17,9	–	63,4	62,6	58,3	59,5

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières
(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	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
2018	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,5	5,9	76,9	2,0	7,2	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,0	5,5	76,3	2,1	4,1	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-14,8	2,0
2020 T2	16,7	94,8	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	31,5	4,1	82,0	2,3	-27,7	1,7
T3	17,9	95,5	1,1	3,6	-3,4	3,6	4,2	31,0	3,6	82,9	2,8	-14,9	1,9
T4	19,6	96,2	0,7	4,1	0,2	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-15,0	2,0
2021 T1	20,8	96,3	0,3	4,8	6,5	7,5	4,6	31,9	4,8	84,8	3,9	-3,2	2,2

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	871,7	845,2	26,5	466,8	412,0	193,5	182,4	183,9	179,6	27,5	71,2	11,2	15,8
	T3	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
	T4	1 011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021	T1	1 051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
2020	Décembre	338,5	303,0	35,5	195,6	160,1	73,4	63,8	59,8	54,1	9,6	24,9	14,8	13,3
2021	Janvier	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
	Février	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
	Mars	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
	Avril	349,2	327,1	22,1	204,5	179,3	75,2	66,1	58,8	58,2	10,7	23,5	4,6	3,5
	Mai	345,9	334,2	11,7	208,7	184,1	73,5	67,2	54,9	60,0	8,8	22,9	5,1	3,1
		flux cumulés sur 12 mois												
2021	Mai	4 018,2	3 707,8	310,4	2 315,6	1 940,5	853,5	777,2	731,9	704,9	117,3	285,3	63,5	58,5
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2021	Mai	35,4	32,6	2,7	20,4	17,1	7,5	6,8	6,4	6,2	1,0	2,5	0,6	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)					
				Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :	
		Exportations	Importations		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	446,5	217,5	87,7	133,1	369,3	419,8	217,8	77,6	118,8	318,3	26,0
	T3	-8,7	-11,4	531,5	248,4	108,3	165,2	448,0	469,2	242,6	84,7	133,8	359,3	34,1
	T4	-2,8	-5,9	568,3	265,3	114,0	178,0	478,2	492,5	261,6	86,6	135,0	379,1	35,3
2021	T1	0,6	0,3	582,0	279,5	114,7	174,8	470,8	512,5	284,4	91,0	130,0	372,4	45,8
2020	Décembre	2,6	-1,0	192,2	90,0	39,0	59,2	160,5	165,5	88,2	29,6	44,6	128,5	13,0
2021	Janvier	-8,9	-14,2	191,7	92,3	37,5	57,8	155,6	163,6	89,6	29,2	41,8	119,1	14,0
	Février	-2,3	-2,8	192,6	92,1	39,0	57,4	161,6	169,1	93,4	30,0	42,8	126,4	15,6
	Mars	12,5	19,4	197,7	95,2	38,2	59,6	153,7	179,8	101,4	31,8	45,3	126,9	16,2
	Avril	46,7	37,7	198,0	94,6	39,5	60,3	164,5	184,6	105,5	30,6	45,9	133,3	16,8
	Mai	31,9	35,1	195,1	.	.	.	158,4	185,8	.	.	.	132,8	.
		Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)												
2020	T2	-23,6	-16,3	81,5	86,3	76,2	79,0	79,1	91,6	89,1	94,9	96,9	90,7	81,5
	T3	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,6	97,9	101,8	97,0	105,9	110,4	104,1	81,1
	T4	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,5	106,3	103,4	105,5	102,6	107,5	110,9	109,0	84,6
2021	T1	0,8	0,2	104,5	108,1	100,5	101,9	100,4	104,8	103,2	111,9	105,6	105,3	83,4
2020	Novembre	0,3	1,1	104,7	107,5	97,4	107,1	104,2	106,8	103,9	109,8	112,5	110,8	83,9
	Décembre	3,9	3,5	104,9	106,7	101,3	105,3	103,2	104,9	101,8	108,8	109,5	109,8	86,7
2021	Janvier	-7,9	-11,0	103,6	107,1	98,3	102,2	99,5	102,2	100,6	106,9	103,1	101,7	84,4
	Février	-1,9	-3,4	104,2	107,3	103,3	100,6	103,8	103,8	101,5	111,1	104,4	107,2	85,1
	Mars	11,5	15,6	105,6	109,9	99,8	102,9	97,8	108,5	107,6	117,6	109,4	106,9	80,6
	Avril	41,6	24,9	104,6	107,0	103,5	103,3	103,5	109,7	110,0	112,2	109,3	110,7	83,3

Sources : BCE et Eurostat.
1) Les écarts entre le poste des biens figurant dans la balance des paiements de la BCE (tableau 3.8) et les échanges de biens enregistrés par Eurostat (tableau 3.9) découlent principalement de différences de définitions.
2) Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques.

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé [1)]

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) [2)]						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total	Total, hors produits alimentaires et énergie	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
	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 T3	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,3	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	-0,5	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 T1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,4	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4
T2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	1,4	-0,5	3,7	0,2	1,8	2,4
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	0,1	-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	1,4	-0,1	0,7	0,0	1,5	2,2
Mai	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	1,9	2,4
Juin	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,3	0,1	1,8	2,5

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie		Loyers				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 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 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
T2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
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	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6
Juin	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction [1]										Construction [2]	Prix de l'immobilier résidentiel [3]	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial [3]
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires				
	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	1,7
2020 T2	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,1	2,8
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	1,1
T4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,5	6,0	-0,9
2021 T1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,6	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8	6,2	.
2020 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	0,9	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	–	–	–
Février	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	–	–	–
Mars	106,9	4,4	3,5	2,4	4,4	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	–	–	–
Avril	107,9	7,6	5,8	3,6	6,9	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	–	–	–
Mai	109,3	9,6	7,1	4,9	9,2	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	–	–	–

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et calculs de la BCE effectués à partir des données de MSCI et de sources nationales (col. 13).
1) Ventes domestiques uniquement.
2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.
3) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. *https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html* pour plus de détails).

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations [1]	Importations [1]		Pondération fondée sur les importations [2]			Pondération fondée sur l'utilisation [2]		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2018	103,4	1,4	1,8	1,5	1,8	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,8	1,5	1,1	1,9	2,3	0,9	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,9	1,6	1,1	0,6	3,3	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 T3	106,4	0,9	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
T4	107,3	1,3	0,9	0,1	2,9	0,4	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 T1	108,2	1,7	1,7	1,1	2,4	1,1	1,0	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,0	38,6	20,8	56,4	36,0	20,8	54,4
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	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
Mai	–	–	–	–	–	–	–	–	56,0	41,3	21,0	61,9	37,3	19,4	59,5
Juin	–	–	–	–	–	–	–	–	60,7	39,1	24,1	53,4	36,7	23,5	52,1

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Bloomberg (col. 9).
1) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.
2) Pondéré des importations : pondération en fonction de la structure des importations moyennes sur la période 2009-2011. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2009-2011.

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix
(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	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 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
T2	30,1	18,2	8,5	15,6	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
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	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6
Juin	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6

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]
			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	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,4	2,6	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,6	1,4	2,8	3,7	1,8
2020 T2	115,7	4,2	4,9	1,9	4,3	4,0	1,7
T3	105,1	1,7	2,2	0,0	1,5	2,2	1,7
T4	116,4	2,8	3,4	0,7	2,3	4,0	1,9
2021 T1	104,7	1,6	2,2	-0,9	1,3	1,9	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									
			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
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2018	103,4	1,9	0,8	1,6	2,3	2,1	0,0	0,3	3,6	1,6	2,5	2,1
2019	105,2	1,8	0,8	3,2	0,8	1,0	0,5	0,6	1,9	1,3	2,8	1,6
2020	109,9	4,5	-2,6	2,9	4,6	6,2	0,7	0,6	1,0	5,5	6,0	13,9
2020 T2	113,4	8,1	-4,3	10,6	7,7	11,8	2,7	1,7	-3,9	8,0	10,6	18,7
T3	108,3	2,7	-2,8	0,8	6,1	4,2	-1,7	-0,1	3,1	5,2	2,9	10,7
T4	109,8	3,8	-1,7	-1,1	3,9	5,0	1,6	1,4	3,2	5,4	5,9	23,2
2021 T1	110,2	1,3	1,4	-3,3	4,4	1,5	0,0	0,4	2,5	3,0	2,4	16,9
Rémunération par tête												
2018	105,3	2,2	1,0	1,9	2,0	2,1	2,7	2,4	3,0	2,6	2,1	3,1
2019	107,3	2,0	3,3	1,6	1,7	1,8	2,2	1,8	2,1	1,8	2,2	2,5
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,4	-1,6	-4,6	0,4	-0,5	0,2	-0,5	2,6	-2,5
2020 T2	102,0	-4,7	-0,4	-7,7	-7,8	-12,5	-1,8	-1,0	-5,2	-5,5	1,7	-9,9
T3	108,5	0,7	0,7	-1,6	1,2	-1,3	0,3	-0,6	2,4	1,0	2,6	0,9
T4	108,9	0,9	0,2	-0,2	1,6	-3,8	1,4	0,6	1,3	1,1	3,7	-0,5
2021 T1	109,2	1,9	1,8	2,1	3,5	-1,3	1,8	1,9	2,3	2,1	2,1	1,4
Productivité par personne employée												
2018	101,8	0,3	0,2	0,3	-0,3	0,1	2,7	2,1	-0,6	1,0	-0,4	1,0
2019	102,0	0,2	2,6	-1,5	0,9	0,8	1,7	1,1	0,2	0,5	-0,5	0,9
2020	97,0	-4,9	3,2	-5,2	-6,0	-10,2	-0,2	-1,1	-0,8	-5,7	-3,2	-14,4
2020 T2	89,9	-11,9	4,1	-16,5	-14,4	-21,7	-4,4	-2,7	-1,3	-12,4	-8,0	-24,1
T3	100,1	-2,0	3,6	-2,3	-4,6	-5,3	2,1	-0,6	-0,7	-4,0	-0,2	-8,9
T4	99,1	-2,8	2,0	0,9	-2,2	-8,3	-0,1	-0,7	-1,9	-4,0	-2,1	-19,2
2021 T1	99,1	0,6	0,4	5,6	-0,9	-2,8	1,8	1,6	-0,1	-0,9	-0,3	-13,3
Rémunération par heure travaillée												
2018	105,0	1,9	0,6	2,0	1,0	1,9	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	3,6	2,2	1,9	2,0	2,1	1,4	2,5	2,0	2,4	2,8
2020	112,8	5,2	2,6	3,1	4,0	5,8	3,1	1,7	5,4	4,6	5,0	6,6
2020 T2	117,3	9,8	4,1	7,1	9,1	12,4	4,6	4,2	6,8	7,4	7,9	12,3
T3	111,3	3,4	0,6	1,5	2,3	4,0	3,4	0,6	5,3	4,4	3,1	3,2
T4	113,5	5,1	1,9	2,9	3,7	5,4	2,7	1,8	5,5	4,2	5,2	6,9
2021 T1	114,3	3,1	0,2	1,1	-0,3	5,7	2,2	0,9	2,8	3,0	1,7	4,0
Productivité horaire du travail												
2018	102,0	0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,1	2,5	1,9	-1,3	0,7	-0,5	0,7
2019	102,5	0,5	3,2	-1,0	1,1	1,2	1,5	0,9	0,2	0,7	-0,4	1,0
2020	103,9	1,4	3,5	0,7	0,4	0,2	2,9	1,5	5,9	-0,3	-0,5	-4,6
2020 T2	105,6	3,1	7,3	-2,3	3,5	1,6	2,5	3,2	17,1	0,7	-1,5	-0,8
T3	103,6	0,8	2,5	0,9	-2,9	-0,5	5,2	1,0	2,9	-0,7	0,6	-6,1
T4	104,5	1,8	2,0	4,3	0,8	0,7	1,7	0,7	1,6	-0,7	-0,5	-11,2
2021 T1	105,0	1,9	-1,3	4,9	-4,1	3,6	2,0	0,4	-1,8	-0,5	-0,6	-8,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires [1)]

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

		M3											
		M2							M3-M2				
		M1			M2-M1								
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour-sables avec un préavis ≤ 3 mois			Pensions	Parts de fonds d'inves-tissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Encours											
2018		1 164,2	7 114,7	8 278,9	1 128,3	2 298,9	3 427,2	11 706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12 384,3
2019		1 221,5	7 726,9	8 948,4	1 073,1	2 362,4	3 435,5	12 383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13 011,0
2020		1 359,2	8 898,3	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9
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	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9
2021	T1	1 391,8	9 144,7	10 536,5	985,2	2 483,7	3 468,9	14 005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,3
2020	Décembre	1 359,2	8 898,3	10 257,5	1 039,9	2 447,3	3 487,3	13 744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14 524,9
2021	Janvier	1 380,4	8 995,2	10 375,6	1 004,0	2 456,9	3 460,8	13 836,4	111,3	630,0	29,1	770,5	14 606,9
	Février	1 390,5	9 068,1	10 458,7	984,3	2 472,4	3 456,7	13 915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14 667,1
	Mars	1 391,8	9 144,7	10 536,5	985,2	2 483,7	3 468,9	14 005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14 744,3
	Avril	1 402,4	9 180,2	10 582,6	965,5	2 486,2	3 451,7	14 034,3	109,3	607,2	24,2	740,7	14 775,0
	Mai [(p)]	1 411,7	9 236,8	10 648,5	964,4	2 486,1	3 450,5	14 099,0	107,2	608,5	32,3	748,0	14 847,0
		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	233,8	266,4	-58,3	37,9	-20,5	245,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,1
2020	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	93,9	115,1	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	79,9
	Février	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,7
	Mars	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,1	9,5	78,4	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,5
	Avril	10,6	44,6	55,2	-17,3	2,6	-14,7	40,6	0,3	-5,1	7,4	2,5	43,1
	Mai [(p)]	9,3	58,9	68,2	-0,4	-0,1	-0,5	67,7	-1,9	1,3	8,5	7,9	75,6
		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	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	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,4	-15,9	10,5	9,2
	Mai [(p)]	9,1	12,0	11,6	-11,4	4,1	-0,7	8,3	8,7	9,8	60,4	11,3	8,4

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 [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	1 106,7	237,8	508,9
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	1 106,7	237,8	508,9
2021	T1	3 070,9	2 618,1	301,1	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	492,0
2020	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	1 106,7	237,8	508,9
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	1 114,7	229,5	508,2
	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	1 119,9	226,9	497,4
	Mars	3 070,9	2 618,1	301,1	143,8	7,8	7 825,2	5 109,3	422,2	2 292,9	0,8	1 126,2	209,1	492,0
	Avril	3 051,0	2 605,7	294,9	143,0	7,4	7 843,8	5 129,3	417,6	2 295,9	0,9	1 127,6	225,2	493,5
	Mai [(p)]	3 059,0	2 615,2	295,4	141,7	6,8	7 874,1	5 165,1	411,8	2 296,4	0,8	1 143,5	229,4	488,7
							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	41,1
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	10,7	-29,3	-16,8
2020	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	0,2	-18,1	-5,5
	Avril	-15,3	-8,8	-5,4	-0,7	-0,3	20,2	21,1	-4,2	3,1	0,1	7,2	16,5	1,7
	Mai [(p)]	9,1	10,4	0,8	-1,4	-0,6	30,7	36,2	-5,8	0,5	-0,2	17,3	4,3	-4,9
							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	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	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	4,0	8,7	-0,7	5,9
	Mai [(p)]	8,9	11,6	-5,7	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,2	4,9	-13,7	11,4	-0,8	6,0

Source : BCE.

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

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été 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	Prêts corrigés [2)]	Aux sociétés non financières [3)]	Aux ménages [4)]	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension [3)]	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension		
		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	12 301,2	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	12 301,2	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	Décembre	5 925,4	996,1	4 917,3	14 343,4	11 927,3	12 301,2	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	4 721,1	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	6 098,5	1 002,6	5 093,5	14 416,4	12 037,1	12 392,9	4 751,0	6 191,2	944,4	150,4	1 505,5	873,8
	Mai [(p)]	6 133,2	1 004,3	5 127,1	14 455,1	12 063,7	12 414,4	4 746,0	6 212,9	947,7	157,1	1 505,8	885,6
							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	735,8	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,2	28,4
2020	T2	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
	T3	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	120,5	3,6	60,8	10,1	9,7	30,0	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	Décembre	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,5	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	25,2	8,6	15,9	-23,9	-4,0	-12,1	-24,4	27,4	-2,2	-4,7	-12,6	-7,3
	Mai [(p)]	37,1	1,7	35,3	41,4	30,8	22,4	-2,9	22,6	4,4	6,7	0,0	10,7
							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	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	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	7,0	9,0
	Mai [(p)]	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,8	5,6	9,6

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 consommation	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	895,7	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
2020	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	4 721,1	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	698,1	4 761,7	693,7
	Mars	4 784,0	4 902,0	895,7	1 017,7	2 870,5	6 173,5	6 435,8	694,8	4 785,0	693,7
	Avril	4 751,0	4 870,0	870,5	996,4	2 884,1	6 191,2	6 451,4	690,0	4 808,7	692,6
	Mai [(p)]	4 746,0	4 859,8	871,9	972,7	2 901,5	6 212,9	6 471,2	691,1	4 829,7	692,1
						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	3,6	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	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	-24,4	-27,4	-21,8	-19,4	16,7	27,4	25,3	-0,7	27,9	0,2
	Mai [(p)]	-2,9	-11,5	2,0	-23,1	18,2	22,6	21,0	1,5	21,2	-0,1
						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	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	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,3	5,4	1,4
	Mai [(p)]	1,5	1,9	-7,6	-2,6	6,1	4,3	3,9	0,6	5,4	0,7

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		748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	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	748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	130,1	139,2
2021	T1	699,4	6 894,1	1 898,3	41,2	1 984,7	2 969,9	1 398,0	383,8	127,3	130,3
2020	Décembre	748,8	6 967,3	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,7	1 432,7	539,5	130,1	139,2
2021	Janvier	678,8	6 925,6	1 912,4	42,0	1 970,4	3 000,8	1 472,5	430,0	147,4	146,7
	Février	684,7	6 880,4	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,9	1 433,5	420,1	145,4	145,7
	Mars	699,4	6 894,1	1 898,3	41,2	1 984,7	2 969,9	1 398,0	383,8	127,3	130,3
	Avril	727,1	6 839,6	1 869,4	41,2	1 968,4	2 960,6	1 448,4	378,4	132,9	131,3
	Mai [(p)]	690,4	6 834,6	1 868,1	40,7	1 943,5	2 982,3	1 469,1	314,6	133,5	130,9
						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	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,8	-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	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-111,2	100,0	-9,8	-8,1
2021	T1	-49,4	-23,4	-14,8	-0,9	-33,5	25,8	4,1	-187,1	-2,8	-8,8
2020	Décembre	-4,7	14,6	-17,4	-0,4	-5,8	38,3	-57,8	111,4	-18,1	-7,9
2021	Janvier	-70,1	-38,3	-5,8	-0,1	-30,6	-1,7	37,5	-117,5	17,3	7,5
	Février	5,9	4,3	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
	Mars	14,8	10,5	-1,7	-0,3	-1,1	13,6	-30,2	-48,8	-18,1	-15,4
	Avril	27,6	-19,2	-21,2	0,0	-2,9	4,9	48,4	1,8	5,6	1,0
	Mai [(p)]	-36,7	-27,8	-0,7	-0,3	-21,4	-5,4	-8,1	-59,4	0,6	-0,4
						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	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	–	–	-30,7	-33,7
2020	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	52,8	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	–	–	-18,3	-23,8
	Mars	56,5	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	–	–	-30,7	-33,7
	Avril	27,9	-0,2	-2,0	-10,9	-4,2	4,0	–	–	-29,2	-35,4
	Mai [(p)]	5,4	-0,8	-2,3	-9,6	-5,0	3,2	–	–	-32,1	-38,1

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			Détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	IFM	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
	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 valorisation et autres changements de volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement				
	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		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembourssements
											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
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	15,7	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	15,9	14,5	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Mai	15,8	14,4	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
Juin	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5

Source: BCE.
1) Données en valeur nominale et non consolidées au sein du secteur des administrations publiques.
2) Hors paiements futurs sur les titres de créance ne figurant pas encore dans l'encours et hors remboursements anticipés.
3) Durée résiduelle en fin de période.
4) Encours en fin de période ; opérations exprimées en moyenne sur 12 mois.

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
					Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques				
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).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 21 juillet 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-21-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général