

Bulletin économique

Numéro 6 / 2021

Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	19
3 Activité économique	26
4 Prix et coûts	35
5 Monnaie et crédit	42
6 Évolutions budgétaires	51
Encadrés	55
1 Comparaison des évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro	55
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 28 avril au 27 juillet 2021	63
3 La santé des sociétés non financières durant la pandémie	69
4 L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre	79
5 Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique	86
Articles	92
1 Les heures travaillées dans la zone euro	92
2 Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires	116
Statistiques	S1

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

Activité économique

La reprise de l'activité économique mondiale se poursuit, même si des goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre et la propagation du variant delta, plus contagieux, du coronavirus (COVID-19) assombrissent les perspectives de croissance à court terme. Les enquêtes récentes signalent un certain ralentissement de la dynamique de la croissance, en particulier dans les économies de marché émergentes. Par rapport aux projections précédentes, les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été légèrement révisées à la hausse dans les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE, en particulier pour 2022. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'établir à 6,3 % cette année, avant de revenir à 4,5 % en 2022 et 3,7 % en 2023. La demande étrangère adressée à la zone euro a été révisée à la hausse par rapport aux projections précédentes. Elle devrait augmenter de 9,2 % cette année et de 5,5 % et 3,7 %, respectivement, en 2022 et 2023. Cette évolution reflète principalement le fait que les importations mondiales ont été plus soutenues début 2021 que ce qui avait été prévu précédemment, ainsi que la plus grande procyclicité des échanges commerciaux en période de reprise économique. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour cette année dans un contexte de renchérissement des matières premières et d'augmentation de la demande. Les risques entourant les projections de référence pour l'économie mondiale sont principalement liés à l'évolution future de la pandémie. Les autres risques entourant les perspectives mondiales sont perçus comme orientés à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour l'inflation mondiale.

L'activité économique de la zone euro a rebondi de 2,2 % au deuxième trimestre de cette année, un niveau supérieur aux attentes, et elle devrait s'accélérer fortement au troisième trimestre. La reprise s'appuie sur le succès des campagnes de vaccination menées en Europe, qui ont permis une vaste réouverture de l'économie. Avec la levée des restrictions, le secteur des services bénéficie du retour des consommateurs dans les magasins et les restaurants et du rebond des voyages et du tourisme. L'activité dans le secteur manufacturier est vigoureuse, même si la production reste freinée par les pénuries de matériaux et d'équipements. Si, à ce stade, la diffusion du variant delta n'a pas nécessité de nouvelles mesures de confinement, elle pourrait ralentir la reprise du commerce mondial et la réouverture totale de l'économie.

Les dépenses de consommation augmentent, même si les consommateurs demeurent relativement prudents au vu des évolutions de la pandémie.

La situation du marché du travail s'améliore également rapidement, ce qui devrait se traduire par une hausse des revenus et des dépenses de consommation.

Le chômage est en baisse et le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi a diminué de quelque 28 millions par rapport au pic enregistré l'année dernière. Le redressement de la demande intérieure et de la demande mondiale renforce davantage encore l'optimisme des entreprises, ce qui soutient l'investissement productif. Cela étant, il faudra encore du temps avant que les dommages économiques causés par la pandémie soient surmontés. Il y a toujours plus de 2 millions de personnes sans emploi de plus qu'avant la pandémie, surtout parmi les plus jeunes et les moins qualifiés. Le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi reste également considérable.

Après une expansion budgétaire importante depuis le début de la pandémie, seules des mesures de relance supplémentaires limitées ont été adoptées au cours des derniers mois, les plans budgétaires pour 2022 étant encore en préparation et la reprise économique semblant légèrement plus rapide que prévu. En conséquence, les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE incluent une amélioration des perspectives budgétaires de la zone euro par rapport aux projections de juin. Si le ratio de déficit devrait rester élevé en 2021, ressortant à 7,1 % après 7,3 % en 2020, l'amélioration attendue par la suite devrait être rapide à mesure que la pandémie régresse et que la reprise économique se confirme. Le ratio de déficit devrait par conséquent revenir à 3,0 % en 2022 et à 2,1 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. Reflétant ces évolutions, la dette de la zone euro devrait atteindre un pic juste en dessous de 99 % du PIB en 2021 et revenir à 94 % du PIB environ en 2023. Pour soutenir la reprise, des politiques budgétaires ambitieuses, ciblées et coordonnées doivent continuer de compléter la politique monétaire. Le plan *Next Generation EU*, en particulier, contribuera à assurer une reprise plus forte et uniforme dans les pays de la zone euro. Il permettra par ailleurs une accélération des transitions écologique et numérique, favorisera les réformes structurelles et se traduira par un renforcement de la croissance à long terme.

L'économie devrait enregistrer un fort rebond à moyen terme. Les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 5,0 % en 2021, 4,6 % en 2022 et 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives se sont améliorées pour 2021, principalement en raison de résultats meilleurs que prévu au premier semestre de l'année, et elles demeurent globalement inchangées pour 2022 et 2023.

Inflation

L'inflation de la zone euro a atteint 3,0 % en août. L'inflation devrait continuer d'augmenter à l'automne, mais elle devrait se modérer l'année prochaine. La hausse actuelle de l'inflation devrait être largement temporaire, reflétant essentiellement la

forte hausse des cours du pétrole depuis le milieu de l'année dernière environ, la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, le report des soldes d'été en 2020 et les tensions sur les coûts résultant des pénuries temporaires de matériaux et d'équipements. En 2022, ces facteurs devraient s'estomper ou n'entreront plus dans le calcul de l'inflation en rythme annuel. Les tensions inflationnistes sous-jacentes se sont renforcées. Avec la poursuite de la reprise économique, et grâce aux mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à moyen terme. Cette augmentation devrait être uniquement graduelle, car il faudra encore du temps avant que l'économie ne retrouve son plein potentiel. Les salaires, par conséquent, ne devraient progresser que modérément. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont continué d'augmenter, mais elles demeurent assez éloignées de la cible de 2 % de la BCE.

Cette évaluation ressort des projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE qui tablent sur une inflation annuelle de 2,2 % en 2021, 1,7 % en 2022 et 1,5 % en 2023, soit une révision à la hausse par rapport aux projections précédentes en juin.

L'inflation hors produits alimentaires et énergie devrait ressortir en moyenne à 1,3 % en 2021, 1,4 % en 2022 et 1,5 % en 2023, en hausse également par rapport aux projections de juin.

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 se montrent plus confiants et épargnent moins que prévu actuellement. Une amélioration plus rapide de la situation liée à la pandémie pourrait également entraîner une expansion économique plus marquée qu'envisagé à ce stade. Si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se prolongent et alimentent des hausses de salaires plus élevées qu'attendu, les tensions sur les prix pourraient être plus persistantes. Dans le même temps, les perspectives économiques pourraient se détériorer, si la pandémie venait à s'aggraver, ce qui serait de nature à retarder la poursuite de la réouverture de l'économie, ou si les pénuries au niveau de l'offre s'installaient plus durablement qu'attendu et ralentissaient la production.

Conditions financières et monétaires

La reprise de la croissance et de l'inflation continue de dépendre de conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie.

Les taux d'intérêt de marché ont diminué au cours de l'été, mais ce mouvement s'est inversé récemment. Globalement, les conditions de financement restent favorables pour l'économie.

Si la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est nettement déplacée vers le bas sur les échéances de moyen terme, la partie courte de la courbe est restée largement inchangée, ce qui suggère l'absence d'anticipations d'une modification imminente des taux directeurs à très court terme. Au cours de la période sous revue (du 10 juin au 8 septembre 2021), les taux sans risque à long terme ont diminué dans un premier temps, reflétant entre autres la *forward guidance* révisée de la BCE qui avait été communiquée à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, faisant suite à la publication de la nouvelle stratégie de politique monétaire. L'évolution des taux sans risque à long terme s'est par la suite inversée en partie au cours des dernières semaines de la période. Les écarts de rendement souverains par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) sont restés globalement inchangés dans les différentes juridictions. Les actifs risqués ont globalement fait preuve de résistance face aux inquiétudes croissantes concernant la propagation du variant delta. Les prix des actions ont augmenté, soutenus principalement par une forte reprise des anticipations de croissance des bénéfices des entreprises, compensée seulement en partie par une hausse des primes de risque sur actions. Reflétant la hausse des cours des actions, les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de se resserrer.

La création monétaire dans la zone euro s'est ralentie en juillet 2021, poursuivant sa normalisation après l'expansion monétaire significative associée aux vagues précédentes de la pandémie. Le crédit domestique est demeuré la première source de création monétaire, les achats d'actifs de l'Eurosystème étant le principal contributeur. La croissance des prêts au secteur privé s'est stabilisée à des niveaux proches des niveaux à long terme moins élevés à observés avant la pandémie, tandis que les conditions de financement sont demeurées très favorables. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages se situent à des niveaux historiquement bas. L'activité de prêt aux ménages se maintient, particulièrement pour l'achat de logements. Le léger ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises est principalement lié au fait que celles-ci restent bien financées car elles avaient emprunté massivement lors de la première vague de la pandémie. Elles détiennent d'importantes liquidités et distribuent de moins en moins de bénéfices, ce qui réduit le besoin de financements externes. Pour les plus grandes entreprises, l'émission d'obligations constitue une alternative intéressante aux prêts bancaires. La solidité des bilans des banques continue d'assurer une disponibilité suffisante de crédits.

Cependant, beaucoup d'entreprises et de ménages se sont endettés davantage au cours de la pandémie. Une détérioration des perspectives économiques pourrait menacer leur santé financière, ce qui pourrait dégrader la qualité des bilans des banques. Le soutien apporté par les politiques publiques demeure essentiel afin d'éviter que les tensions sur les bilans et le durcissement des conditions de financement ne se renforcent mutuellement.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion de politique monétaire de septembre, le Conseil des gouverneurs a réexaminé son évaluation de la situation économique et ses mesures prises face à la pandémie.

Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs a estimé que des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme légèrement plus faible d'achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) par rapport aux deux derniers trimestres.

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 la BCE de 2 % à moyen terme.

1

Environnement extérieur

Les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro indiquent que la reprise de l'activité économique mondiale se poursuit, même si des goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre et la propagation du variant delta, plus contagieux, du coronavirus (COVID-19) obscurcissent les perspectives de croissance à court terme. Des enquêtes récentes font état d'un certain ralentissement de la dynamique de croissance, en particulier dans les économies de marché émergentes. Par rapport aux projections précédentes, les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été légèrement révisées à la hausse, en particulier pour 2022. La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait ressortir en hausse à 6,3 % cette année, puis en baisse à 4,5 % en 2022 et 3,7 % en 2023. La demande étrangère adressée à la zone euro a également été révisée à la hausse par rapport aux projections précédentes. Elle devrait augmenter de 9,2 % cette année, puis de 5,5 % et 3,7 %, respectivement, en 2022 et 2023. Cela reflète principalement le fait que les importations mondiales ont été plus robustes début 2021 que prévu initialement, l'amélioration des perspectives au niveau mondial et la plus forte procyclicité des échanges commerciaux en période de reprise économique. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour cette année dans un contexte de hausse des prix des matières premières et de renforcement de la demande. Les risques pesant sur les projections de référence pour l'économie mondiale sont principalement liés à l'évolution future de la pandémie. D'autres risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale sont jugés orientés à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour l'inflation mondiale.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

L'activité économique mondiale s'est ralentie au premier semestre 2021 dans un contexte caractérisé par une augmentation des infections à la COVID-19, des progrès inégaux en matière de vaccination et l'adoption de mesures restrictives. Dans les économies avancées, la recrudescence des infections a entraîné un durcissement des mesures restrictives début 2021. À la fin du printemps, un déploiement rapide de la vaccination a permis à certaines grandes économies de rouvrir progressivement, apportant ainsi un certain soutien à l'économie mondiale. Dans le même temps, toutefois, la pandémie s'est aggravée dans les économies de marché émergentes, où les progrès en matière de vaccination ont été plus lents. En conséquence, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) s'est ralentie pour s'établir à 0,8 % au premier trimestre de l'année et à 0,6 %, selon les estimations, au deuxième trimestre, après 2,5 % au dernier trimestre 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, l'activité au deuxième trimestre est estimée avoir été globalement conforme aux projections dans les économies de marché émergentes,

mais plus faible dans les économies avancées, en raison d'une croissance moins dynamique que prévu aux États-Unis.

Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une modération du rythme de la reprise de l'activité économique mondiale, en particulier dans les économies de marché émergentes, dans un contexte de persistance de goulets d'étranglement du côté de l'offre. En août, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a diminué pour le troisième mois consécutif, ressortant à 51,3, après 54,9 en juillet. Bien que l'indice continue de faire état d'une expansion, il indique un léger ralentissement de la croissance par rapport au deuxième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production a diminué tant pour les économies de marché avancées que pour les économies de marché émergentes, et pour ces dernières, il est revenu au-dessous du seuil indiquant une expansion pour la première fois depuis juin 2020 (49,3 contre 52,0 en juillet). En ce qui concerne les composantes, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans les services a fortement chuté, ressortant à 51,5 après son point haut de 60,5 en mai, en particulier pour les économies avancées. L'indice des directeurs d'achat relatif au secteur manufacturier a également diminué, revenant en dessous du seuil indiquant une expansion dans les économies de marché émergentes, alors qu'au niveau global, il est resté légèrement supérieur à ce seuil (50,7 contre 53,2). Alors que l'économie mondiale reste confrontée à une reprise à deux vitesses, les économies avancées se redressant plus rapidement que les économies de marché émergentes, les indicateurs récents des directeurs d'achat font état d'une réduction des écarts entre les deux régions, ainsi qu'entre les secteurs (graphique 1).

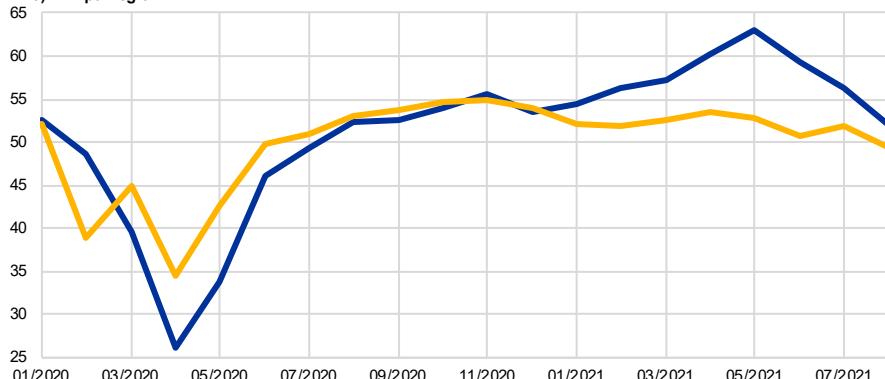
Graphique 1

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

(indices de diffusion)

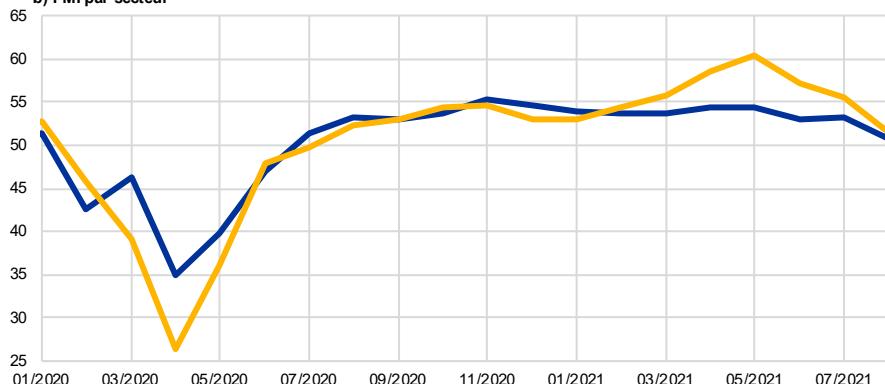
- Économies avancées (hors zone euro)
- Économies de marché émergentes

a) PMI par région



- Secteur manufacturier
- Services

b) PMI par secteur



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2021.

Les conditions financières restent accommodantes. Depuis la date d'arrêté des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les conditions financières se sont légèrement durcies dans les économies avancées, tandis qu'elles sont restées globalement stables dans les économies de marché émergentes. Les marchés financiers mondiaux sont principalement restés dans les limites de leurs fourchettes dans un contexte de croissance économique toujours soutenue, mais d'accroissement des risques à court terme. La recrudescence des infections à la COVID-19 et les inquiétudes relatives à une réduction prochaine de leurs achats d'actifs par les banques centrales, y compris le Système fédéral de réserve, ont incité les investisseurs à adopter une attitude plus prudente. Les marchés boursiers ont continué d'atteindre de nouveaux sommets dans certaines économies avancées, mais les ratios cours/bénéfice (intégrés aux indices des conditions financières) ont nettement reculé en raison de la période de bénéfices historiquement élevés aux États-Unis et dans d'autres économies avancées. Les inquiétudes croissantes relatives à la reprise

économique qui pourrait prendre plus de temps que prévu se sont également reflétées dans les écarts de rendement des obligations des entreprises, qui ont légèrement augmenté dans certaines économies, en particulier sur les marchés émergents, bien qu'à partir de niveaux historiquement bas. Les marchés des emprunts publics sans risque sont restés globalement inchangés à des niveaux comprimés, les pressions à la baisse exercées par les entrées de fonds « refuge », associées à des inquiétudes quant à la propagation du variant delta, ayant été contrebalancées par des anticipations croissantes d'un début de réduction du rythme des achats d'actifs de la Réserve fédérale dès cette année.

À court terme, une recrudescence des infections à la COVID-19 obscurcit le tableau d'une reprise par ailleurs robuste. L'activité économique mondiale devrait se redresser au second semestre, à mesure que les économies rouvriront progressivement dans un contexte de baisse des taux d'infection et, en particulier dans les économies avancées, de progrès rapide de la vaccination. En effet, si de nombreuses économies avancées ont déjà réussi à vacciner plus de la moitié de leur population, la vaccination a été beaucoup plus lente dans les économies de marché émergentes. La Chine constitue une exception à cet égard, puisque quelque 70 % de la population aurait été vaccinée. Récemment, la recrudescence des infections à la COVID-19 en raison du variant delta, plus contagieux, a assombri les perspectives. Dans les économies avancées, la forte augmentation des cas continue d'entraîner une hausse significative du nombre des hospitalisations et des décès par rapport aux niveaux les plus bas observés cet été, même s'ils restent inférieurs à ceux enregistrés début 2021. Certains pays, notamment la Chine et le Japon, ont de nouveau recouru à des confinements (locaux), tandis que d'autres ne l'ont pas fait, préférant adopter des mesures moins intrusives telles que l'élargissement de l'obligation du port du masque. Dans ces pays, les conséquences économiques de la nouvelle augmentation des infections sont susceptibles de se manifester par des modifications du comportement des consommateurs, en particulier dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts. Les progrès réalisés en matière de vaccination et une meilleure connaissance de la manière d'éviter la contagion ont toutefois réduit les risques économiques liés à cette forte augmentation. Si les autorités parviennent à contenir la hausse des hospitalisations et des décès, son incidence ne sera probablement que temporaire et peu susceptible de freiner la reprise en cours.

Le soutien budgétaire devrait diminuer progressivement cette année dans les économies de marché tant avancées qu'émergentes. Selon le suivi budgétaire du Fonds monétaire international d'avril 2021, les déficits budgétaires devraient commencer à diminuer en 2021 dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes, lorsque les mesures liées à la pandémie auront expiré et que les stabilisateurs automatiques auront commencé à agir dans un contexte de reprise des économies nationales. Toutefois, les pays sont susceptibles de commencer à rééquilibrer leurs budgets selon des rythmes différents. Aux États-Unis, les importantes mesures de relance budgétaire élaborées par le gouvernement Biden soutiendront la reprise économique en 2021 ainsi que

l'économie mondiale sur l'horizon de prévision¹. Au Royaume-Uni, les déficits budgétaires devraient être atténués, même si certaines mesures budgétaires venant à expiration ont été prolongées jusqu'en septembre 2021. L'assainissement est également attendu au Brésil et en Russie, tandis qu'en Inde, un soutien budgétaire supplémentaire a été récemment approuvé dans un contexte d'aggravation de la pandémie.

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont légèrement plus favorables que dans les projections précédentes, principalement en ce qui concerne 2022. Après une croissance projetée de 6,3 % en 2021, le PIB en volume mondial (hors zone euro) devrait progresser de 4,5 % en 2022 et de 3,7 % en 2023. La reprise mondiale attendue après la crise devrait demeurer inégale. Les économies avancées n'appartenant pas à la zone euro devraient renouer, début 2022, avec leur trajectoire d'avant la pandémie, en grande partie sous l'effet de l'économie américaine. En Chine, premier pays touché par la pandémie, mais dont la reprise a été la plus rapide grâce au solide soutien des politiques publiques, le PIB en volume avait retrouvé sa trajectoire d'avant la crise dès la fin de l'année dernière. Sur d'autres marchés émergents, la reprise devrait être atone. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, le taux de croissance a été révisé à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2021 et de 0,3 point de pourcentage pour 2022, mais demeure inchangé pour 2023. Les perspectives de croissance mondiale plus favorables en 2022 reflètent en grande partie la réévaluation de la trajectoire des dépenses publiques aux États-Unis² et, dans une moindre mesure, un retard dans la reprise attendue au Japon, les taux d'infection élevés enregistrés au cours de l'été 2021 ayant conduit à la réintroduction de mesures restrictives dans certaines grandes préfectures, dont Tokyo.

Aux États-Unis, l'économie devrait croître dans un contexte de solide soutien des politiques publiques et de dissipation progressive des contraintes d'approvisionnement, même si l'augmentation récente des infections à la COVID-19 compromet les perspectives. L'expansion de l'activité économique s'est poursuivie au deuxième trimestre 2021, à un taux annualisé de 6,5 % après 6,4 % au premier trimestre. Ce chiffre est inférieur à celui figurant dans les prévisions des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, reflétant des dépenses publiques plus faibles que prévu et une contribution négative des variations des stocks. La croissance a été tirée par les dépenses de consommation reflétant le soutien au revenu apporté plus tôt dans l'année et par un assouplissement rapide des restrictions liées à la pandémie de

¹ Le plan de sauvetage américain (*American Rescue Plan*, ARP) portant au total sur 1 900 milliards de dollars (8,9 % du PIB) comprend un nouvel allongement de la durée d'indemnisation du chômage, un versement unique supplémentaire aux ménages et une augmentation des dépenses au niveau des États fédérés et des collectivités locales pour financer des mesures de santé publique et l'éducation. L'Administration américaine a également annoncé deux nouveaux plans budgétaires à moyen terme, qui figurent également dans les projections macroéconomiques de référence établies par les services de la BCE en septembre, bien que leur incidence sur l'activité économique sera probablement plus limitée que celle de l'ARP.

² La croissance du PIB en volume des États-Unis a été revue à la hausse pour la fin de cette année et début 2022 à la suite de la publication récente des projections des services budgétaires du Congrès. Il en a résulté un profil de dépenses publiques (de consommation et d'investissement) concentré sur un horizon moins immédiat que celui pris pour hypothèse dans les projections de juin 2021.

COVID-19. Les investissements sont demeurés robustes. Une augmentation récente des commandes non satisfaites dans certains secteurs, tels que la construction automobile, reflète les contraintes d'approvisionnement. Au Congrès, les négociations se poursuivent sur les deux plans budgétaires qui ont été intégrés dans les projections de juin, ce qui introduit un degré d'incertitude quant aux perspectives. Un solide soutien des politiques publiques et l'hypothèse d'une dissipation progressive des contraintes d'approvisionnement devraient stimuler la croissance à moyen terme, mais les perspectives à court terme sont ternies par la forte hausse du nombre d'infections par la COVID-19 due au variant delta plus virulent, en particulier dans les États où les taux de vaccination sont faibles. En conséquence, les consommateurs, qui ont jusqu'à présent tiré la reprise, semblent être devenus plus prudents : les dépenses de consommation privée ont diminué de 0,1 % en juillet, tandis que le taux d'épargne des ménages a augmenté. En juillet, la croissance de l'emploi a également été plus faible que prévu, en particulier dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts, tels que les loisirs et l'hôtellerie. L'inflation totale s'est stabilisée à un niveau élevé en juillet et devrait se maintenir autour de 5 % jusqu'à fin 2021, en raison des goulets d'étranglement du côté de l'offre qui poussent à la hausse les prix des voitures particulières et d'autres biens, d'une normalisation de la demande de services, d'une hausse des prix des matières premières et d'un écart de production positif. L'inflation devrait revenir à près de 2 % en 2022 et 2023, à mesure que les goulets d'étranglement se dissipent et que les entreprises s'adapteront aux modèles de demande d'après la pandémie.

Au Royaume-Uni, l'économie devrait rester sur la voie d'une reprise soutenue malgré la récente recrudescence des cas de COVID-19. Après une forte contraction en 2020, le PIB en volume a rebondi au deuxième trimestre 2021 et devrait se maintenir sur la voie de la reprise. Le programme de vaccination avancé devrait protéger une grande partie de la population contre une infection grave par la COVID 19, même au vu de la montée du variant delta, ce qui rend peu probable la nécessité de rétablir des restrictions de déplacement liées à la COVID-19 qui affecteraient l'activité économique. La croissance devrait continuer d'être soutenue par la vigueur de la consommation privée et des investissements privés, sous l'effet des dépenses budgétaires supplémentaires de 2,7 % du PIB approuvées par le gouvernement en mars. Les variations des stocks sont encore considérées comme susceptibles d'accroître la volatilité de la production à court terme. La hausse annuelle des prix à la consommation est ressortie en baisse à 2,0 % en juillet après 2,5 % en juin. L'inflation sous-jacente a également diminué, à 1,8 %, après 2,3 % en juin. La baisse du taux annuel de l'inflation totale s'explique principalement par les prix des loisirs, de la culture et de l'habillement, la hausse des prix à la fin du confinement de l'année dernière ayant entraîné des effets de base négatifs cette année. Ce recul devrait être temporaire, l'inflation devant avoir redémarré fortement en août et continuer à augmenter au cours des mois suivants, pour s'établir à quelque 4 %. Outre les effets directs de l'énergie, qui représentent environ la moitié de la hausse prévue, les prix des biens devraient également continuer d'augmenter, reflétant les tensions sur les prix à l'échelle mondiale dues à la hausse des prix des matières premières, aux coûts des transports et aux pénuries d'approvisionnement.

En Chine, la dynamique de croissance se heurte temporairement à des vents contraires à court terme, mais l'activité économique devrait croître à un rythme soutenu à moyen terme. L'adoption de mesures d'endiguement plus strictes en raison d'une augmentation du nombre de cas de COVID-19, de graves inondations et certaines ruptures d'approvisionnement laissent présager un ralentissement au troisième trimestre. La production industrielle, les ventes au détail et les investissements ont été inférieurs aux attentes en juillet, mais ont continué de croître. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier est ressorti en baisse à 49,2 en août, faisant état d'une contraction pour la première fois depuis avril 2020, ce qui rend plus probable un ralentissement de ce secteur au troisième trimestre. L'indice des directeurs d'achat relatif aux activités générales dans le secteur des services s'est également inscrit en baisse à 46,7, en raison du durcissement des mesures d'endiguement. Toutefois, mi-août, les nouveaux cas locaux de COVID-19 ont commencé à revenir à des niveaux très bas, et il existe une marge de manœuvre suffisante pour stimuler la croissance si le ralentissement économique s'accélérât. La hausse annuelle des prix à la consommation a diminué, ressortant à 1,0 % en juillet, tandis que la hausse annuelle des prix à la production s'est inscrite en hausse à 9 % le même mois, après un léger recul à 8,8 % en juin, principalement sous l'effet de fortes hausses des prix dans les secteurs des industries énergétiques et minières. Dans l'ensemble, la hausse des prix à la consommation reste modérée, principalement en raison de la poursuite de la déflation des prix des denrées alimentaires dans un contexte de normalisation des prix du porc, tandis que les prix du carburant ont augmenté.

Au Japon, les restrictions liées à la pandémie de COVID-19 ont continué de peser sur l'activité économique, repoussant la reprise vers la fin de 2021. La reprise après le choc initial de la COVID-19 a marqué le pas début 2021, les restrictions ayant été durcies dans un contexte de hausse des infections. En conséquence, le PIB en volume s'est contracté au premier trimestre. L'activité économique s'est légèrement redressée au deuxième trimestre, le rebond de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, ayant été plus robuste que prévu, dans le contexte de nouvelles mesures de lutte contre les infections en avril et en mai. Une augmentation rapide des cas de COVID-19 a alors déclenché la déclaration d'un quatrième état d'urgence dans un certain nombre de préfectures (dont Tokyo). Si la baisse associée de la mobilité a été limitée dans un premier temps, elle est récemment devenue plus importante, l'indice des directeurs d'achat d'août pour les services continuant de baisser pour s'établir à 42,9. La production industrielle a diminué en juillet et l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier a baissé en août, s'inscrivant à 51. Une reprise plus forte est attendue vers le dernier trimestre, en supposant que la situation sanitaire s'améliore progressivement dans un contexte de progression constante de la campagne de vaccination et que les mesures de lutte contre les infections soient levées. Le soutien continu apporté par les politiques budgétaire et monétaire, ainsi que la poursuite de la reprise de la demande extérieure, devraient conforter la croissance à l'avenir. La hausse annuelle de l'IPC total est passée de – 0,5 % à – 0,3 % en juillet, tandis que l'inflation sous-jacente est passée à – 0,8 % (après – 1,1 % le mois précédent). La hausse des prix de l'énergie et des frais d'hébergement a contribué à la hausse de l'inflation et a permis de compenser les

effets de fortes baisses des tarifs de téléphonie mobile. L'inflation sous-jacente, hors facteurs spécifiques, est probablement restée orientée à la hausse, ce qui laisse présager une dynamique plus positive que ne l'indiquent les chiffres de l'inflation globale.

Dans les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE, l'activité économique devrait se raffermir progressivement, soutenue par des mesures de relance budgétaire et monétaire. La reprise dans cette région s'est modérée au cours du premier semestre 2021, une nouvelle vague d'infections à la COVID-19 ayant pesé sur l'activité. Le PIB en volume devrait rebondir et rester soutenu au cours de l'année, la poursuite de l'assouplissement des restrictions et la hausse des taux de vaccination devant relancer la croissance. La demande intérieure devrait être le principal moteur de la reprise sous l'effet de la dissipation de l'incertitude et de l'amélioration de la confiance dans un contexte de soutien solide des politiques budgétaire et monétaire.

Dans les grands pays exportateurs de matières premières, un environnement extérieur favorable soutient la reprise de l'activité économique. En Russie, le PIB en volume a atteint ses niveaux d'avant la crise et devrait croître fortement sur l'horizon de projection. L'augmentation de la demande mondiale de pétrole favorise la hausse de la production et des exportations de pétrole. Une reprise prévue de la consommation et de l'investissement devrait également contribuer à la croissance au cours de la période. La persistance d'un niveau élevé des prix des produits alimentaires et la hausse de la demande ont entraîné des tensions inflationnistes qui, à leur tour, ont suscité un resserrement de la politique monétaire. Au Brésil, l'activité économique a résisté à la recrudescence des infections à la COVID-19, soutenue par une forte croissance des exportations et la poursuite d'une reprise des investissements (hors facteurs idiosyncratiques). Le rebond relativement rapide de la confiance des consommateurs et des ventes au détail et la réintroduction, à une échelle moindre qu'en 2020, des transferts vers les familles à faibles revenus et des dispositifs d'aide à l'emploi soutiendront la consommation privée à court terme. La politique monétaire a commencé à se durcir en réponse à la montée des tensions inflationnistes, les prix élevés des matières premières et les facteurs intérieurs (sécheresses dans certaines régions, hausse des tarifs de l'énergie et reprise de la demande) devant maintenir l'inflation à un niveau élevé à court terme.

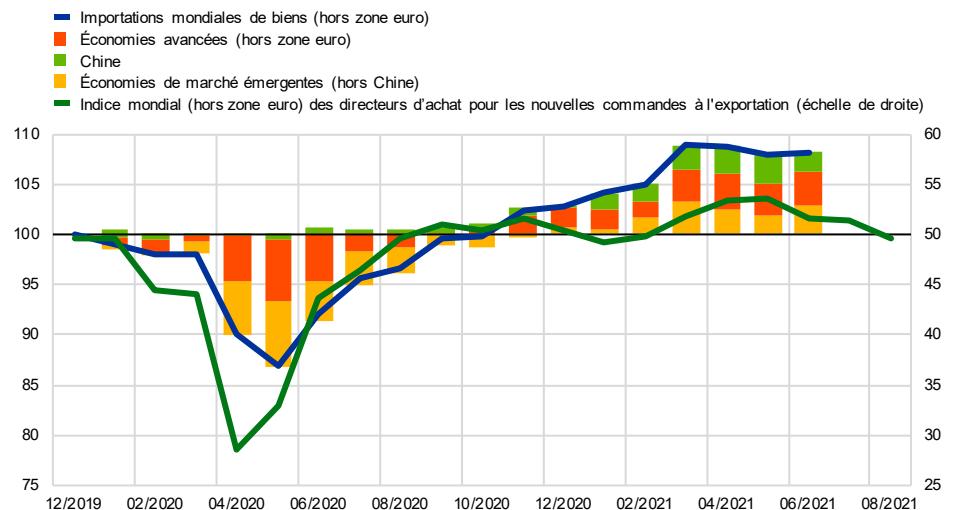
En Turquie, l'économie devrait connaître une croissance régulière à moyen terme. À la suite du choc initial de la COVID-19, l'économie turque a connu une reprise rapide et s'est montrée résistante à la recrudescence ultérieure des infections. Au deuxième trimestre 2021, la croissance du PIB en volume a surpris favorablement, ressortant à 0,9 % en rythme trimestriel. La croissance a été essentiellement soutenue par la consommation des ménages, malgré les nouvelles restrictions introduites en mai et le durcissement des conditions financières, ainsi que par les exportations nettes. À plus long terme, à condition que le récent changement de cap de la politique économique au profit de la stabilité macroéconomique soit durable, la croissance du PIB en volume devrait rester modérée mais devenir plus équilibrée.

Le commerce mondial devrait croître régulièrement à moyen terme, mais des signes de modération à court terme commencent à apparaître. Après la reprise dynamique faisant suite au choc de la COVID-19, le commerce mondial a retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie au premier trimestre 2021. Toutefois, récemment, des signes de modération de la croissance des échanges commerciaux apparaissent, reflétant principalement l'incidence des goulets d'étranglement du côté de l'offre signalés par des données récentes. Les importations de marchandises ont encore diminué en mai, mais sont restées globalement stables en juin, demeurant proches des niveaux élevés observés en mars. Les importations de services restent bien en deçà de leur niveau d'avant la pandémie et peu d'éléments indiquent un élargissement de la reprise. Les données à haute fréquence portant sur les vols internationaux et les réservations d'hôtel indiquent que la croissance du tourisme et d'autres échanges commerciaux liés aux services n'a pas progressé davantage ces derniers mois. L'indice des directeurs d'achat mondial pour les nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière (hors zone euro) a de nouveau fléchi en août, revenant juste en dessous du seuil indiquant une expansion. Dans le même temps, les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat en août étaient toujours supérieurs au pic historique enregistré au plus fort de la pandémie. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre proviennent principalement d'une reprise plus forte que prévu de la demande de produits manufacturés et devraient commencer à se dissiper début 2022. La demande de produits manufacturés a été beaucoup plus soutenue que la demande de services, qui a encore pâti des mesures d'endiguement. Étant donné que les économies sont devenues plus résilientes aux mesures restrictives et que les consommateurs rééquilibrent leurs achats vers les services, le côté de la demande pourrait jouer un rôle moins important dans les goulets d'étranglement. À l'heure actuelle, toutefois, des facteurs idiosyncratiques, tels que les contraintes de capacité dans le secteur des semi-conducteurs, les flambées de COVID-19 et les conditions météorologiques extrêmes, entraînent des perturbations du côté de l'offre.

Graphique 2

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

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



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

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

La demande extérieure adressée à la zone euro devrait augmenter grâce à un environnement extérieur plus favorable. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait croître de 9,2 % cette année et de 5,5 % et 3,7 % en 2022 et 2023, respectivement. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, cela représente une révision à la hausse de 0,6 point de pourcentage pour 2021 et de 0,3 point de pourcentage par an pour 2022 et 2023. Pour 2021, cette évolution reflète en grande partie le résultat meilleur que prévu enregistré par les importations mondiales au premier trimestre 2021, en particulier dans les économies de marché émergentes, les échanges commerciaux ayant relativement bien résisté aux facteurs défavorables affectant l'économie. Pour 2022 et 2023, la révision à la hausse est liée à une amélioration des perspectives de croissance mondiale et reflète la procyclicité plus forte des échanges commerciaux durant une phase de reprise économique. Les importations mondiales (hors zone euro) ont également été révisées à la hausse sur l'horizon de projection et devrait augmenter de 11,9 % en 2021, 5,3 % en 2022 et 4,1 % en 2023.

Les risques entourant les projections de référence sont considérés comme orientés à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour l'inflation mondiale. Conformément aux exercices de projection précédents, deux scénarios alternatifs relatifs aux perspectives économiques mondiales sont utilisés pour illustrer l'incertitude entourant l'évolution future de la pandémie. Ces scénarios reflètent l'interaction entre les évolutions de la pandémie et la trajectoire d'évolution associée des mesures d'endiguement³. De plus, les risques à la hausse pour

³ Pour plus de précisions, cf. l'encadré 4 des « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021 », publié sur le site internet de la BCE le 9 septembre 2021.

l'inflation mondiale ont trait principalement à la possibilité que les tensions inflationnistes actuelles prennent un caractère plus durable sous l'effet de goulets d'étranglement plus persistants que prévu actuellement, et alimentent ainsi une hausse des anticipations d'inflation. Cette évolution pourrait à son tour provoquer un durcissement de la politique monétaire plus précoce et plus marqué.

Le durcissement des conditions financières mondiales risquerait de compromettre la reprise économique fragile, en particulier dans les économies de marché émergentes, accroissant la volatilité sur les marchés financiers mondiaux et accentuant l'impact négatif de l'endettement élevé sur la croissance. On estime que ces facteurs l'emportent sur les risques à la hausse entourant les perspectives économiques, qui sont liés à un effet expansionniste plus important que prévu du plan de relance budgétaire américain et à une réduction plus rapide que prévu actuellement de l'épargne accumulée. Par conséquent, les risques entourant la croissance mondiale ne sont plus jugés comme équilibrés, comme dans les projections précédentes, mais sont considérés comme orientés négativement.

Évolutions des prix au niveau mondial

Les prix du pétrole ont légèrement augmenté depuis l'exercice de projection précédent, tandis que le rebond des prix des matières premières non pétrolières s'est interrompu. Un regain de volatilité a également été observé sur le marché pétrolier, les désaccords entre les membres du groupe OPEP+ ayant temporairement entraîné une hausse des prix mondiaux du pétrole, dans un contexte d'amélioration des perspectives de la demande mondiale de pétrole. Les intervenants de marché s'attendent à une augmentation de la demande de pétrole en 2021, les déplacements retrouvant progressivement leurs niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, les prix ont fléchi début août, reflétant la hausse des nouvelles infections à la COVID-19 et les perspectives d'un resserrement de la politique monétaire américaine qui pèsent sur le sentiment à l'égard du risque. Les prix au comptant des matières premières hors énergie ont peu évolué dans les projections de septembre par rapport aux niveaux prévus dans les projections de juin, les baisses récentes des prix des métaux dans un contexte de diminution de la demande et d'utilisation des réserves stratégiques en Chine ayant stoppé le rebond observé entre l'été 2020 et la fin du printemps 2021.

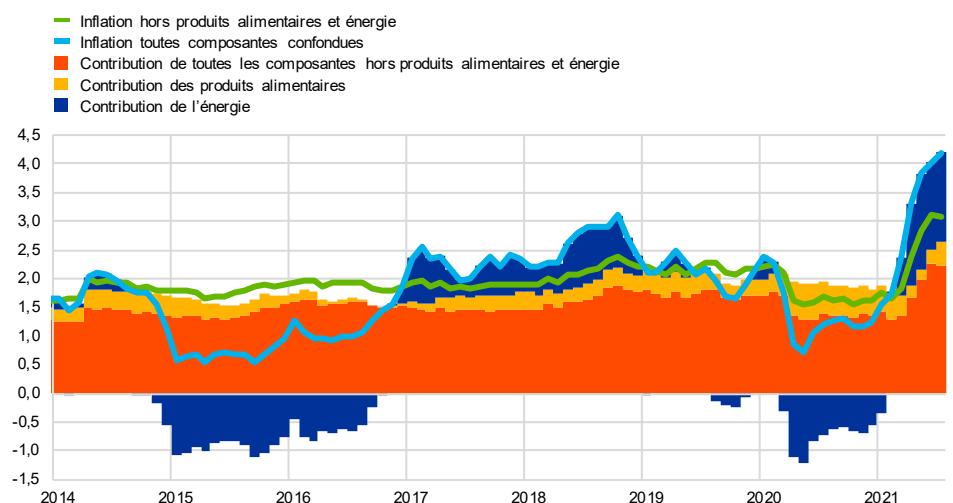
La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale devrait s'accélérer cette année en raison d'effets de base, de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la reprise en cours de la demande, et diminuer sur le reste de l'horizon de projection. La hausse des prix du pétrole et des matières premières non pétrolières, l'augmentation des coûts du fret maritime et les frictions au niveau des chaînes d'approvisionnement ont accentué les tensions inflationnistes. Cette évolution est particulièrement visible dans les économies avancées, où la réouverture et l'important soutien des autorités publiques ont déclenché une forte demande de la part des consommateurs. En liaison avec cette évolution, les derniers chiffres relatifs à la hausse des prix à la consommation sont passés au-dessus des moyennes historiques dans la majorité des économies avancées. Dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement

économiques (OCDE), la hausse annuelle de l'IPC total a atteint 4,2 % en juillet contre 4,0 % en juin (graphique 3). Le résultat de juillet a marqué la neuvième hausse consécutive et a principalement résulté de la hausse des prix des produits alimentaires (de 1,9 % à 3,1 %), tandis que la hausse des prix de l'énergie s'est légèrement accentuée (de 16,9 % à 17,4 %), reflétant encore largement des effets de base annuels. La hausse de l'IPC hors produits alimentaires et énergie dans la zone OCDE est restée inchangée à 3,1 %. La hausse annuelle des prix à la consommation est demeurée stable aux États-Unis à 5,4 %, s'est accentuée au Canada et s'est ralentie au Royaume-Uni. Au Japon, après un changement dans l'année de référence, l'inflation totale est restée négative en juillet, quoiqu'en hausse par rapport au mois précédent (ressortant à –0,3 %, après –0,5 %). Parmi les principales économies de marché émergentes hors OCDE, l'inflation totale annuelle a atteint 9,0 % au Brésil, tandis qu'elle est restée stable en Russie et s'est inscrite en baisse en Inde. En Chine, elle est restée stable, à 1 % environ.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

Quand la base de comparaison pour les prix des matières premières sera plus élevée et que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se seront atténués (ce qui est attendu début 2022), la hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale devrait se ralentir. Une tendance similaire est également intégrée dans les projections relatives aux prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale), qui ont sensiblement augmenté au premier semestre de cette année. Les projections relatives à ces prix en 2021 ont été fortement révisées à la hausse, reflétant largement les récentes publications de données dans les pays qui sont les principaux partenaires commerciaux de la zone, ce qui a surpris favorablement par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème ainsi que, dans une moindre mesure, la hausse des prix du pétrole et une demande légèrement plus forte dans les économies avancées.

2

Évolutions financières

Si la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée vers le bas sur les échéances à moyen terme, la partie courte de la courbe est restée largement inchangée, ce qui suggère l'absence d'anticipations d'une modification imminente des taux directeurs à très court terme. Au cours de la période sous revue (du 10 juin au 8 septembre 2021), les taux sans risque à long terme ont diminué dans un premier temps, reflétant entre autres la forward guidance révisée de la BCE, qui avait été communiquée à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, faisant suite à la publication de la nouvelle stratégie de politique monétaire. L'évolution des taux sans risque à long terme s'est par la suite inversée en partie au cours des dernières semaines de la période sur fond de bonnes surprises concernant les chiffres de l'inflation totale et de spéculation quant à un ralentissement du rythme des achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Les écarts de rendement souverains par rapport au taux des swaps au jour le jour (OIS) sont demeurés globalement inchangés dans toutes les juridictions. Les actifs risqués ont globalement fait preuve de résistance face aux inquiétudes croissantes concernant la propagation du variant delta du coronavirus (COVID-19). Les prix des actions ont augmenté, principalement soutenus par une forte reprise des prévisions de croissance des bénéfices des entreprises, évolution qui a été contrebalancée en partie seulement par une hausse des primes de risque sur actions. Reflétant les cours des actions, les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de se resserrer.

L'Eonia et le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 48 points de base et – 57 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue⁴. L'excédent de liquidité a augmenté de 189 milliards d'euros environ, pour s'établir autour de 4 395 milliards, reflétant principalement les achats d'actifs effectués dans le cadre du PEPP et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que le tirage de 109,83 milliards observé lors de la huitième opération TLTRO III. Cet accroissement de l'excédent de liquidité, qui résulte de l'augmentation des actifs liés à la politique monétaire, a été atténué par une diminution nette de 180 milliards d'euros environ des autres actifs au cours de la période sous revue.

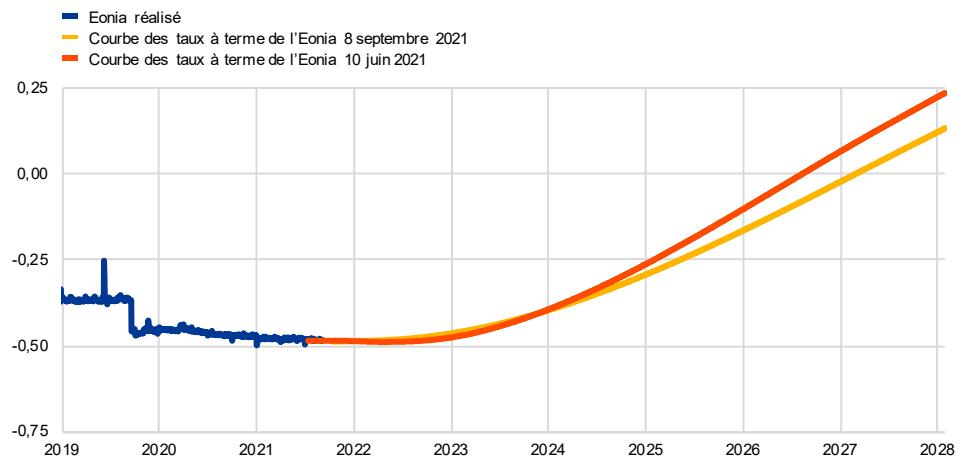
Alors que le comportement à moyen terme de la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacé vers le bas au cours de la période sous revue, la partie courte de la courbe est restée stable (graphique 4). La partie courte de la courbe des taux à terme de l'Eonia, c'est-à-dire sur les horizons s'achevant autour de 2024, est demeurée globalement inchangée, suggérant que les intervenants de marché n'anticipent pas de modification des taux directeurs dans un avenir proche. Toutefois, les taux sur les échéances à moyen terme se sont déplacés vers le bas. Cette évolution reflète en partie la forward guidance révisée de la BCE, communiquée à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, qui a fait

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

suite à la présentation de la nouvelle stratégie de politique monétaire en début de mois.

Graphique 4 Taux à terme de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

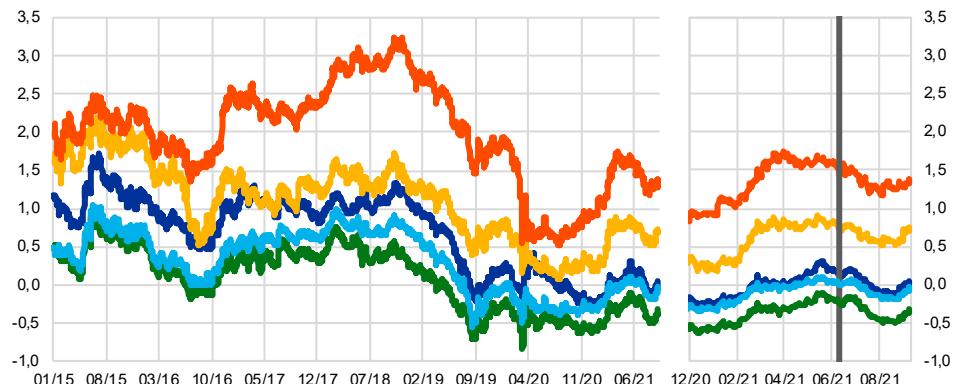
Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue dans un contexte d'anticipations de maintien du soutien apporté par la politique monétaire (graphique 5). Les évolutions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro ont suivi étroitement celles des taux sans risque, les rendements dans les différentes juridictions évoluant de façon parallèle et se rapprochant de leurs points bas historiques dans plusieurs pays au cours de la période sous revue, même si ce recul s'est inversé en partie au cours des dernières semaines de la période. Plus spécifiquement, 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 7 points de base environ pour s'établir, respectivement, à – 0,05 % et – 0,32 %. Un recul analogue a été observé aux États-Unis, où les rendements des obligations souveraines à dix ans ont diminué de 10 points de base pour s'établir à 1,34 %.

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)

- Moyenne pondérée du PIB pour la zone euro
- Royaume-Uni
- États-Unis
- Allemagne
- Taux des OIS à dix ans dans la zone euro



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

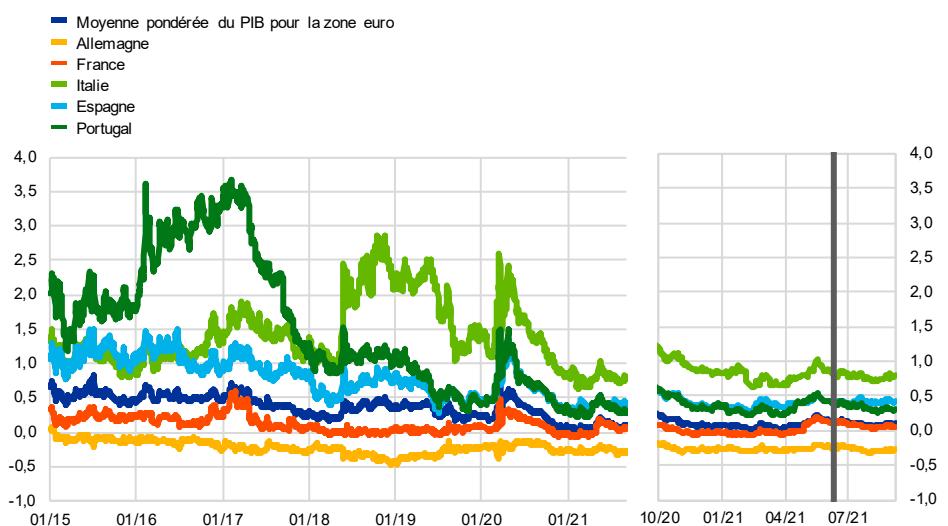
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 juin 2021). La dernière observation se rapporte au 8 septembre 2021.

Les écarts de rendement à long terme des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux OIS sont demeurés globalement inchangés dans l'ensemble des juridictions, soutenus par les décisions de politique monétaire ainsi que par la communication à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet (graphique 6). Les évolutions des différents écarts de rendement souverains par rapport aux taux sans risque ont été très limitées, comme le reflète l'écart du rendement agrégé pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro par rapport au taux OIS correspondant, qui a diminué de 3 points de base pour s'établir à 0,10 %. Par conséquent, malgré une hausse temporaire en début d'été, cette mesure reste proche des très bas niveaux observés vers la fin 2020. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans portugaises et françaises ont diminué de 9 et 7 points de base, respectivement, pour s'établir à 0,31 % et 0,06 %. Au cours de la même période, l'écart de rendement souverain à dix ans en Italie est demeuré inchangé à 0,80 % et en Espagne, il a augmenté de 3 points de base à 0,42 %. Ces mouvements limités ont été probablement favorisés par la décision du Conseil des gouverneurs de juin, confirmée en juillet, de maintenir un rythme d'achats nettement plus élevé au troisième trimestre qu'en début d'année. Dans ce contexte d'évolutions calmes sur les marchés d'obligations souveraines, les premières émissions réalisées dans le cadre du programme *Next Generation EU* (NGEU) ont été placées avec succès sur le marché.

Graphique 6

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

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 juin 2021). La dernière observation se rapporte au 8 septembre 2021.

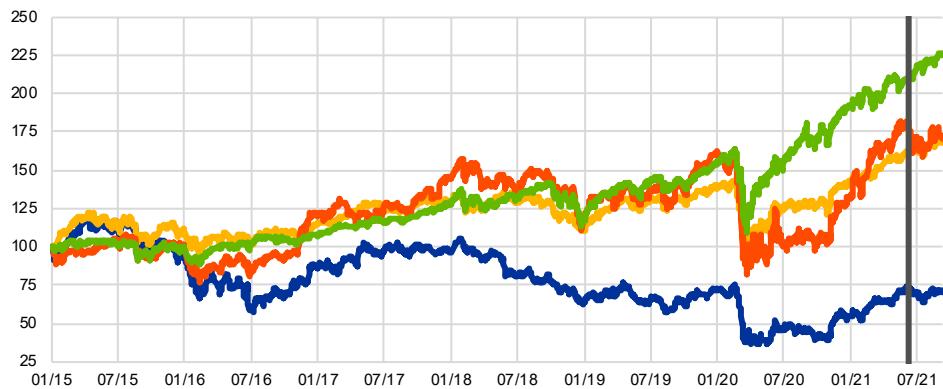
En dépit d'une volatilité temporaire liée aux nouvelles concernant la propagation du variant delta, les prix des actions ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, principalement soutenus par une nouvelle amélioration des anticipations de bénéfices des entreprises (graphique 7). Les prix des actions des sociétés non financières (SNF) dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté de 3,1 % et 6,6 %, respectivement, atteignant des niveaux record aux États-Unis. Les prix des actions bancaires ont légèrement diminué aux États-Unis, tandis que dans la zone euro, ils sont demeurés globalement inchangés. La hausse enregistrée par les actions des SNF a été principalement favorisée par des anticipations de bénéfices robustes des entreprises et une légère baisse des taux d'actualisation, reflétant la poursuite du soutien de la politique monétaire. En revanche, une légère augmentation de la prime de risque sur actions, qui est le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir des actions plutôt que des obligations sans risque, a contribué négativement aux prix des actions dans la zone euro. La hausse des prix des actions a été généralisée, la pandémie de coronavirus continuant toutefois de laisser une empreinte inégale sur les marchés boursiers des différents pays de la zone euro.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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

- Banques, zone euro
- SNF, zone euro
- Banques, États-Unis
- SNF, États-Unis



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

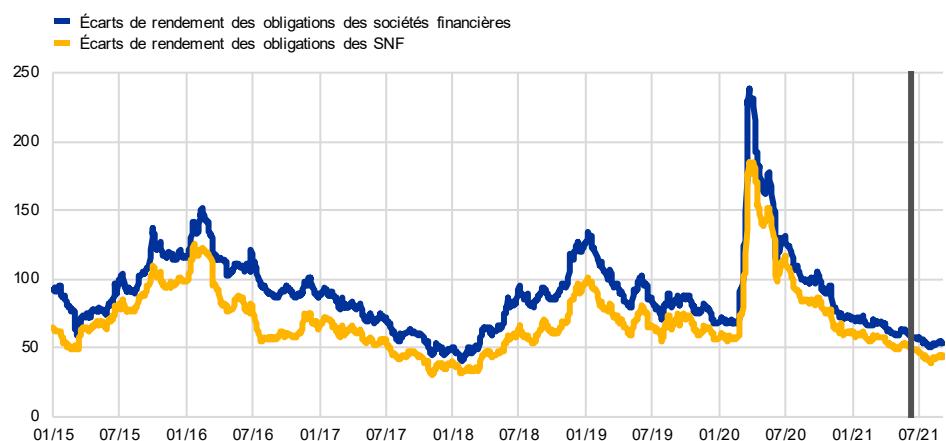
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 juin 2021). La dernière observation se rapporte au 8 septembre 2021.

Les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de se resserrer, confirmant la résilience des marchés des actifs risqués (graphique 8). Reflétant la hausse des cours des actions, les écarts de rendement des obligations des entreprises de la zone euro ont continué de diminuer. Au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier (par rapport au taux sans risque) se sont resserrés d'environ 5 points de base et 4 points de base, respectivement, pour s'établir aux niveaux d'avant la pandémie. La poursuite de la tendance baissière ces derniers mois peut être largement attribuée aux primes excédentaires sur les obligations, c'est-à-dire la composante des écarts de rendement des obligations d'entreprises non expliquée par des facteurs liés à la situation économique, aux conditions du crédit et à l'incertitude, ce qui reflète probablement le maintien du soutien apporté par les autorités publiques. Dans le même temps, des poches de vulnérabilité des entreprises subsistent et le niveau actuel des écarts de rendement semble être fondé sur le maintien du soutien apporté par les autorités publiques.

Graphique 8

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

(en points de base)



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

Notes : Les écarts de rendement correspondent au différentiel entre les taux des swaps sur actifs et le taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (d'une durée résiduelle d'au moins un an) et les mieux notées. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 juin 2021). La dernière observation se rapporte au 8 septembre 2021.

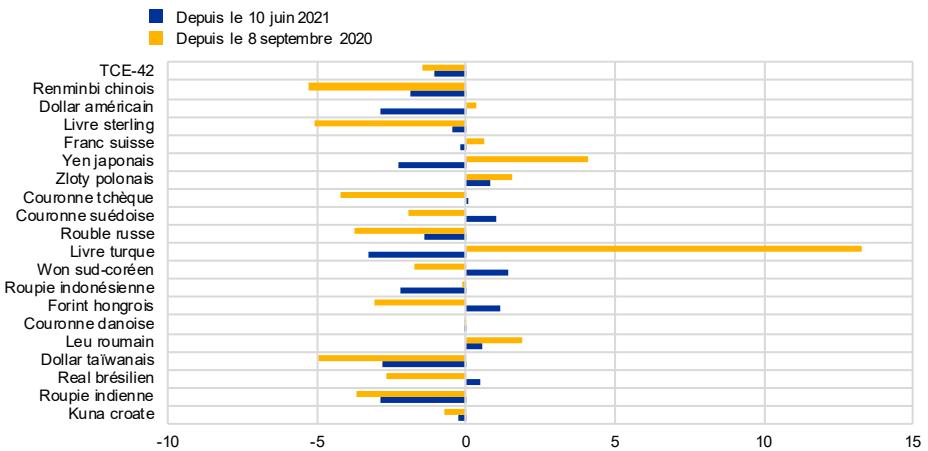
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 9), reflétant un affaiblissement généralisé vis-à-vis de l'ensemble des principales devises.

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 1,1 %. L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 2,9 %), reflétant le creusement du différentiel d'anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme entre la zone euro et les États-Unis, lui-même dû à la normalisation plus rapide attendue de la politique monétaire américaine. L'euro s'est affaibli également vis-à-vis des autres principales devises, notamment du yen japonais (de 2,3 %), du renminbi chinois (de 1,9 %), de la livre sterling (de 0,5 %) et du franc suisse (de 0,2 %). Au cours de la même période, l'euro s'est renforcé par rapport aux devises de plusieurs États membres de l'Union européenne hors zone euro, notamment le forint hongrois (de 1,2 %), la couronne suédoise (de 1,0 %) et le zloty polonais (de 0,8 %).

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 8 septembre 2021.

3

Activité économique

La reprise de l'activité dans la zone euro se confirme de plus en plus. Le PIB en volume a connu un rebond au deuxième trimestre 2021, mais se situe toujours 2,5 % environ au-dessous de son niveau observé avant la pandémie au quatrième trimestre 2019. La demande intérieure, en particulier la consommation privée, a apporté une forte contribution, bénéficiant de la levée progressive des mesures d'endiguement, tandis que les exportations nettes n'ont que légèrement contribué à la croissance du PIB. S'agissant de la production, la valeur ajoutée a été principalement soutenue par un rebond dans les services, alors que l'industrie et la construction n'ont apporté qu'une contribution marginale. Les résultats positifs au deuxième trimestre marquent le début d'un rebond de l'activité économique après les deux trimestres de contraction qui ont accompagné l'adoption de nouvelles mesures d'endiguement plus sévères à la suite de la réurgence de la pandémie de coronavirus (COVID-19) au cours des mois d'hiver.

Au début du second semestre de l'année, les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs ainsi que les indicateurs à haute fréquence allaient dans le sens d'une poursuite de la croissance soutenue au troisième trimestre, malgré la pandémie et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Les enquêtes auprès des entreprises continuent d'indiquer une forte reprise de l'activité dans les services alors que les nouveaux progrès des campagnes de vaccination ont contribué à limiter les hospitalisations malgré une augmentation des infections, ce qui a permis une plus grande normalisation des activités entraînant de nombreux contacts. En revanche, l'activité dans le secteur manufacturier et dans la construction continue d'être freinée par la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre, bien que la confiance demeure à des niveaux élevés.

Après un troisième trimestre qui devrait être soutenu, le rythme de la reprise devrait progressivement se normaliser grâce au nouvel assouplissement des mesures d'endiguement qui devraient permettre les progrès des campagnes de vaccination, et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre devraient s'atténuer. À moyen terme, la reprise économique dans la zone euro devrait être de plus en plus soutenue par une forte demande mondiale parallèlement à un raffermissement de la demande intérieure, ainsi que par la poursuite du soutien apporté par les politiques monétaire et budgétaires. Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de septembre 2021 pour la zone euro établies par les services de la BCE, qui prévoient sur l'horizon de projection une croissance annuelle du PIB en volume de 5,0 % en 2021, de 4,6 % en 2022 et de 2,1 % en 2023, et d'ici la fin de l'année un retour aux niveaux d'activité trimestriels enregistrés avant la pandémie. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives relatives à l'activité économique ont été revues à la hausse pour 2021, en grande partie sous l'effet de résultats meilleurs que prévu au premier semestre, alors qu'elles demeurent globalement inchangées pour 2022 et 2023.

Globalement, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont évalués comme étant largement équilibrés. D'une part, la reprise pourrait être

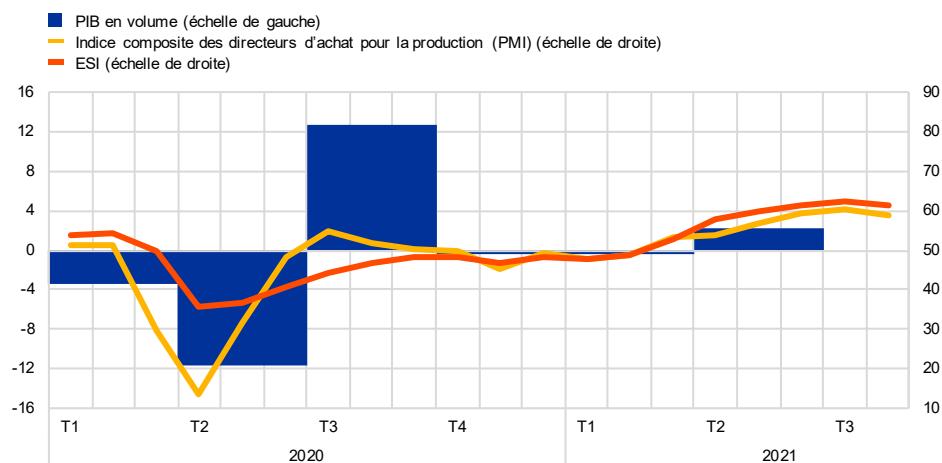
encore plus rapide que prévu si le stock d'épargne accru des ménages résultant de la pandémie se résorbe plus vite qu'escompté, si les perspectives relatives à la demande mondiale continuent de s'améliorer ou si les goulets d'étranglement actuels au niveau de l'offre s'atténuent plus tôt que prévu. D'autre part, la croissance pourrait être inférieure aux prévisions si la pandémie s'intensifiait, sous l'effet de la propagation de nouveaux variants du virus, ou si les perturbations en matière d'approvisionnement persistent toujours et freinent la production dans une plus grande mesure qu'anticisé.

L'activité économique dans la zone euro a rebondi au deuxième trimestre, enregistrant une croissance de 2,2 % en rythme trimestriel, ce qui indique qu'une forte reprise est en cours malgré des facteurs défavorables résultant des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Après la récession technique vers la fin de l'année, le PIB en volume a renoué avec la croissance au deuxième trimestre, bien que des mesures d'endiguement soient restées en vigueur sur l'essentiel de la période (graphique 10). Les chiffres pour le deuxième trimestre ont été supérieurs aux anticipations des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, ce qui reflète une diminution de la sensibilité de l'activité économique aux restrictions liées à la COVID-19, et l'activité trimestrielle est restée inférieure de 2,5 % aux niveaux observés avant la pandémie fin 2019. La croissance au deuxième trimestre résulte largement d'un fort rebond de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, les exportations nettes n'apportant qu'une modeste contribution et les stocks contribuant de façon légèrement négative à la croissance.

Graphique 10

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

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



Sources : Eurostat et Markit.

Notes : Le PIB de la zone euro est présenté sous la forme de taux de croissance trimestriels, tandis que l'indice des directeurs d'achat (PMI) et l'indicateur du climat économique (ESI) sont présentés selon une périodicité mensuelle. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2021 pour le PIB et à août 2021 pour le PMI et l'ESI.

Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont probablement freiné davantage la production industrielle que les services au deuxième trimestre. La valeur ajoutée dans les secteurs de l'industrie et de la construction n'a apporté

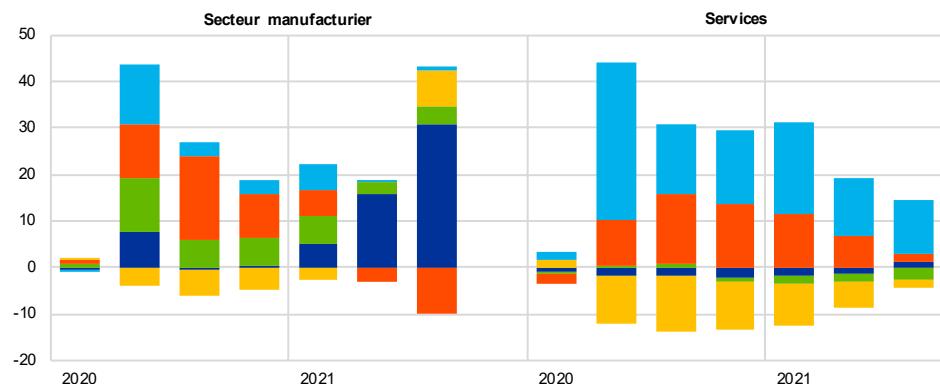
qu'une contribution marginale à la croissance du deuxième trimestre en raison de perturbations persistantes en matière d'approvisionnement (graphique 11), notamment des pénuries généralisées de matières premières (dont les semi-conducteurs, les métaux et les plastiques) et des goulets d'étranglement persistants dans les transports. L'activité dans les services, en revanche, a connu un fort rebond, reflétant un assouplissement progressif des mesures d'endiguement, ce qui a renforcé la confiance et les dépenses des consommateurs.

Graphique 11

Facteurs limitant la production dans la zone euro

(en pourcentage des participants, différence par rapport à la moyenne de long terme)

- Pénurie de matériel, d'espace ou d'équipements
- Pénurie de main-d'œuvre
- Demande insuffisante
- Contraintes financières
- Autre



Source : Commission européenne.

Notes : La moyenne de long terme est calculée pour la période comprise entre 2003 et 2019. Enquête trimestrielle réalisée au cours du premier mois du trimestre. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

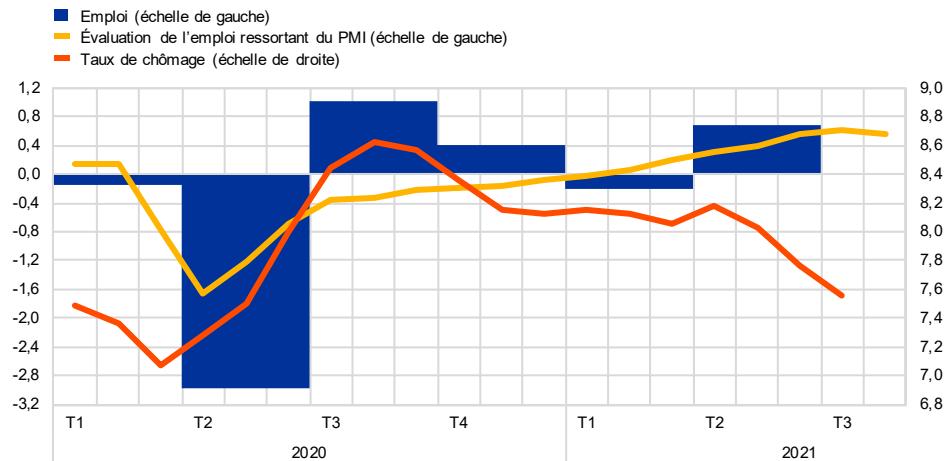
La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est améliorée au deuxième trimestre 2021, et continue de bénéficier des dispositifs de maintien de l'emploi. L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté respectivement de 0,7 % et 2,7 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2021 (graphique 12). Par rapport au quatrième trimestre 2019 avant la pandémie, l'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont diminué de 1,3 % et 4,2 % respectivement, ce qui indique un plus grand ajustement des heures travaillées que de l'emploi en raison du soutien apporté par les dispositifs de maintien de l'emploi en place⁵. Le taux de chômage est ressorti en baisse à 7,6 % en juillet, tandis que le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi a été estimé à 2,7 % de la population active au cours du même mois, soit une baisse substantielle par rapport à la moyenne de 6,2 % enregistrée au cours des cinq premiers mois de l'année en cours, reflétant l'assouplissement des restrictions. Néanmoins, la part des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi demeure substantielle, signe que l'ajustement du marché du travail n'est pas encore achevé.

⁵ Cf. l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 12

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

Les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une poursuite des améliorations sur le marché du travail. L'indicateur composite mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi, qui recouvre l'industrie et les services, est ressorti en légère baisse à 55,7 en août, après 56,1 en juillet, mais demeure bien 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 complètement rétabli depuis son point bas historique d'avril 2020 et se situe actuellement à un niveau encore proche de celui observé en juillet 2021, qui était le plus élevé depuis mars 2000.

Les consommateurs restent prudemment optimistes à mesure que leur situation financière s'améliore, malgré un contexte d'incertitude persistante liée à la pandémie. La consommation privée a fortement rebondi au deuxième trimestre 2021 (de 3,7 % en rythme trimestriel) et devrait poursuivre sa croissance à un rythme soutenu au troisième trimestre compte tenu de l'assouplissement en cours des mesures d'endiguement, des évolutions positives des revenus du travail et des signes de normalisation de la propension des ménages à épargner. La confiance des consommateurs demeure élevée. Après cinq mois consécutifs de hausses, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a légèrement diminué en juillet et en août pour s'établir à – 5,3, ressortant toutefois au-dessus de sa moyenne de long terme de – 10,6 depuis 1990 et de son niveau de – 6,4 observé avant la pandémie en février 2020. Si, en juin, les immatriculations de voitures sont restées inférieures de 20 % à leur niveau d'avant la pandémie, les dépenses modérées en matière de voitures reflètent probablement les contraintes d'offre persistantes plutôt qu'une faiblesse de la demande des consommateurs. C'est ce que suggèrent d'une part la confiance élevée dans

l'industrie et d'autre part la production industrielle modérée du secteur automobile⁶. Après deux mois de croissance positive, le volume du commerce de détail a diminué en juillet, de 2,3 % en rythme mensuel, mais reste 2,6 % au-dessus de son niveau de février 2020.

Selon les estimations, le revenu réel disponible des ménages a connu une forte croissance au deuxième trimestre 2021 qui devrait se renforcer encore au troisième trimestre. Cette hausse est soutenue par la rémunération du travail, qui, par rapport à d'autres sources de revenu, va généralement de pair avec une plus forte propension à consommer. C'est ce que corroborent les informations mensuelles relatives aux flux des dépôts bancaires des ménages, qui indiquent une certaine normalisation au cours de la période avril-juillet 2021. Néanmoins, une analyse des facteurs d'augmentation des flux d'épargne des ménages en lien avec la pandémie n'indique pas de forte probabilité que cette épargne accumulée sera immédiatement réabsorbée à des fins de consommation⁷. Cette évaluation est confirmée par les données d'enquêtes récentes de la Commission européenne, qui indiquent que les ménages s'attendent à ce que le niveau de leurs gros achats au cours des douze prochains mois soit comparable à ceux observés avant la crise. En outre, compte tenu de l'incertitude persistante en lien avec la pandémie, les participants à l'enquête d'août 2021 de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) ne s'attendent pas à ce que les interactions économiques et sociales redeviennent normales avant le printemps 2022.

L'investissement (hors construction) des entreprises s'est amélioré au deuxième trimestre 2021, et les indicateurs à court terme signalent une poursuite de la forte demande de biens d'équipement. L'investissement hors construction de la zone euro a augmenté de 1,0 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2021, après une contraction similaire au trimestre précédent, mais demeure 17 % au-dessous de son niveau observé avant la pandémie au dernier trimestre 2019. Dans les principaux pays de la zone euro, l'investissement hors construction a augmenté en Allemagne, en France et en Italie au deuxième trimestre, tandis qu'il a diminué en Espagne et est demeuré globalement stable aux Pays Bas. En outre, l'investissement en matériel de transport s'est contracté dans la zone euro pour le deuxième trimestre consécutif, probablement en lien avec les pénuries de consommations intermédiaires résultant des perturbations persistantes de la chaîne d'approvisionnement, tandis que la composante du matériel hors transport a relativement bien résisté. Les indicateurs à court terme pour le troisième trimestre 2021 suggèrent une forte demande de biens d'équipement, malgré des goulets d'étranglement persistants dans les chaînes d'approvisionnement : les nouvelles commandes de biens d'équipement sont en hausse, l'indice des directeurs d'achat pour juillet et août a continué d'afficher clairement une croissance, tandis que les délais de livraison des fournisseurs se sont légèrement améliorés, mais demeurent longs. Par conséquent, les anticipations relatives à la production se sont améliorées en août. Cependant, les entreprises du secteur des biens d'équipement

⁶ Cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

⁷ Cf. le récent encadré intitulé « **COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation** », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

évoquent actuellement les pénuries de matériaux et d'équipements comme étant un facteur essentiel limitant l'offre dans la zone euro, tandis que la part des entreprises faisant état de problèmes liés à la demande demeure faible. Les pénuries de main-d'œuvre sont actuellement signalées comme étant bien au-dessus de leur moyenne de long terme, mais seulement pour une part relativement faible d'entreprises de ce secteur. Des informations récentes issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire confirment également l'amélioration des perspectives d'investissement⁸. Les banques ont fait état d'une augmentation de la demande de prêts à des fins d'investissement fixe au deuxième trimestre 2021 et prévoient une amélioration de la demande de prêts à long terme (généralement utilisés pour financer l'investissement) au troisième trimestre 2021. Bien que des risques à moyen terme continuent de peser sur les perspectives d'investissement en raison de possibles vulnérabilités des entreprises⁹, une résorption progressive des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, attendue au cours des trimestres à venir, devrait soutenir les perspectives d'investissement.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de croître au deuxième trimestre et devrait rester soutenu, malgré une hausse des facteurs défavorables du côté de l'offre. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre pour dépasser de 1,2 % son niveau observé avant la crise au dernier trimestre 2019. Il devrait poursuivre sa tendance positive dans la zone euro au second semestre 2021, malgré un nouvel durcissement des contraintes pesant sur l'offre. Si l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de la production dans la construction a légèrement diminué lors des deux premiers mois du troisième trimestre, il est cependant resté bien au-dessus de sa moyenne de long terme. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur du logement a augmenté en août par rapport au mois précédent, poursuivant sa croissance en territoire positif. Selon les données d'enquêtes de la Commission européenne, la demande de logements a été robuste jusqu'à récemment, comme le reflètent le niveau élevé des intentions à court terme des consommateurs d'acheter ou de construire un logement ainsi qu'une nouvelle amélioration significative des évaluations des entreprises relatives au niveau global des commandes. Si l'expiration de certaines mesures d'aide gouvernementales liées à la crise pourrait entraîner une normalisation de la demande de logements, pour le moment l'évolution de l'investissement dans l'immobilier résidentiel reste particulièrement affectée par des contraintes d'offre. Ces contraintes ont continué de se durcir, et se sont accompagnées, en juillet et en août, d'un nouvel accroissement des limites perçues à la production dans la construction du fait des pénuries de matériaux et de main-d'œuvre, après les fortes hausses déjà observées au deuxième trimestre. Des goulets d'étranglement au niveau de l'offre se reflètent également dans les enquêtes PMI pour le secteur de la construction, qui indiquent de très longs délais de livraison des fournisseurs. Globalement, il est probable que ces contraintes d'offre constituent des risques pour la vigueur actuelle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel à court terme.

⁸ Cf. « [l'enquête de juillet 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) ».

⁹ Pour une vue d'ensemble plus large de la situation financière des sociétés non financières durant la pandémie, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

La croissance des exportations de la zone euro a continué d'être modérée au deuxième trimestre 2021. Les exportations de la zone euro ont augmenté de 2,2 % au deuxième trimestre 2021, freinées par l'atonie des exportations de biens manufacturés, les contraintes liées au transport maritime et aux intrants continuant de peser négativement¹⁰. Les données nominales relatives aux exportations de biens ont affiché une contraction de – 0,7 % en rythme mensuel en juin. La baisse a été généralisée : la Turquie, l'Amérique du Nord et le Mexique ont constitué les seules exceptions parmi les principaux pays destinataires des exportations. À plus long terme, les indicateurs des exportations de biens fondés sur les commandes signalent une dynamique forte, mais qui se ralentit, au fur et à mesure de la normalisation de l'activité et des échanges à l'échelle mondiale. Les exportations de services devraient continuer de croître, l'assouplissement des restrictions à la mobilité bénéficiant aux exportations de services de voyage. Les importations de biens de la zone euro et les échanges intra-zone, qui ont affiché des taux de croissance marqués sous l'effet de la forte reprise de la demande intérieure, se sont affaiblies en juin. Alors que les importations totales se sont accrues de 2,3 % en rythme trimestriel, les exportations nettes ont apporté une contribution légèrement positive au PIB (0,1 point de pourcentage) au deuxième trimestre 2021.

Les informations disponibles indiquent une nouvelle amélioration de l'activité dans la zone euro au second semestre de l'année. Si les données d'enquêtes se sont récemment modérées après les points hauts enregistrés fin juin, elles continuent de confirmer une croissance robuste au troisième trimestre 2021, malgré des contraintes d'offre persistantes et qui se généralisent, en particulier dans le secteur manufacturier (graphique 11). L'indice composite des directeurs d'achat pour la production a poursuivi sa hausse, s'établissant en moyenne à 59,6 en juillet et en août, malgré une légère stabilisation en août, après 56,8 au deuxième trimestre. Cela reflète principalement la poursuite du renforcement de l'activité dans les services, tandis que l'activité dans le secteur manufacturier, bien que toujours soutenue, continue d'être affectée par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne confirme également une croissance plus forte au troisième trimestre, malgré une légère baisse en août après le point haut historique observé en juillet. La confiance des consommateurs demeure élevée en raison de la levée de la plupart des restrictions qui pesaient sur les activités de loisir, et ce grâce aux progrès importants des campagnes de vaccination qui ont contribué à limiter les hospitalisations et les décès en dépit de quelques résurgences du nombre d'infections au cours des derniers mois. Les intentions d'investissement continuent de s'améliorer et augmentent grâce la mise en œuvre des fonds au titre du programme *Next Generation EU*, et une politique monétaire accommodante continue de soutenir la reprise et plus largement la stabilité financière. Cependant, l'incertitude reste élevée – notamment en raison de la propagation de variants nouveaux et plus contagieux ainsi que des contraintes persistantes sur la production du fait des goulets d'étranglement au niveau de l'offre – et rien n'indique encore clairement que

¹⁰ Pour de plus amples informations, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

tous les secteurs se remettront rapidement et intégralement des répercussions de la pandémie.

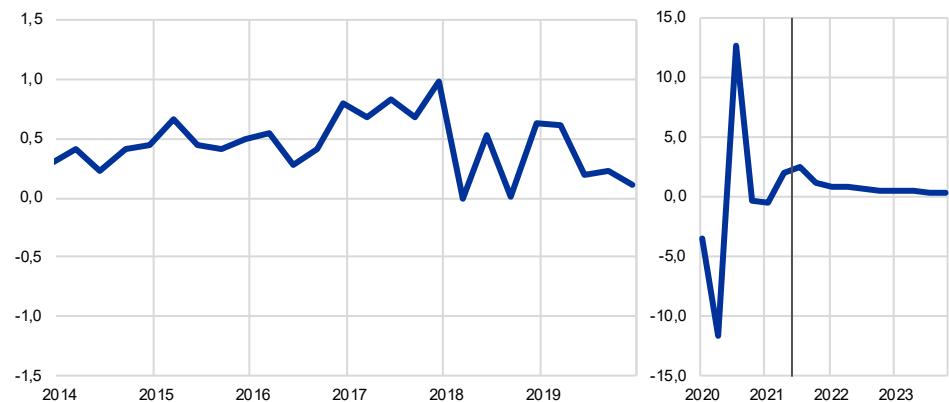
La pandémie actuelle de COVID-19 continue de poser des difficultés pour l'avenir, mais la reprise suit son cours. Malgré de légères extensions des mesures d'endiguement localisées et des goulets d'étranglement persistants sur la production dans certains pays de la zone euro, les perspectives de croissance restent soutenues en raison d'une généralisation de la reprise de l'activité dans les principaux secteurs, de la poursuite des progrès des campagnes de vaccination, d'un marché du travail favorable, des effets d'apprentissage liés à la pandémie, d'une forte demande extérieure ainsi que de la poursuite du soutien apporté par les politiques monétaire et budgétaires. C'est ce que reflètent les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance du PIB annuel en volume de 5,0 % en 2021, de 4,6 % en 2022 et de 2,1 % en 2023 (graphique 13). La révision à la hausse de 0,4 point de pourcentage de la croissance pour 2021 reflète dans une large mesure des résultats meilleurs que prévu au cours des deux premiers trimestres de l'année par rapport aux projections de juin et une certaine compensation de la croissance trimestrielle prévue pour le second semestre de l'année. Le profil de croissance pour 2022 et 2023 demeure globalement inchangé. L'activité dans la zone euro devrait retrouver ses niveaux trimestriels d'avant la pandémie d'ici le dernier trimestre 2021, soit un trimestre plus tôt que prévu dans les projections de juin 2021, tirée par la suite par un raffermissement de la demande intérieure, sur la base de l'hypothèse d'une poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement au cours des trimestres à venir, d'une résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre d'ici début 2022, d'un nouveau renforcement de la reprise mondiale et du maintien des importantes mesures de soutien publiques¹¹.

¹¹ Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021](#) » publié le 9 septembre 2021 sur le site internet de la BCE.

Graphique 13

Croissance du PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021](#) » publié le 9 septembre 2021 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les données sont corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés. Les données historiques peuvent différer des dernières publications d'Eurostat en raison de données publiées après la date d'arrêté des projections. La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Ce graphique ne contient pas de fourchettes de projection. En effet, le calcul usuel des fourchettes (à partir des erreurs de projections historiques) ne rendrait pas compte de l'incertitude élevée liée à la pandémie de COVID-19. Par conséquent, des scénarios alternatifs reposant sur des hypothèses différentes concernant l'évolution future de la pandémie de COVID-19, des mesures d'endiguement associées et de l'ampleur des séquelles économiques sont présentés dans l'encadré 4 de l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021](#) ».

4

Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a continué de s'accélérer, ressortant à 3,0 % en août 2021, après 2,2 % en juillet et 1,9 % en juin. L'inflation devrait poursuivre sa hausse à l'automne, avant un ralentissement l'année prochaine. Ce regain temporaire de l'inflation reflète essentiellement la forte hausse des cours du pétrole depuis le milieu de l'année dernière environ, la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, le report des soldes d'été en 2020 et les tensions sur les coûts découlant des pénuries provisoires de matériaux et d'équipements. En 2022, ces facteurs devraient s'estomper ou n'entreront plus dans le calcul de l'inflation en glissement annuel. Les tensions inflationnistes sous-jacentes se sont renforcées. Avec la poursuite de la reprise économique, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à moyen terme, grâce au soutien apporté par les mesures de politique monétaire. Cette augmentation devrait n'être que graduelle, car il faudra encore du temps avant que l'économie ne retrouve son plein potentiel. Par conséquent, les salaires ne devraient progresser que modérément. L'augmentation des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'est poursuivie, même si elles restent assez éloignées de la cible de 2 %. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 2,2 % en 2021, 1,7 % en 2022 et 1,5 % en 2023. Pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la hausse prévue est de 1,3 %, 1,4 % et 1,5 %, respectivement. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse à la fois pour l'IPCH total et pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

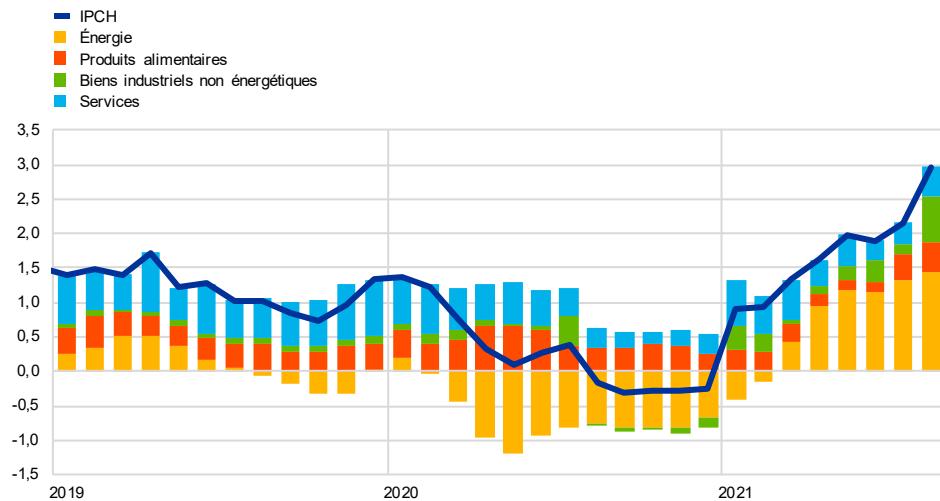
La hausse annuelle de l'IPCH s'est accélérée en juillet et en août, largement en raison de facteurs temporaires. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est établie à 3,0 % en août, après 2,2 % en juillet et 1,9 % en juin (graphique 14). Une accélération de la hausse des prix de l'énergie due à des effets de base positifs et à de fortes augmentations en rythme mensuel (correspondant à un taux de variation annuel de 15,4 % en août) a été l'un des principaux déterminants des hausses de l'inflation récemment enregistrées. La dynamique des prix des produits alimentaires s'est également renforcée, passant, en glissement annuel, de 0,5 % en juin à 1,6 % en juillet et 2,0 % en août. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est établie à 1,6 % en août, après être revenue de 0,9 % en juin à 0,7 % en juillet. La récente volatilité de l'IPCHX résulte essentiellement des mouvements de la composante biens industriels non énergétiques, pour laquelle les prix se sont fortement accrus en août par rapport à un an auparavant. La part des rubriques pour lesquelles les prix ont été imputés est demeurée au bas niveau atteint en juin, ce qui a permis de contenir l'incertitude qui entoure le signal de la dynamique sous-jacente des prix par comparaison avec la situation observée lors des premiers mois de l'année ¹².

¹² La part des imputations de prix pour les rubriques de l'IPCH s'est établie à 3 % en juillet et 4 % en août, contre 13 % en janvier. La part des imputations de prix pour l'IPCHX est demeurée faible, à 3 % en juillet et 5 % en août, contre 18 % en janvier.

Graphique 14

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 août 2021 (estimation rapide).

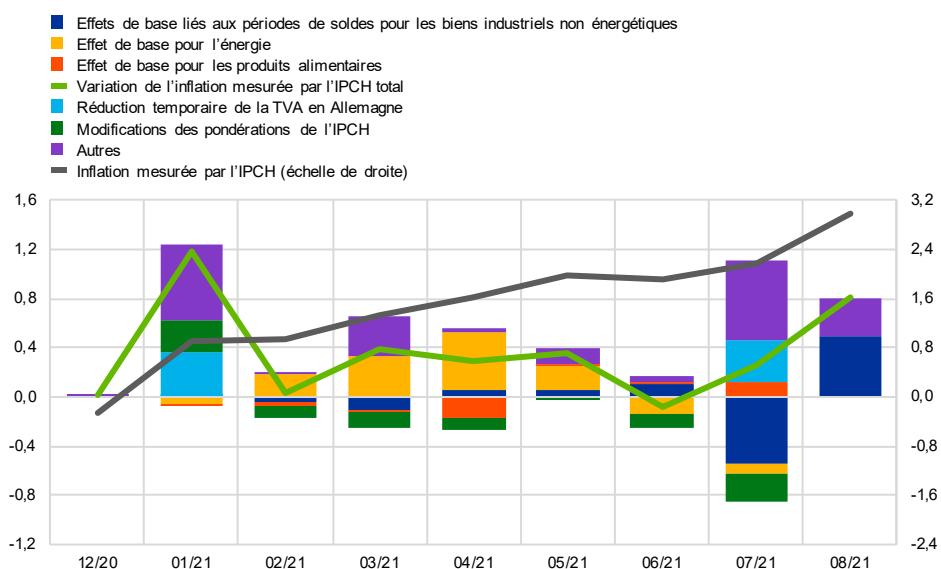
Outre l'impact haussier des évolutions des prix de l'énergie, l'inflation totale a continué d'être influencée par d'autres facteurs temporaires (graphique 15).

Ces derniers mois, ces facteurs ont influé sur le profil de l'inflation. La suppression en janvier 2021 de la réduction temporaire de la TVA appliquée en Allemagne au second semestre 2020 entraînera des effets de base haussiers au second semestre de cette année. Les modifications du calendrier et de l'étendue des périodes de soldes dans les magasins de certains pays de la zone euro ont exercé un fort impact haussier sur le taux de variation annuel des prix des biens industriels non énergétiques (2,7 % en août, après 0,7 % en juillet), le portant nettement au-dessus de sa moyenne à long terme de 0,6 %. Les effets de base liés aux périodes de soldes ont représenté environ 0,5 point de pourcentage de l'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques de juillet à août. Cela étant, les hausses récentes sont également en partie liées aux tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement résultant de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des livraisons. Selon les estimations, la variation des pondérations de l'IPCH pour 2021 (graphique 15) n'a pas eu d'impact supplémentaire en août, ce qui implique que l'impact baissier sur le taux d'inflation annuel a été de même amplitude en août qu'en juillet. Selon les estimations, l'inflation totale et l'inflation mesurée par l'IPCHX nettes des effets des variations des pondérations de l'IPCH se sont établies à un niveau supérieur de près de 0,5 point de pourcentage en août. Les effets pondération de l'IPCH devraient entraîner une certaine volatilité ces prochains mois. La plupart des facteurs déterminant actuellement l'inflation totale devraient graduellement disparaître des taux de croissance annuels début 2022. Cela vaut en particulier pour l'impact de la TVA et le taux de variation des prix de l'énergie, actuellement très élevé (plus de 10 % depuis avril 2021).

Graphique 15

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

(variations et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Deutsche Bundesbank, NIPE de septembre 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. On fait l'hypothèse que les effets des pondérations en août sont égaux à ceux de juillet, mais peuvent évoluer avec la publication de l'IPCH final, quand des estimations correctes pourront être calculées. Les dernières observations se rapportent à août 2021.

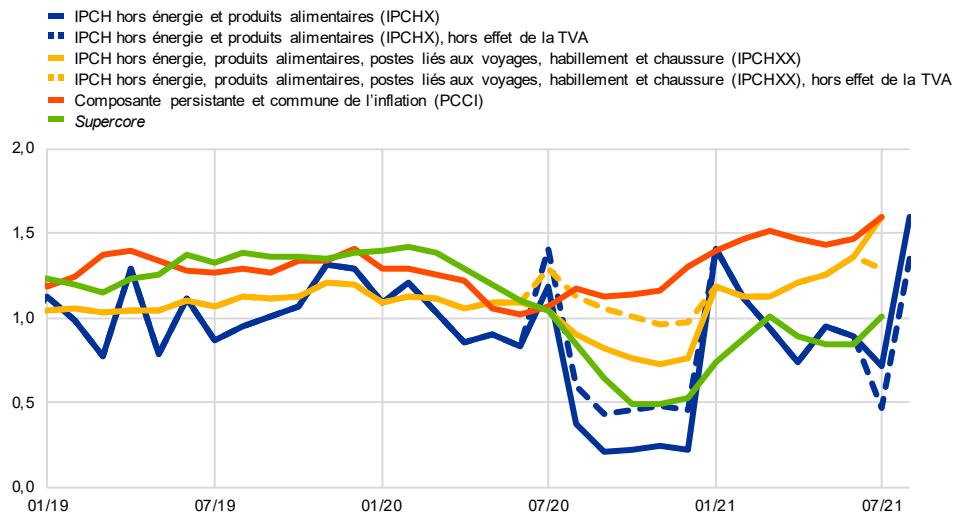
La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté récemment, s'établissant dans certains cas au-dessus des taux observés avant la pandémie de coronavirus (COVID-19) (graphique 16). À l'exception de l'IPCHX, les dernières données disponibles pour les mesures de l'inflation sous-jacente se rapportent à juillet 2021. L'inflation mesurée par l'IPCHXX, c'est-à-dire l'IPCHX hors habillement et postes liés aux voyages, est ressortie à 1,6 % en juillet, après 1,4 % en juin. La Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) fondée sur un modèle, qui est moins affectée par les modifications des pondérations et la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, est ressortie à 1,6 % en juillet, après 1,5 % en juin. La mesure supercore s'est inscrite à 1,0 % en juillet, après 0,8 % en juin. La part des rubriques de l'IPCHX dont les prix ont varié de plus de 2 % a atteint 36 % en juillet, soit un niveau plus élevé qu'avant la pandémie. Toutefois, les mesures de l'inflation sous-jacente restent nettement inférieures à 2 % au stade actuel¹³.

¹³ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 16

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat 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. Les dernières observations se rapportent à août 2021 pour l'IPCHX (estimation rapide) et à juillet 2021 pour toutes les autres mesures.

Les tensions observées en amont de la chaîne des prix pour les rubriques des biens industriels non énergétiques ont continué de s'accentuer ces derniers mois. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro, qui est un indicateur des tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement, s'est établie à 1,9 % en juillet (après 1,4 % en juin et 1,3 % en mai), bien au-dessus de sa moyenne de long terme de 0,6 %. Le taux annuel correspondant de variation des prix à l'importation est devenu positif, à 1,2 % en juillet et 0,1 % en juin, en hausse de 2,0 points de pourcentage et 0,9 point de pourcentage par rapport à son niveau de mai, respectivement. Cette évolution peut en partie refléter des tensions à la hausse liées à la récente dépréciation du taux de change effectif de l'euro. En amont de la chaîne des prix intérieurs, le taux de croissance annuel des prix des biens intermédiaires s'est établi à 12,6 % en juillet et 10,7 % en juin, en hausse de 3,3 points de pourcentage et de 1,4 point de pourcentage par rapport à mai, respectivement. Les prix à l'importation se sont également accrus, passant de 10,6 % en mai à 12,5 % en juin et 13,8 % en juillet. On peut donc s'attendre à des tensions à la hausse supplémentaires sur les prix des biens industriels non énergétiques dans les prochains mois, reflétant l'évolution récente des coûts des intrants. Toutefois, l'ampleur et la rapidité de leur répercussion aux stades finaux de la production et sur les prix à la consommation demeurent incertains. Elles dépendront principalement de la persistance des chocs de coûts des intrants mondiaux au cours des prochains trimestres.

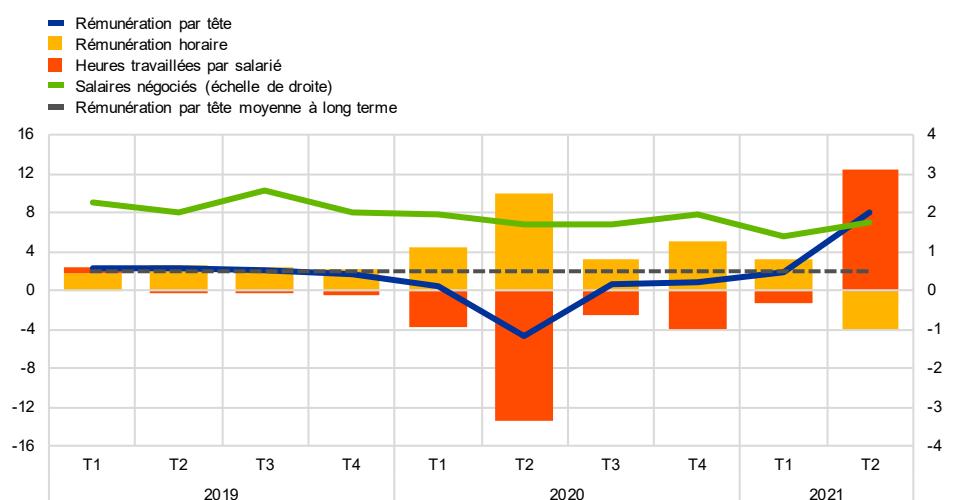
Les mesures de la croissance des salaires dans la zone euro sont influencées par des facteurs temporaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie en hausse à 8,0 % au deuxième trimestre, contre 1,9 % au premier trimestre (graphique 17). Cette forte augmentation reflète le taux de croissance

annuel des heures travaillées par salarié, qui est ressorti à 12,4 % au deuxième trimestre, en raison d'effets de base liés à la pandémie. La variation annuelle de la rémunération horaire est revenue à – 3,9 % au deuxième trimestre, contre 3,1 % au trimestre précédent, la hausse des heures travaillées par salarié compensant largement celle de la rémunération par tête. Les salaires négociés ont augmenté de 1,7 % au deuxième trimestre 2021, après 1,4 % au premier trimestre, principalement sous l'effet de paiements exceptionnels liés à la pandémie dans différents pays.

Graphique 17

Contribution des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

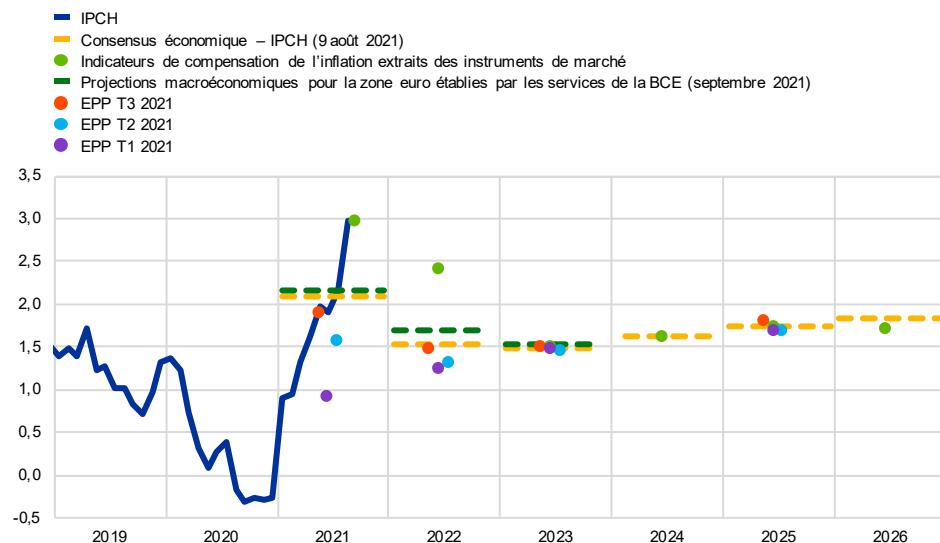
Notes : La croissance moyenne à long terme de la rémunération par tête est calculée à partir du premier trimestre 1999. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2021.

Les indicateurs de compensation de l'inflation à long terme extraits des instruments de marché ont augmenté, tandis que les mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation confirment les signes d'un point d'inflexion à différents horizons temporels. Les swaps indexés sur l'inflation (*inflation-linked swaps, ILS*) à long terme s'inscrivent en hausse depuis la mi-juillet 2021. Par exemple, le taux anticipé des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté d'environ 10 points de base au cours de la période sous revue, ressortant à 1,7 % pour la première fois depuis près de trois ans. L'internalisation graduelle par les intervenants de marché de la nouvelle définition de la cible d'inflation de la BCE et des révisions de la *forward guidance* qui ont suivi à cet égard, peuvent avoir contribué à ce redressement de la compensation de l'inflation extraite des instruments de marché. Selon les résultats de l'[enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels \(EPP\)](#) pour le troisième trimestre 2021 et les dernières publications du Consensus économique, les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont été révisées à la hausse par rapport au deuxième trimestre (graphique 18).

Graphique 18

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

(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 8 septembre 2021. L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2021 a été réalisée en juillet 2021. La date d'arrêté des projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro est le 26 août 2021 (et le 16 août 2021 pour les hypothèses).

Les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale poursuivra sa hausse modérée jusqu'à la fin de l'année, avant de s'inscrire en baisse au premier semestre 2022 et de se renforcer progressivement vers la fin de l'horizon de projection. Les projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH total indiquent un niveau moyen de 2,2 % en 2021, avec un pic au quatrième trimestre 2021 en raison d'effets de base prononcés. L'inflation totale devrait revenir à 1,7 % en 2022 et 1,5 % en 2023 (graphique 19). Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les taux d'inflation mesurés par l'IPCH ont été révisés à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2021, de 0,2 point de pourcentage pour 2022 et de 0,1 point de pourcentage pour 2023. Ces révisions reflètent les hausses des données récentes relatives à l'inflation et à l'activité économique, ainsi qu'un accroissement des tensions liées à l'offre résultant de perturbations mondiales de la chaîne d'approvisionnement. Abstraction faite de la forte hausse temporaire des prix enregistrée en 2021, le profil de l'inflation à moyen terme suggère une accentuation des tensions à la hausse sur les prix résultant du redressement de l'activité économique et de la demande, tandis que les tensions à la hausse sur les prix liées à l'offre devraient se dissiper. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 1,3 % en 2021, 1,4 % en 2022 et 1,5 % en 2023, avec des révisions à la hausse de 0,2 point de pourcentage en 2021, 0,1 point de pourcentage en 2022 et 0,1 point de pourcentage en 2023 par rapport aux projections de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème.

Graphique 19

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021](#) » publié le 9 septembre 2021 sur le site internet de la BCE.

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2021 (données) et au quatrième trimestre 2023 (projections). La date d'arrêté des données incluses dans les projections est le 26 août 2021 (et le 16 août 2021 pour les hypothèses).

5

Monnaie et crédit

La création monétaire dans la zone euro s'est modérée en juillet 2021, poursuivant sa normalisation après l'expansion monétaire significative associée aux premières vagues de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Le crédit domestique est demeuré le principal moteur de la création monétaire, les achats d'actifs de l'Eurosystème étant le contributeur le plus important. La croissance des prêts au secteur privé s'est stabilisée à des niveaux proches des niveaux de long terme plus faibles observés avant la pandémie, tandis que les conditions de financement sont demeurées très favorables. Le volume total du financement externe des entreprises a diminué au deuxième trimestre 2021. Par rapport à avril 2021, le coût global du financement externe des entreprises a légèrement augmenté en juillet 2021, principalement en raison de l'augmentation du coût des fonds propres, le coût de l'endettement de marché ayant légèrement diminué et le coût des prêts bancaires demeurant globalement inchangé.

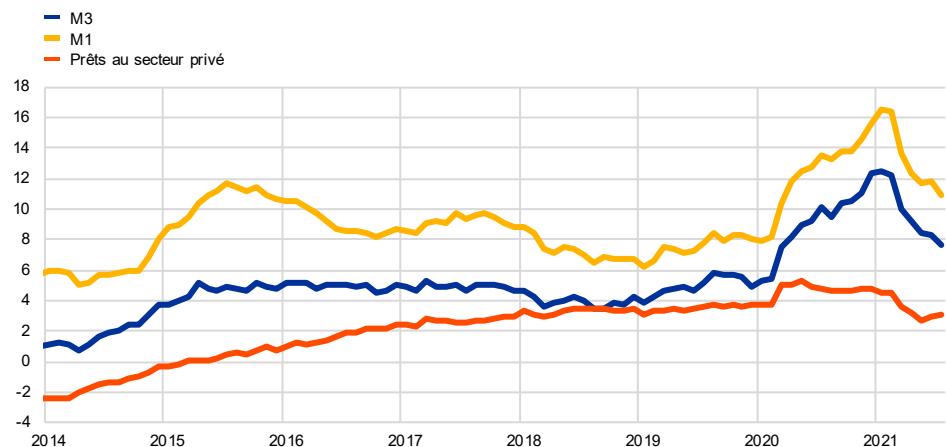
La croissance de la monnaie au sens large s'est modérée en juillet 2021.

Le taux de croissance annuel de M3 est revenu à 7,6 % en juillet, après 8,3 % en juin (graphique 20), parce qu'il a continué d'être affecté par des effets de base négatifs liés aux besoins de liquidité exceptionnellement élevés au premier semestre 2020. Le rythme trimestriel de la croissance monétaire a renoué avec sa moyenne de long terme, la dynamique à court terme de l'agrégat monétaire large reflétant un rythme soutenu de création monétaire sous l'effet d'un soutien public significatif. S'agissant des composantes, le principal facteur à l'origine du niveau élevé de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Le taux de croissance annuel de M1 est revenu à 11,0 % en juillet, après 11,8 % en juin, essentiellement sous l'effet du ralentissement de la croissance des dépôts à vue des entreprises et des ménages. Tandis que la contribution des autres dépôts à court terme est demeurée négative en juillet, les instruments négociables ont continué d'apporter une contribution limitée à la croissance annuelle de M3, étant donné le faible niveau des taux d'intérêt et la quête de rendement des investisseurs.

Graphique 20

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



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 juillet 2021.

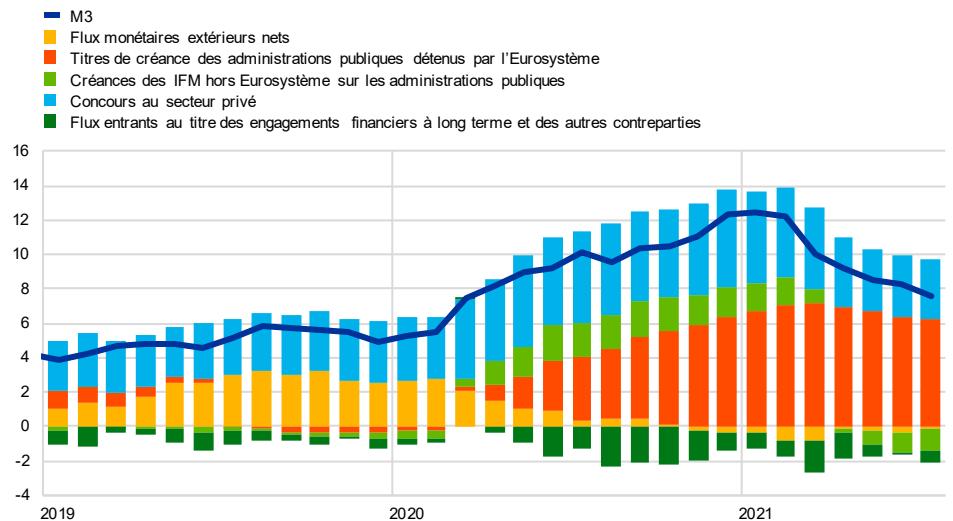
La croissance des dépôts à vue s'est encore atténuée. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 11,3 % en juillet, après 12,2 % en juin, principalement sous l'effet du comportement des entreprises et des ménages. La forte préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue durant la pandémie a reflété en grande partie des motifs de précaution. Au cours des derniers mois, dans un contexte de progrès en matière de vaccination et de rebond de l'activité économique, l'accumulation de dépôts bancaires par les entreprises et les ménages a renoué avec le rythme plus faible d'avant la pandémie. La croissance des dépôts des entreprises a varié d'un pays à l'autre, reflétant des besoins de liquidité différents et la diversité des mesures nationales de soutien budgétaire. Dans le même temps, la croissance annuelle des billets et pièces en circulation, après s'être ralentie en mai, est restée globalement stable, à 8,9 % en juillet.

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 21). La croissance de M3 a également été soutenue par les concours au secteur privé (partie bleue des barres). Les créances des banques sur les administrations publiques ont apporté une contribution négative à la création monétaire, en raison des cessions d'obligations d'État et de la réduction des émissions de titres publics (partie vert clair des barres), tandis que les flux monétaires extérieurs nets ont eu un effet globalement neutre sur la création monétaire (partie jaune des barres). En outre, les autres contreparties ont continué de freiner la croissance de la monnaie au sens large (partie vert foncé des barres), tandis que les conditions favorables des opérations de refinancement à plus long-terme ciblées (TLTRO) ont continué de favoriser la substitution du financement bancaire aux engagements à long terme.

Graphique 21

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.

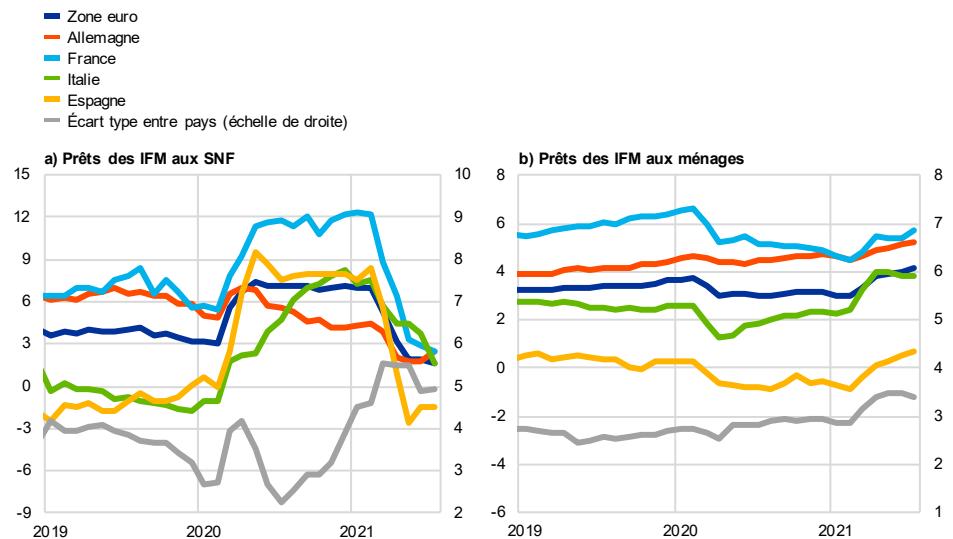
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par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

La croissance des prêts au secteur privé s'est stabilisée à des niveaux proches des niveaux plus faibles observés avant la pandémie. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé est ressorti à 3,0 % en juillet (graphique 20). Le crédit aux entreprises et aux ménages a continué de bénéficier de conditions de financement favorables et de la poursuite de la reprise économique. Le rythme annuel de croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement ralenti, à 1,7 % en juillet, après 1,8 % en juin, tandis que celui des prêts aux ménages s'est accentué, à 4,2 %, après 4,0 % en juin, sous l'effet des prêts hypothécaires (graphique 22). Le léger ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises est principalement dû au fait que celles-ci restent bien financées, car elles avaient emprunté massivement lors de la première vague de la pandémie. Elles détiennent d'importantes encaisses et distribuent de moins en moins de bénéfices, ce qui réduit le besoin de financement externe. Globalement, ces évolutions masquent des différences considérables selon les pays, qui reflètent entre autres les progrès inégaux de la reprise économique.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

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

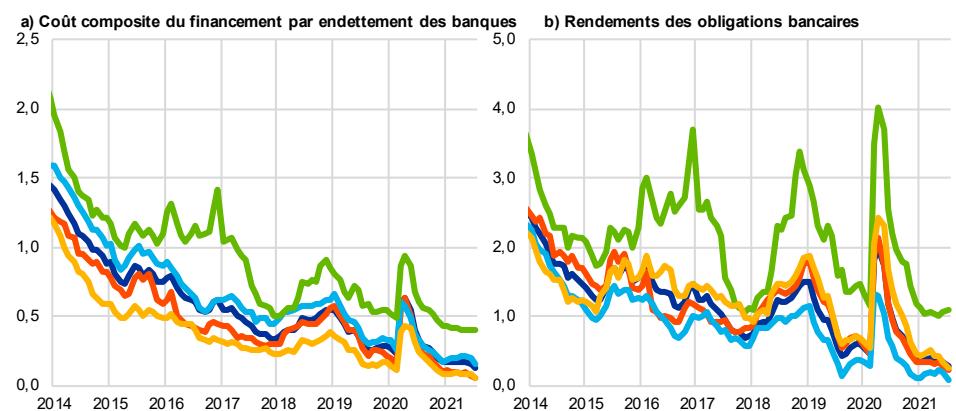
Les coûts du financement par endettement pour les banques de la zone euro sont demeurés inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie, à la faveur des mesures de politique monétaire de la BCE. Le coût composite du financement par endettement a encore diminué pour atteindre de nouveaux points bas (graphique 23), sous l'effet de plusieurs facteurs. Premièrement, la courbe des rendements a retrouvé le profil affiché avant une pentification qui s'était traduite par une augmentation du coût du financement obligataire au premier semestre 2021. Deuxièmement, depuis le début de la pandémie, les banques de la zone euro ont appliqué des taux d'intérêt négatifs à une proportion croissante de dépôts d'entreprises, tandis que la part des taux négatifs appliqués aux ménages a également augmenté, mais à partir de niveaux assez faibles, compte tenu de la rigidité des taux. Troisièmement, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) disponibles, qui procurent des liquidités aux banques à des conditions très favorables, ont contribué à un nouvel assouplissement des conditions générales de financement. Quatrièmement, l'APP et le PEPP de la BCE continuent de contribuer à réduire les divergences en matière de conditions de financement dans les différents pays, de catégories de risque et d'échéances et à les ramener aux niveaux observés avant la pandémie. Le programme *Next Generation EU* a également un rôle de soutien, dans la mesure où il devrait contribuer à une reprise plus forte et plus uniforme dans toute la zone euro, ce qui devrait se traduire par une diminution du risque de crédit dans les différents pays de la zone. Enfin, les prix des obligations bancaires sécurisées sont directement soutenus par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) de la BCE.

Graphique 23

Coût composite du financement par endettement des banques

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

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme la moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

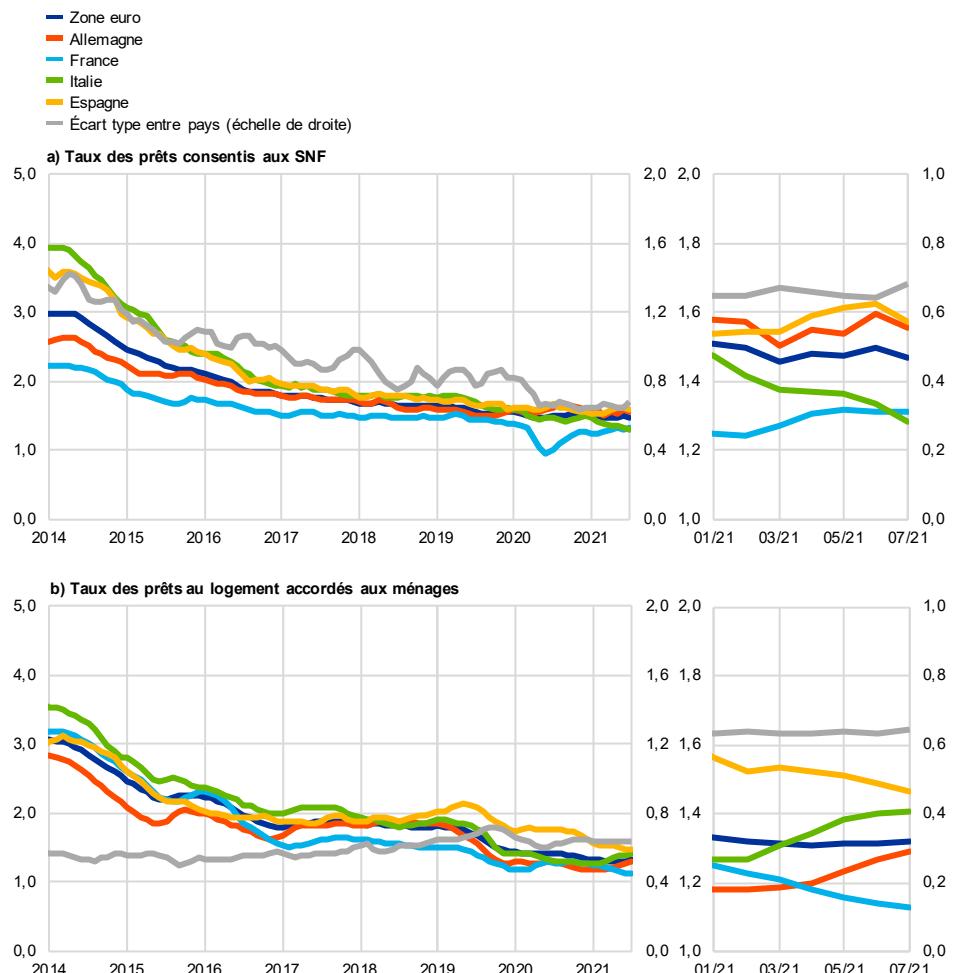
Les taux débiteurs bancaires sont demeurés proches de leurs points bas historiques.

En juillet 2021, les taux d'intérêt composites des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) et ceux des prêts au logement consentis aux ménages sont demeurés globalement inchangés, à 1,47 % et 1,32 %, respectivement (graphique 24). Ces évolutions, qui masquent des différences entre les grands pays de la zone euro, les échéances de prêt et les volumes prêtés, reflètent l'effet persistant des mesures de politique monétaire de la BCE. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé continue de se stabiliser aux niveaux d'avant la pandémie. En dépit de l'incertitude considérable entourant l'impact à plus long terme de la pandémie sur l'économie, les mesures de soutien public ont évité un durcissement généralisé des conditions de financement, ce qui aurait amplifié l'effet défavorable observé dans un premier temps sur l'économie.

Graphique 24

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

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



Source : BCE.

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

Le volume total du financement externe des entreprises a diminué au deuxième trimestre 2021. Le taux de croissance annuel du financement externe a diminué, revenant de 4,3 % en mars à 2,2 % en juin (graphique 25, partie a), même si les flux de financement externe ont continué de bénéficier de conditions de financement favorables. Au deuxième trimestre 2021, les émissions nettes d'actions cotées ont fortement augmenté, tandis que la diminution des flux de financement externe a résulté principalement du ralentissement des prêts bancaires aux entreprises. Cette décélération semble refléter des évolutions favorables liées à une augmentation des encaisses et des bénéfices non distribués, à des coussins de liquidité confortables, à des conditions d'endettement intéressantes sur les marchés et à la baisse du niveau de recours au crédit dans les secteurs moteurs de la reprise. Néanmoins, dans un environnement caractérisé par des réserves de trésorerie abondantes et un soutien public durable, les entreprises ont de plus en plus substitué au financement à court terme des instruments assortis d'échéances

plus longues. Cette modification des échéances confirme l'opinion selon laquelle l'intérêt d'un recours au financement externe pour l'investissement des entreprises, plutôt qu'aux coussins de liquidité, s'est accru.

Le coût nominal total du financement externe des SNF (qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur les marchés et le financement par émission d'actions) a augmenté depuis avril 2021. Le coût du financement externe s'est établi à 4,4 % en juillet (graphique 25, partie b), soit un niveau inférieur de 70 points de base environ au sommet atteint en mars 2020 et supérieur de 35 points de base au point bas historique enregistré en mars 2021. L'augmentation observée en juillet 2021 s'explique dans une large mesure par la hausse du coût des fonds propres, reflétant une hausse de la prime de risque sur actions qui a plus que compensé la baisse globale des taux sans risque. Cette baisse, conjuguée à une nouvelle compression des écarts de rendement des obligations d'entreprise, notamment sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*), s'est traduite par une nouvelle légère diminution du coût de l'endettement de marché, qui a atteint des valeurs proches de son point bas historique enregistré en janvier 2021. Selon les estimations, le coût global de financement serait resté pratiquement inchangé entre juillet et le 8 septembre. Alors que le coût des fonds propres est demeuré généralement stable sur cette période, le coût de l'endettement de marché a affiché une plus grande volatilité, revenant à un point bas historique en août avant de renouer avec son niveau de juillet sous l'effet de la hausse des taux sans risque.

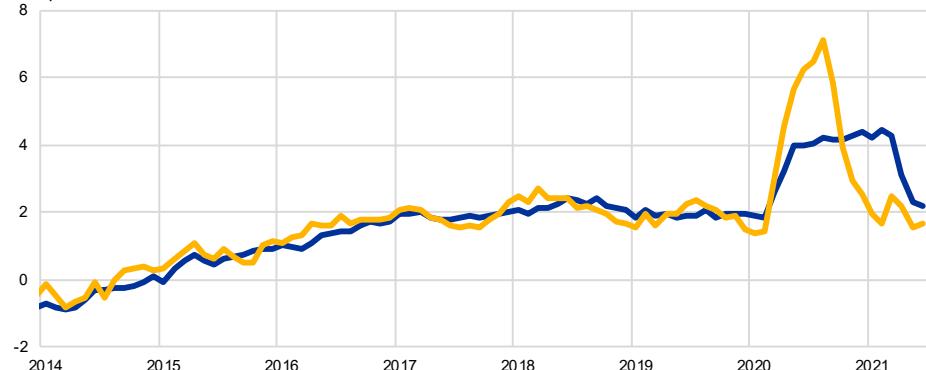
Graphique 25

Financement externe des SNF de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

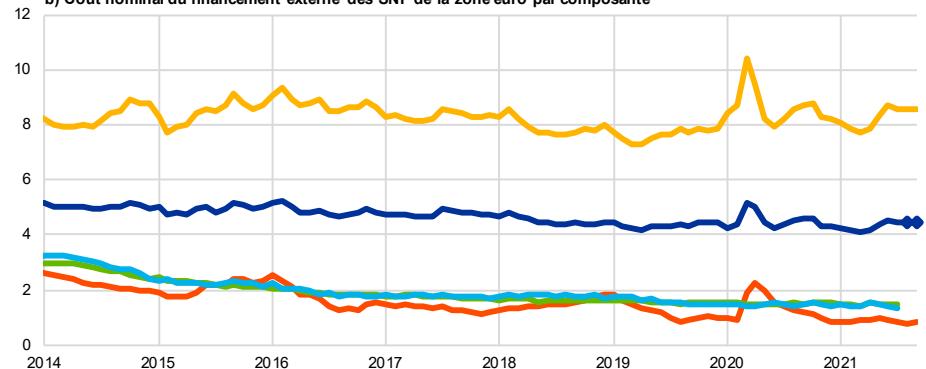
- Rythme annuel de croissance
- Taux de croissance annualisé sur six mois

a) Financement externe net des SNF de la zone euro



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

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



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

Notes : Partie a) : Le financement externe net correspond à la somme des prêts des IFM, des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Partie b) : Le coût global de financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les losanges bleu foncé indiquent des prévisions en temps réel (*nowcast*) du coût global de financement en août et septembre 2021, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs des banques demeurent inchangés à leurs niveaux de juillet 2021. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent à juin 2021. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 8 septembre 2021 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 3 septembre 2021 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à juillet 2021 pour le coût des prêts (données mensuelles).

L'endettement brut des sociétés non financières (SNF) de la zone euro a diminué par rapport aux niveaux élevés du deuxième trimestre 2021

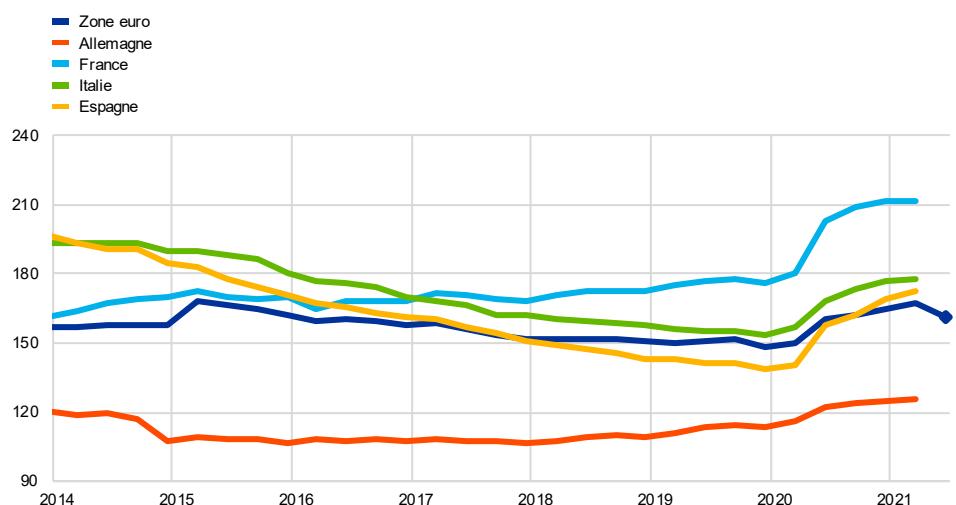
(graphique 26). Exprimé en termes de valeur ajoutée des entreprises, le ratio d'endettement brut a reculé de 6 points de pourcentage au deuxième trimestre 2021, sur fond de croissance soutenue de la valeur ajoutée, ce qui a ramené la hausse cumulée depuis fin 2019 à 12,7 points de pourcentage. Globalement, la hausse généralisée de l'endettement brut des SNF depuis début 2020 s'explique principalement par un recours accru au financement par endettement. L'endettement brut a augmenté de manière inégale selon les types d'entreprises et les pays, reflétant les différences dans leur exposition à la pandémie et dans la réponse apportée par les autorités au niveau national. Les entreprises ayant accumulé

d'importants volumes d'actifs liquides depuis le début de la pandémie en mars 2020, le ratio d'endettement net a bien moins augmenté que le ratio d'endettement brut. Le fait que leur endettement brut demeure élevé au regard des normes historiques laisse penser que la sensibilité des entreprises à des chocs défavorables reste élevée, dans la mesure où les coussins de liquidité diffèrent selon les secteurs. Dans le même temps, les mesures de politique budgétaire ont évité aux entreprises d'enregistrer un déficit de financement trop important dans un contexte d'épargne brute fortement négative. Globalement, ces évolutions suggèrent que la résilience des entreprises et leur capacité à accroître leur investissement dépendent essentiellement d'une poursuite de la reprise et du maintien du soutien public.

Graphique 26

Endettement brut des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute des SNF)



Sources : BCE, Eurostat et estimations de la BCE.

Notes : L'endettement se définit comme la somme du total des prêts consentis aux SNF nette des prêts intra-sectoriels, des titres de créance émis et des engagements au titre des retraites. Le losange bleu représente la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le deuxième trimestre 2021. Sinon, les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

6

Évolutions budgétaires

Après une expansion budgétaire substantielle depuis l'éclatement de la pandémie de coronavirus (COVID-19), seules une poignée de mesures de relance supplémentaires ont été adoptées ces derniers mois, étant donné que les plans budgétaires pour 2022 sont toujours en préparation et que la reprise économique semble se poursuivre à une cadence légèrement plus soutenue que prévu. Par conséquent, les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE intègrent des perspectives budgétaires pour la zone euro plus optimistes que celles qui avaient été présentées en juin. Si le ratio de déficit devrait demeurer élevé en 2021, établi à 7,1 %, contre 7,3 % en 2020, les prévisions tablent sur une amélioration rapide par la suite à mesure que la pandémie reflue et que la reprise économique s'installe. Le ratio de déficit devrait donc retomber à 3,0 % en 2022 et à 2,1 % à la fin de l'horizon de projection en 2023. Reflétant ces évolutions, l'endettement de la zone euro culminerait juste en deçà de 99 % du PIB en 2021 avant de décliner pour avoisiner 94 % du PIB en 2023. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée n'en demeurerait pas moins cruciale, étant entendu qu'un retrait prématûr de l'aide budgétaire risquerait d'affaiblir la reprise et d'aggraver les séquelles à plus long terme. Cependant, les mesures budgétaires doivent rester temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. Le dispositif Next Generation EU (NGEU), qui complète les mesures budgétaires nationales, jouera un rôle de premier plan en contribuant à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire total des administrations publiques de la zone euro ne s'améliorerait que marginalement en 2021, mais se redresserait vigoureusement dès l'année suivante¹⁴. Le ratio de déficit total des administrations publiques de la zone euro s'est élevé à 7,3 % du PIB en 2020, soit le déficit le plus important jamais observé depuis l'instauration de l'euro. D'après les prévisions, il n'afficherait qu'un repli marginal en 2021, s'établissant à 7,1 % du PIB, mais diminuerait ensuite plus vigoureusement pour revenir à 3,0 % en 2022 et à 2,1 % en 2023 (graphique 27). Le creusement du déficit budgétaire en 2020 s'explique en grande partie par une dégradation du solde primaire corrigé du cycle sous l'effet des mesures de soutien à l'économie adoptées en réaction à la pandémie, lesquelles se sont montées à 4,2 % du PIB environ. On s'attend désormais à ce que les mesures de soutien de crise et l'aide à la relance atteignent quelque 4,6 % du PIB en 2021. Cette estimation reflète la prolongation par les pouvoirs publics des mesures d'urgence, l'élargissement progressif de leur portée et/ou l'adoption de nouvelles mesures pour soutenir la reprise, y compris des mesures qui seront financées par le plan NGEU¹⁵. L'aggravation du déficit l'an

¹⁴ Cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2021 », publiées sur le site internet de la BCE le 9 septembre 2021.

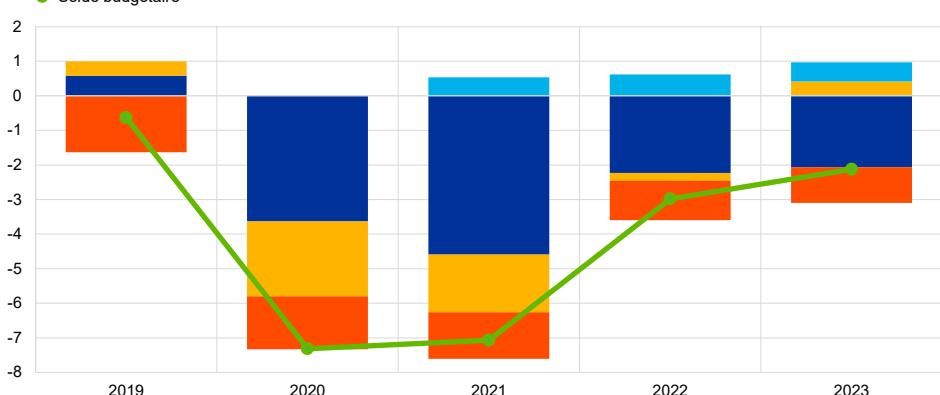
¹⁵ Les subventions du plan NGEU se montent à 0,6 % du PIB pour chaque année de l'horizon de projection. Conjointement avec un montant limité de prêts, elles devraient permettre de financer autour de 1,5 % du PIB de mesures de relance supplémentaires, en termes cumulés sur la période comprise entre 2021 et 2023. L'estimation de ces mesures de relance est globalement inchangée par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème.

dernier résulte aussi partiellement d'une importante composante cyclique négative, qui devrait commencer à régresser en 2021, fût-ce modérément seulement. L'embellie plus marquée du solde budgétaire à compter de 2022 devrait s'opérer à la faveur d'une élévation du solde primaire corrigé du cycle, au gré de l'extinction d'une grande partie des mesures d'urgence (non financées par des subventions du plan NGEU). Qui plus est, la contribution négative du cycle économique se résorberait rapidement dès 2022 jusqu'à devenir positive en 2023. L'amélioration du solde budgétaire sera également favorisée, certes dans une moindre mesure mais sur l'ensemble de l'horizon de projection, par une diminution progressive des contributions provenant des paiements d'intérêts.

Graphique 27 Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)

- Solde primaire corrigé du cycle (ajusté pour tenir compte des subventions du plan NGEU du côté des recettes)
- Composante cyclique
- Paiements d'intérêts
- Subventions du plan NGEU (du côté des recettes)
- Solde budgétaire



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE.

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

L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait demeurer expansionniste en 2021 après l'avoir été particulièrement en 2020¹⁶. Un resserrement de l'orientation budgétaire à partir de ces niveaux très élevés de l'aide apportée devrait se concrétiser en 2022, au fil de l'abandon de l'aide budgétaire ainsi que de l'extinction des mesures de lutte contre la pandémie et de soutien temporaire. En 2023, l'orientation budgétaire devrait être globalement neutre¹⁷.

¹⁶ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie via les politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions accordées au titre du plan NGEU qui proviennent du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, il convient dans ce contexte d'ajuster le solde primaire corrigé du cycle afin d'exclure lesdites recettes. Il est à noter également que les projections budgétaires pour la zone euro auxquelles la présente section fait référence ne tiennent compte ni du déficit supranational européen ni des dettes inhérentes aux transferts opérés au titre du plan NGEU. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « *L'orientation budgétaire de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

¹⁷ L'orientation budgétaire globale de la zone euro est estimée à -4,3 points de pourcentage du PIB en 2020 et devrait ressortir à -1,1, +2,3 et +0,2 points de pourcentage du PIB, respectivement, en 2021, 2022 et 2023, après correction pour les recettes liées aux subventions accordées dans le cadre du plan NGEU.

Cela étant, le niveau de l'aide budgétaire en faveur du redressement économique demeure élevé sur l'ensemble de la période de projection, ce qui se reflète dans le solde budgétaire primaire global qui reste fermement négatif.

Outre les aides budgétaires consenties pour soutenir leurs économies, les États membres de la zone euro ont alloué de considérables enveloppes de garanties de prêts dans le but de renforcer la situation de trésorerie des entreprises. Au total, ces enveloppes de garanties représentent quelque 19 % du PIB pour la zone euro en 2021. L'octroi cumulé de ces garanties au cours de la période 2020-2021 est estimé à 5 % du PIB, un niveau globalement inchangé par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème. Il convient de noter que ces chiffres masquent des écarts importants entre les différents pays au niveau tant de l'enveloppe que du taux d'octroi. Les garanties de prêts sont des engagements conditionnels pour les administrations publiques, si bien que le montant des garanties appelées constituera une dépense supplémentaire qui viendra alourdir la dette publique.

Le solde budgétaire en 2021 devrait être proche des projections macroéconomiques de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, tandis que les perspectives pour 2022 et 2023 ont été revues plus nettement à la hausse. Exprimé en pourcentage du PIB, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro a en particulier été ajusté à la hausse, de 0,1 point de pourcentage pour 2021 et de 0,4 et 0,5 point de pourcentage respectivement pour les deux années suivantes. Ces révisions s'expliquent principalement par une amélioration de la composante cyclique et, dans une moindre mesure, par une diminution des paiements d'intérêts.

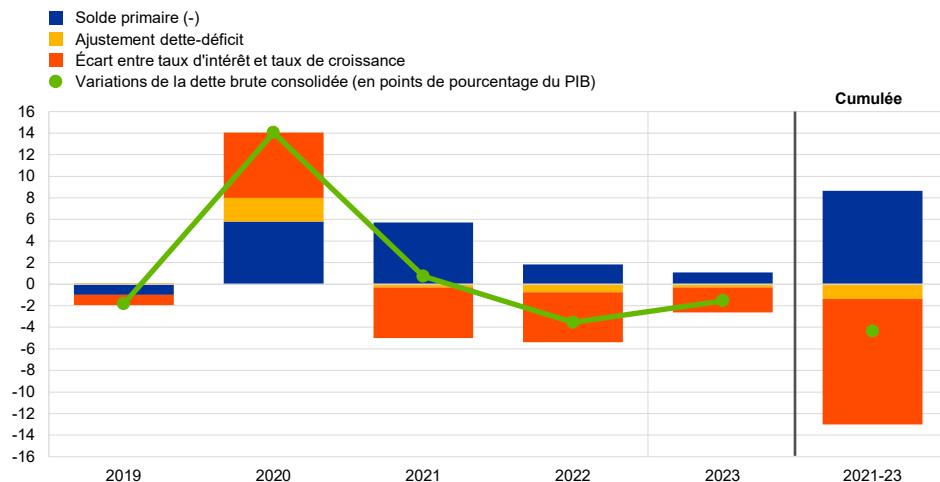
Après s'être considérablement accru en 2020, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait culminer juste en dessous de 99 % en 2021, avant de refluer peu à peu pour avoisiner 94 % en 2023. Après une hausse du ratio d'endettement de 14 points de pourcentage en 2020, le déficit primaire toujours élevé ne sera que partiellement compensé en 2021 par une contribution significative de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance exerçant un effet réducteur sur la dette. En 2022 et en 2023, toutefois, le ratio d'endettement amorcera un déclin puisque la réduction des déficits primaires sera plus que compensée par les contributions favorables des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance et, dans une moindre mesure, par les ajustements dette-déficit négatifs (graphique 28). En conséquence, à la fin de l'horizon de projection en 2023, le ratio dette/PIB devrait ressortir à un niveau excédant de près de 10 points de pourcentage celui qu'il présentait avant l'émergence de la crise. Il convient toutefois de noter que la crise de la COVID-19 a exercé une incidence légèrement moins défavorable sur la trajectoire de la dette que ce qui était généralement escompté dans sa phase initiale¹⁸.

¹⁸ Par exemple, les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE prévoient que le niveau d'endettement rapporté au PIB atteindrait fin 2022 un niveau supérieur de quelque 4 points de pourcentage à celui des projections actuelles.

Graphique 28

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2021 établies par les services de la BCE.

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

Il convient que les politiques budgétaires nationales maintiennent leur soutien essentiel et suffisamment ciblé, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie actuelle. Un retrait prématûr de l'aide budgétaire risquerait d'affaiblir la reprise et d'aggraver les séquelles à plus long terme. Cependant, les mesures budgétaires doivent rester temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. Une fois que l'activité économique se sera suffisamment redressée, la réduction progressive des déséquilibres budgétaires pourra être amplifiée par un mouvement résolu sur la voie d'une composition des finances publiques plus propice à la croissance et de réformes structurelles de nature à doper le potentiel de croissance des économies de la zone euro. La facilité pour la reprise et la résilience du fonds NGEU peut apporter un soutien important à cet égard, notamment en accélérant les transitions écologique et numérique.

Encadrés

1 Comparaison des évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro

Gerrit Koester, Jakob Nordeman et Michel Soudan

Après s'être inscrite en recul en 2020, l'inflation totale a fortement augmenté aux États-Unis et dans la zone euro ces derniers mois (graphique A). Des effets de base liés au redressement des prix de l'énergie à partir de l'automne dernier ont joué un rôle important dans cette hausse, tant aux États-Unis que dans la zone euro¹.

Toutefois, la récente hausse de l'inflation totale a été nettement plus prononcée aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui se reflète également dans l'évolution du niveau des prix dans les deux régions. Dans la zone euro, les indices relatifs à l'inflation totale et à l'inflation hors énergie et produits alimentaires sont supérieurs d'environ 2 % à leur niveau d'avant la pandémie de coronavirus (COVID-19) (décembre 2019), tandis qu'aux États-Unis, ils sont supérieurs d'environ 6 % à ce niveau (graphique B).

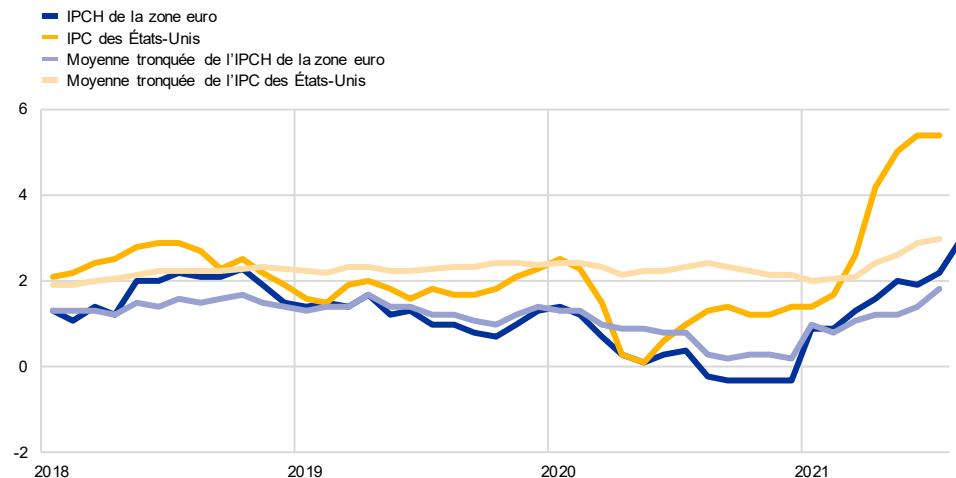
Ces derniers mois, les évolutions de l'inflation totale ont, en particulier aux États-Unis, résulté d'un nombre relativement réduit de composantes affichant des taux d'inflation très élevés, notamment l'énergie. Les « moyennes tronquées » de l'IPC américain et de l'IPCH de la zone euro, qui excluent les composantes aux taux d'inflation les plus élevés ou les moins élevés, en constituent une illustration (graphique A). Entre janvier et juillet 2021, la moyenne tronquée de l'inflation totale a augmenté d'environ 1,0 point de pourcentage pour l'IPC des États-Unis et d'environ 0,8 point de pourcentage pour l'IPCH de la zone euro. En revanche, sur la même période, aux États-Unis, l'inflation totale mesurée par l'IPC non tronqué a augmenté de 4,0 points de pourcentage, tandis que dans la zone euro, l'inflation mesurée par l'IPCH s'est accrue de 1,3 point de pourcentage.

¹ Cf. également 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.

Graphique A

Inflation totale et moyennes tronquées

(variations annuelles en pourcentage)



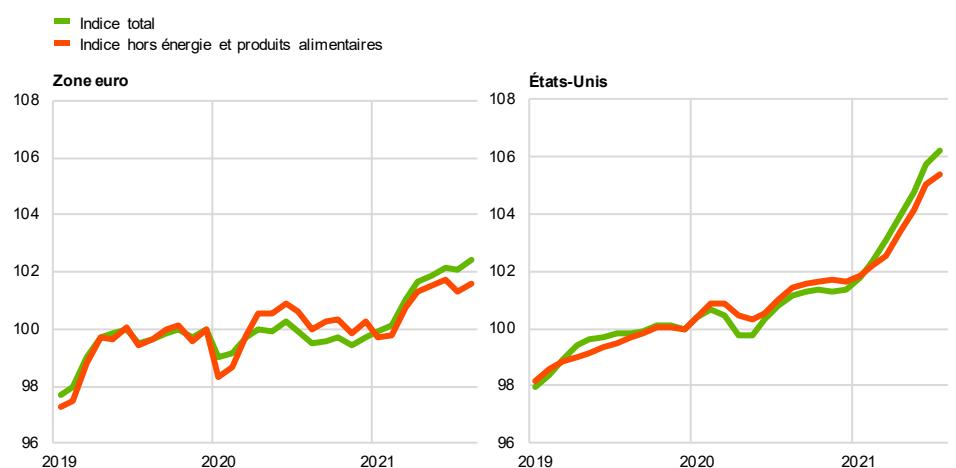
Sources : Eurostat, Banque fédérale de réserve de Cleveland et BCE.

Notes : IPCH signifie indice des prix à la consommation harmonisé et IPC, indice des prix à la consommation. La moyenne tronquée exclut 16 % des composantes de l'IPC américain (calcul de la Banque fédérale de réserve de Cleveland) et 15 % des composantes de l'IPCH de la zone euro (sur la base des calculs de la BCE). Les moyennes tronquées suppriment environ 8 % de chacune des queues de distribution des variations de prix dans l'IPCH de la zone euro et dans l'IPC des États-Unis pour chaque mois. Les taux de variation annuels sont calculés à l'aide de pondérations recalculées. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021, sauf pour l'IPCH de la zone euro, pour lequel la dernière observation se rapporte à août 2021.

Graphique B

Niveau de l'indice pour l'IPCH dans la zone euro et pour l'IPC aux États-Unis

(indice : décembre 2019 = 100)



Sources : Eurostat, Banque fédérale de réserve de Cleveland et BCE.

Notes : IPCH signifie indice des prix à la consommation harmonisé et IPC, indice des prix à la consommation. L'inflation hors énergie et produits alimentaires se rapporte à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour la zone euro et à l'IPC hors produits alimentaires et énergie pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021 pour les États-Unis et août 2021 pour la zone euro.

Si, aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC hors produits alimentaires et énergie est désormais nettement plus élevée qu'avant la pandémie, dans la zone euro, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeuré

inférieur à son niveau d'avant la pandémie (graphique C)². Dans la zone euro, l'inflation mesurée par l'IPCHX s'est établie à 0,7 % en juillet 2021, contre 1,2 % en février 2020. En revanche, aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC hors produits alimentaires et énergie est partie d'un niveau nettement plus élevé (2,4 % en février 2020) et s'est établie à 4,3 % en juillet 2021. Outre le degré de sous-utilisation des capacités, qui reste plus élevé dans la zone euro, ces différences peuvent être attribuées à plusieurs facteurs. Premièrement, aux États-Unis, le prix des voitures et des camions d'occasion a fortement augmenté au deuxième trimestre 2021 et ce, pour plusieurs raisons : une moindre disponibilité des voitures neuves, un proche substitut, reflétant un ralentissement de la production dû à une pénurie de semi-conducteurs ; une réduction de leurs ventes de voitures d'occasion par les sociétés de location de voitures dans un contexte de hausse de la demande de locations liée à la réouverture de l'économie ; un report des préférences des usagers des transports publics vers les transports privés ; et une forte croissance du revenu disponible des ménages, soutenue par les mesures de relance budgétaire, ce qui a dopé la demande de voitures d'occasion aux États-Unis. La hausse des prix des voitures et des camions d'occasion, qui s'est élevée à 1,5 point de pourcentage, représente à elle seule environ la moitié de la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC hors produits alimentaires et énergie pour les États-Unis, qui est passée de 1,4 % en janvier 2021 à 4,3 % en juillet 2021. Dans la zone euro, en revanche, le prix des voitures neuves a légèrement augmenté ces derniers mois, pour partie en raison de goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement, mais, en l'absence de très fortes hausses de la demande, les prix des voitures d'occasion n'ont pas sensiblement augmenté en moyenne. De plus, la pondération des voitures d'occasion dans l'IPCH total est nettement moins élevée (1,1 %, contre environ 3 % pour les États-Unis). Deuxièmement, aux États-Unis, les prix des services liés aux voyages et les prix des transports ont nettement augmenté après l'assouplissement des mesures d'endiguement, apportant une forte contribution positive à la hausse de l'IPC ces derniers mois. Dans la zone euro, les mesures d'endiguement ont été levées plus tardivement, la reprise des services liés aux voyages et des transports a par conséquent affiché un certain retard par rapport aux États-Unis³. Les loyers ont légèrement atténué la divergence des évolutions de l'inflation entre les États-Unis et la zone euro. Si, aux États-Unis, ils ont pesé sur l'inflation hors produits alimentaires et énergie, cela n'a pas été le cas dans la zone euro, ce qui reflète leur pondération plus élevée dans le panier de consommation américain et leur viscosité plus prononcée dans la zone euro durant la pandémie. Il existe cependant des traits communs aux évolutions de l'inflation sous-jacente entre les États-Unis et la zone euro. Dans les deux régions, on a observé une hausse de la contribution des biens de consommation hors composantes volatiles telles que l'habillement et la chaussure et les voitures d'occasion (graphique D). Cette situation reflète probablement une combinaison de facteurs, tels que le redressement de la demande après les confinements, mais aussi une répercussion des tensions mondiales en

² Les modifications des pondérations de l'IPCH en 2021 ont également affecté les évolutions de l'IPCHX dans la zone euro depuis début 2021. Elles ont eu un impact négatif sur l'évolution récente de l'IPCHX. La prise en compte de ces effets rapprocherait nettement l'IPCHX de la zone euro de son niveau de février 2020. Pour plus de détails cf. la section 4, en particulier le graphique 8, du *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

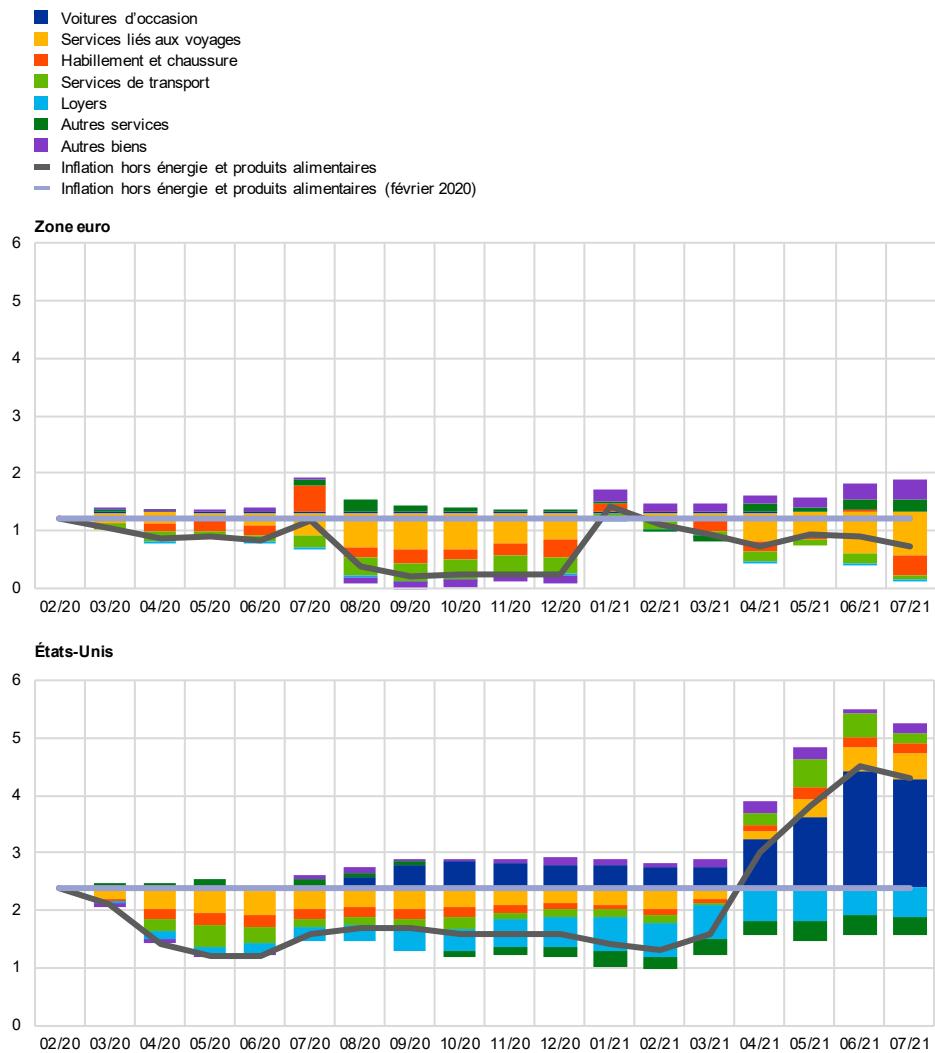
³ De plus, les modifications des pondérations de l'IPCH pour 2021 ont eu un effet négatif sur les taux d'inflation, notamment pour ces services (cf. note de bas de page précédente).

amont sur les prix résultant du renchérissement des intrants (y compris les matières premières), de la hausse des coûts de transport et de goulets d'étranglement pour certains intrants⁴.

Graphique C

Contributions à l'inflation hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage par rapport à février 2020)



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

Notes : IPCH signifie indice des prix à la consommation harmonisé et IPC, indice des prix à la consommation. Contributions à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour la zone euro et à l'IPC hors produits alimentaires et énergie pour les États-Unis. Dans la zone euro, les évolutions de l'inflation ont été affectées par la réduction temporaire de la TVA en Allemagne au second semestre 2020. Les billets d'avion sont inclus dans les services liés aux voyages pour la zone euro et les États-Unis et exclus des services de transport. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

Les tensions sur les prix sont plus généralisées aux États-Unis que dans la zone euro (graphique D). Si quelques composantes affichant des taux d'inflation

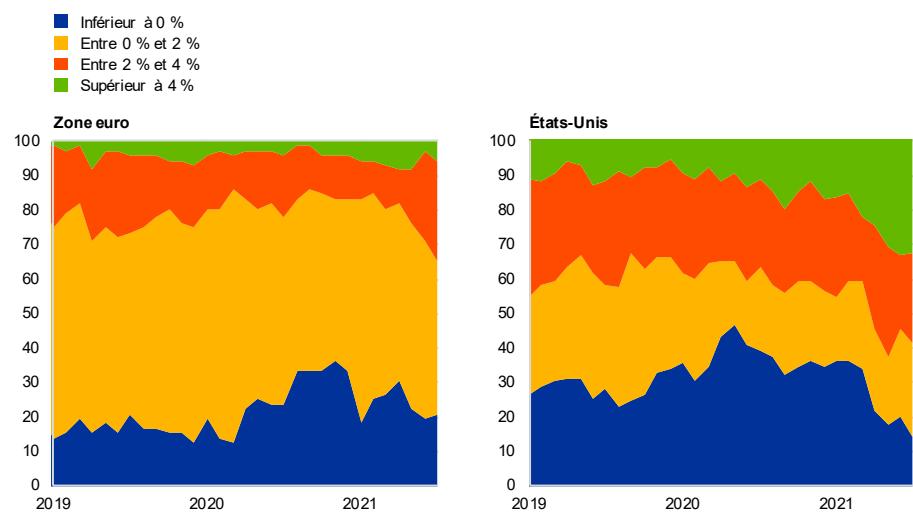
⁴ Cf. également les encadrés intitulés « Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ? », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021, « La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021 et « Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

particulièrement élevés (notamment le secteur de l'énergie) ont joué un rôle crucial dans la forte hausse de l'inflation totale ces derniers mois, aux États-Unis, les tensions sur les prix se sont accentuées de façon plus généralisée sur la distribution des composantes incluses dans l'IPC hors produits alimentaires et énergie. Si l'on observe plus particulièrement les distributions des variations de prix pour les composantes incluses dans cet indice pour les États-Unis, la part des composantes qui enregistrent des hausses de prix annuelles supérieures à 4 % a fortement augmenté (pour ressortir à environ un tiers en juillet 2021), tandis qu'en parallèle, la part des composantes qui affichent des taux de variation des prix négatifs a fortement baissé (passant d'environ un tiers en janvier à 14 % en juillet). Dans la zone euro au contraire, les parts des composantes dont la variation des prix est inférieure à zéro ou supérieure à 4 % est demeurée relativement stable. La part des composantes dont le taux d'inflation est compris entre 2 % et 4 % est passée de 10 % au début de l'année à environ 30 % en juillet, tandis que la part des composantes dont le taux d'inflation est compris entre 0 % et 2 % a baissé dans des proportions comparables, mais demeure la catégorie principale dans la zone euro. Par conséquent, aux États-Unis, la part des composantes du panier de l'inflation sous-jacente dont le taux d'inflation est supérieur à 2 %, ce qui peut être vu comme un indicateur de la généralisation des tensions sur les prix, a récemment augmenté, atteignant des niveaux proches de deux tiers, contre moins de la moitié l'année d'avant la pandémie. Dans la zone euro, cette part a été nettement moins élevée et n'a augmenté que très récemment, s'établissant à un tiers environ (en juillet).

Graphique D

Distribution des taux d'inflation par composante incluse dans l'inflation hors énergie et produits alimentaires

(part des composantes par taux d'inflation dans l'IPCHX pour la zone euro et l'IPC hors produits alimentaires et énergie pour les États-Unis ; pourcentages)



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

Notes : IPCH signifie indice des prix à la consommation harmonisé et IPC, indice des prix à la consommation. IPCH hors énergie et produits alimentaires pour la zone euro et IPC hors produits alimentaires et énergie pour les États-Unis. Les parts sont calculées en tant qu'unité de compte des composantes de l'IPC sous-jacent pour les États-Unis et de l'IPCHX pour la zone euro. 72 composantes sont incluses pour la zone euro et 118 pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

Les récentes hausses de l'inflation ont dopé les anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels (graphique E). Par rapport au début de l'année,

les anticipations d'inflation pour 2021 ont été révisées à la hausse pour la zone euro et davantage encore pour les États-Unis (1,2 point de pourcentage et 2,0 points de pourcentage, respectivement – graphique E, partie a). Pour 2022, la révision à la hausse a été importante pour les États-Unis, mais seulement modeste pour la zone euro (0,7 point de pourcentage et 0,3 point de pourcentage, respectivement).

D'après les prévisions moyennes tirées de la dernière enquête du Consensus économique (août 2021), aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC total devrait atteindre 4,1 % en 2021 avant de revenir à 2,9 % en 2022. Pour la zone euro, l'inflation totale devrait ressortir à 2,1 % en 2021, avant de revenir à 1,5 % en 2022 – une trajectoire comparable à celle prévue dans les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE. Selon le Consensus économique, pour 2022, aux États-Unis, l'inflation totale devrait globalement s'établir bien au-dessus de son niveau d'avant la crise, alors que dans la zone euro, l'inflation devrait revenir à un niveau seulement légèrement supérieur à celui de 2019. Dans le même temps, à en juger par la fourchette des projections incluses dans les prévisions du Consensus économique, l'incertitude relative à l'évolution de l'inflation en 2022 semble demeurer nettement plus élevée aux États-Unis que dans la zone euro.

Les surprises à la hausse ressortant des publications de données relatives à l'inflation ces derniers mois ont été nettement plus marquées pour les États-Unis que pour la zone euro. L'évolution des prévisions du Consensus économique sur une périodicité mensuelle (graphique E, partie b, en partant de mars 2021) montre que, ces derniers mois, les évolutions de l'inflation ont dépassé les prévisions dans la zone euro et plus encore aux États-Unis. À plus long terme, le Consensus économique prévoit que l'inflation totale demeurera élevée au cours des prochains mois, mais reviendra à 2,5 % aux États-Unis et à 1,4 % dans la zone euro en juillet 2022, ce qui ramènera l'inflation aux niveaux observés au printemps 2021 avant les fortes hausses récentes dans les deux régions.

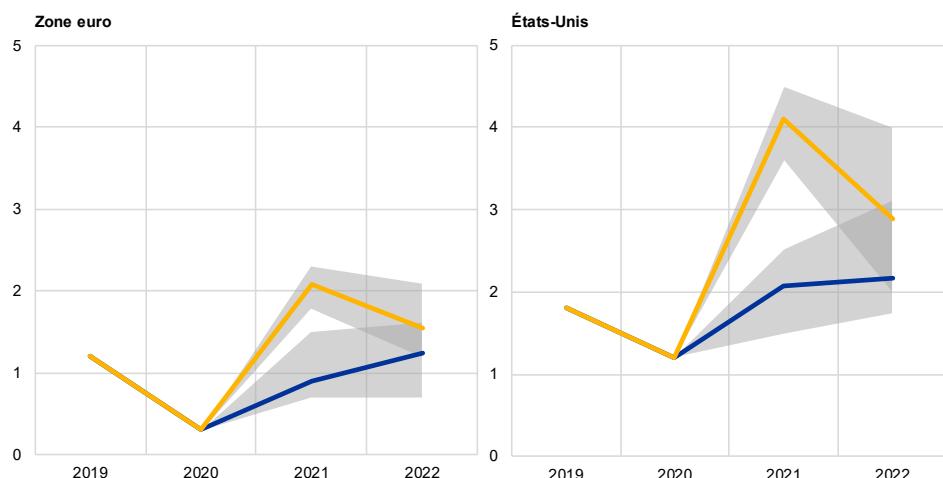
Graphique E

Anticipations d'inflation du Consensus économique pour l'IPC total aux États-Unis et l'IPCH total dans la zone euro

a) Prévisions d'inflation annuelles

(variations annuelles en pourcentage)

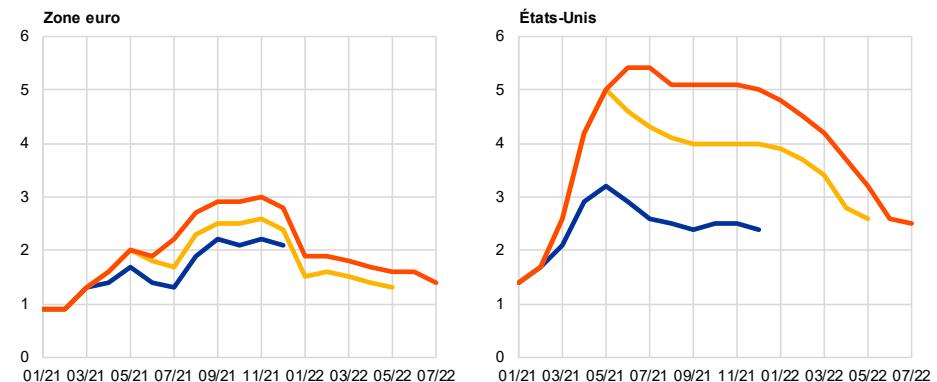
- Prévision moyenne (janvier)
- Prévision moyenne (août)



b) Prévisions d'inflation mensuelles

(variations annuelles en pourcentage)

- Prévision moyenne (mars)
- Prévision moyenne (juin)
- Prévision moyenne (août)



Sources : Consensus économique, Eurostat, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Les zones grises correspondent aux fourchettes de prévisions incluses dans les enquêtes du Consensus économique. Les prévisions mensuelles à partir de mars 2021 sont disponibles seulement jusqu'en décembre 2021 ; la prévision d'août inclut les prévisions jusqu'en juillet 2022.

Globalement, une part importante des fortes hausses de l'inflation et des surprises en matière de hausse des prix au cours des derniers mois aux États-Unis et dans la zone euro peut être attribuée à des facteurs spécifiques qui devraient être de nature temporaire. Pour que la hausse de l'inflation soit plus durable, il faudrait en principe que les tensions sur les prix deviennent plus généralisées (en particulier dans la zone euro) et reflètent également une accentuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Toutefois, on n'observe jusqu'à présent aucun signe solide d'une telle accentuation, une fois pris en compte les effets des variations de la composition de l'emploi et des dispositifs de maintien

de l'emploi. Dans le même temps, la reprise après la pandémie représente une situation exceptionnelle avec des irrégularités très importantes dans l'évolution de l'inflation, qui nécessitent un suivi attentif et accentuent l'incertitude entourant les perspectives d'inflation.

2

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 28 avril au 27 juillet 2021

Elvira Fioretto et Svetla Daskalova

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2021. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 28 avril au 27 juillet 2021 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a continué d'augmenter au cours de la période sous revue, atteignant un niveau record de 4 191,5 milliards d'euros. Cette évolution s'explique en grande partie par les achats d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ainsi que par le règlement de la huitième opération dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III.8). La hausse des portefeuilles d'achats fermes de titres s'est accélérée à la suite des décisions du Conseil des gouverneurs du 11 mars et du 10 juin de procéder à des achats dans le cadre du PEPP à un rythme sensiblement plus rapide au cours des deuxièmes et troisièmes trimestres que durant les premiers mois de l'année. Le Conseil des gouverneurs a réaffirmé ces décisions lors de sa réunion du 22 juillet.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 88,8 milliards d'euros pour s'établir à 2 119,4 milliards. Cette hausse significative par rapport aux deux périodes de constitution précédentes est presque totalement imputable à une augmentation de 86,8 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui a atteint 1 970,6 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations relatives à la liquidité »). Les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté, de 1,9 milliard d'euros, ressortant à 148,9 milliards.

Au cours de la période sous revue, les facteurs autonomes d'absorption de la liquidité ont augmenté principalement sous l'effet des billets en circulation, tandis que les dépôts des administrations publiques ont légèrement diminué. Les billets en circulation ont augmenté de 35 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'inscrire à 1 475 milliards. En léger recul, de seulement 1,3 milliard d'euros, les dépôts des administrations publiques sont demeurés très élevés, à 616,9 milliards d'euros. Ce chiffre reste cependant inférieur au montant record de 729,8 milliards enregistré au cours de la sixième période de constitution de 2020. Au total, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 46,9 milliards d'euros pour s'établir à 2 996,3 milliards.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont diminué de 39,9 milliards d'euros¹. Cette évolution résulte d'une baisse de 28,6 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros et d'une diminution de 11,2 milliards des avoirs extérieurs nets. Le tableau A présente une vue d'ensemble des facteurs autonomes évoqués ci-dessus et de leur évolution au cours de la période sous revue.

Tableau A
Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

	Période sous revue actuelle : du 28 avril 2021 au 27 juillet 2021				Précédente période sous revue : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021
	Troisième et quatrième périodes de constitution	Troisième période de constitution : du 28 avril au 15 juin	Quatrième période de constitution : du 16 juin au 27 juillet	Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 996,3 (+46,9)	2 943,8 (-27,9)	3 057,4 (+113,6)	2 949,4 (+28,4)	
Billets en circulation	1 475,0 (+35,0)	1 465,8 (+18,0)	1 485,8 (+20,0)	1 440,0 (+23,4)	
Dépôts des administrations publiques	616,9 (-1,3)	586,7 (-57,8)	652,3 (+65,6)	618,3 (+29,6)	
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	904,3 (+13,2)	891,4 (+11,9)	919,4 (+28,0)	891,1 (-24,5)	
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	3 471,2 (+338,8)	3 443,9 (+170,3)	3 502,9 (+59,0)	3 132,3 (+282,0)	
Dont excédents de réserves exonérés dans le cadre du système à deux paliers	887,1 (+13,1)	879,5 (+2,7)	894,8 (+15,3)	874,1 (+14,9)	
Dont excédents de réserves non exonérés dans le cadre du système à deux paliers	2 586,3 (+317,9)	2 564,5 (+167,6)	2 608,1 (+43,6)	2 268,4 (+277,2)	
Réserves obligatoires²⁾	148,9 (+1,9)	147,7 (+0,3)	150,2 (+2,4)	146,9 (+2,2)	
Quota exonéré³⁾	893,2 (+11,6)	886,4 (+1,7)	901,1 (+14,7)	881,6 (+13,0)	
Facilité de dépôt	720,4 (+86,2)	706,5 (+30,1)	736,6 (+30,1)	634,2 (+73,0)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Source : BCE.

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

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

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

3) Les excédents de réserves exonérés et non exonérés sont expliqués [ici](#).

¹ Pour plus de précisions sur les facteurs autonomes, cf. « *The liquidity management of the ECB* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2002.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 28 avril 2021 au 27 juillet 2021						Précédente période sous revue : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 28 avril au 15 juin		Quatrième période de constitution : du 16 juin au 27 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	1 026,1	(-39,9)	1 042,5	(-20,8)	1 007,0	(-35,4)	1 066,0	(+26,2)
Avoirs extérieurs nets	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Avoirs nets libellés en euros	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Instruments de politique monétaire	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Opérations d' <i>open market</i>	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Opérations d'appels d'offres	2 148,2	(+234,4)	2 107,2	(+52,3)	2 196,1	(+88,9)	1 913,8	(+139,9)
Opérations principales de refinancement	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Opérations TLTRO II	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Opérations TLTRO III	2 120,7	(+244,3)	2 079,8	(+55,1)	2 168,5	(+88,6)	1 876,5	(+152,3)
PELTRO	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	4 162,8	(+279,4)	4 092,7	(+141,3)	4 244,5	(+151,7)	3 883,4	(+219,6)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Programme pour les marchés de titres	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 412,0	(+37,7)	2 403,8	(+19,9)	2 421,5	(+17,7)	2 374,3	(+37,2)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	1 131,4	(+232,6)	1 073,9	(+119,7)	1 198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Source : BCE.

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

Autres informations relatives à la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 28 avril 2021 au 27 juillet 2021					Précédente période sous revue : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021	
	Troisième et quatrième périodes de constitution	Troisième période de constitution : du 28 avril au 15 juin	Quatrième période de constitution : du 16 juin au 27 juillet	Première et deuxième périodes de constitution			
Besoin global de financement ¹⁾	2 119,4 (+88,8)	2 049,5 (-6,8)	2 201,0 (+151,5)	2 030,7 (+4,4)			
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 970,6 (+86,8)	1 901,7 (-7,1)	2 050,8 (+149,1)	1 883,7 (+2,2)			
Excédent de liquidité ³⁾	4 191,5 (+425,0)	4 150,4 (+200,5)	4 239,5 (+89,1)	3 766,5 (+355,1)			

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 28 avril 2021 au 27 juillet 2021					Précédente période sous revue : du 27 janvier 2021 au 27 avril 2021	
	Troisième et quatrième périodes de constitution	Troisième période de constitution : du 28 avril au 15 juin	Quatrième période de constitution : du 16 juin au 27 juillet	Première et deuxième périodes de constitution			
Opérations principales de refinancement	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
Eonia ¹⁾	-0,480 (-0,001)	-0,480 (+0,001)	-0,481 (-0,001)	-0,480 (-0,005)	-0,480 (-0,001)	-0,480 (-0,005)	
€STR	-0,565 (-0,001)	-0,565 (+0,001)	-0,566 (-0,001)	-0,565 (-0,005)	-0,565 (-0,001)	-0,565 (-0,005)	

Source : BCE.

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

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

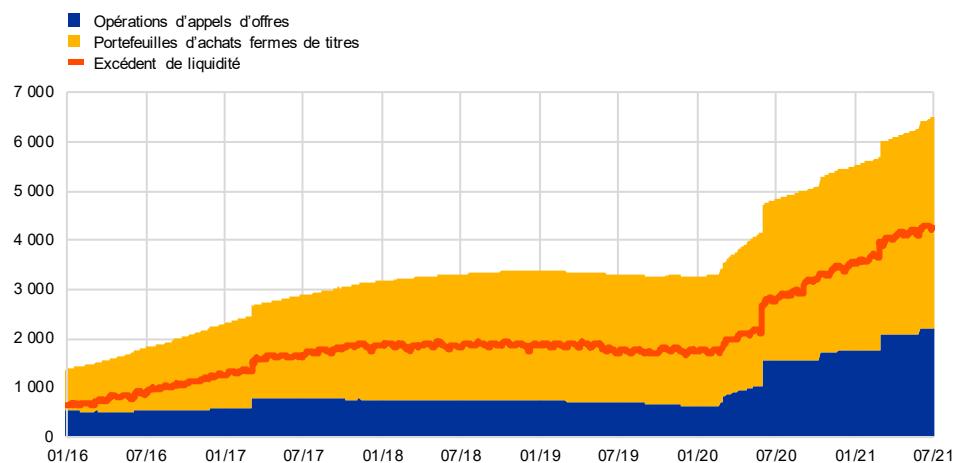
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 513,8 milliards d'euros pour s'établir à 6 311 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

Cette augmentation résulte pour 54 % environ des achats nets en cours dans le cadre des programmes d'achats d'actifs, principalement le PEPP, tandis que les 46 % restants ont résulté d'opérations de crédit, s'agissant, dans ce contexte, presque exclusivement d'opérations TLTRO III.

Graphique A

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

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 27 juillet 2021.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a augmenté de 234,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette hausse résulte principalement de l'effet de l'allocation, fin mars, de 330,5 milliards d'euros lors de la septième opération de la série des TLTRO III et de l'injection de 109,8 milliards d'euros lors de la huitième opération réglée en juin. Un montant de 0,5 milliard d'euros de liquidités supplémentaires a été injecté lors de la deuxième des quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO) annoncée en décembre et réglée en juin. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois ont continué de jouer un rôle marginal, le recours moyen à ces deux opérations de refinancement régulières ayant diminué de 0,2 et 0,4 milliard d'euros respectivement par rapport à la précédente période sous revue, pour atteindre un nouveau point bas historique de 0,1 milliard chacune.

Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 279,4 milliards d'euros, passant à 4 162,8 milliards, en raison des achats nets dans le cadre du PEPP et de l'APP. Les encours moyens au titre du PEPP ont augmenté de 232,6 milliards d'euros pour s'établir à 1 131,4 milliards par rapport aux encours moyens de la précédente période sous revue. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP ont représenté de loin la plus forte hausse parmi l'ensemble des programmes d'achats d'actifs, suivis du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui ont augmenté de 37,7 et 15,9 milliards d'euros respectivement pour s'établir à 2 412 et 279,3 milliards d'euros. Une baisse de 8,6 milliards d'euros était liée aux titres arrivant à échéance détenus dans le cadre de programmes qui ne sont plus en vigueur.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 425 milliards d'euros, atteignant un nouveau record de 4 191,5 milliards (graphique A). L'excédent de liquidité est la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de refinancement des banques. L'excédent des avoirs en compte courant des banques par rapport à leurs réserves obligatoires a augmenté de 338,8 milliards d'euros, ressortant à 3 471,2 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a augmenté de 86,2 milliards, pour s'inscrire à 720,4 milliards.

Les excédents de réserves non soumis au taux négatif de la facilité de dépôt dans le cadre du système à deux paliers² ont augmenté de 13,1 milliards d'euros pour s'établir à 887,1 milliards. Les réserves non exonérées ont augmenté de 317,9 milliards d'euros, pour atteindre 2 586,3 milliards alors que l'excédent de liquidité a continué de croître. Le taux d'utilisation global du quota exonéré, c'est-à-dire le rapport entre les réserves exonérées et le montant maximum exonéré³, s'est maintenu au-dessus de 98 % depuis la troisième période de constitution de 2020 et a légèrement augmenté, passant de 99,1 % à 99,3 %. La part des excédents de réserves exonérés s'est établie à 21,2 % de l'excédent de liquidité total, contre 23,2 % au cours de la précédente période sous revue.

Évolutions des taux d'intérêt

Le taux à court terme de l'euro (€STR) est demeuré globalement inchangé à – 56,5 points de base au cours de la période sous revue. La hausse de l'excédent de liquidité n'a pas eu d'incidence sur l'€STR, qui continue d'être relativement inélastique même face à des fluctuations substantielles de la liquidité. Depuis octobre 2019, l'Eonia correspond à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. L'Eonia a par conséquent évolué, et continuera d'évoluer, parallèlement à l'€STR jusqu'à sa disparition le 3 janvier 2022. Les taux directeurs de la BCE, qui recouvrent le taux appliqué à la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal sont demeurés inchangés au cours de la période sous revue.

² Pour de plus amples informations sur le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserves, cliquez [ici](#).

³ Le montant maximum exonéré est mesuré comme la somme des réserves minimum et du quota, qui est égal à six fois le montant minimum des réserves.

3

La santé des sociétés non financières durant la pandémie

Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti et Mika Tujula¹

Le présent encadré dresse un bilan de l'impact de la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur la santé du secteur des sociétés non financières de la zone euro. Il évalue également à quel point les mesures de soutien mises en œuvre par les autorités ont allégé les difficultés de financement des entreprises et atténué les facteurs d'accentuation de leurs vulnérabilités. L'analyse est fondée sur les données des comptes sectoriels trimestriels pour la zone euro dans son ensemble. En conséquence, l'encadré brosse un tableau global du secteur des sociétés non financières, sans faire de distinction entre les pays, les secteurs économiques, les branches ou les entreprises.

La pandémie a pesé sur la rentabilité et l'efficacité opérationnelle du secteur des sociétés non financières de la zone euro. La rentabilité et l'efficacité opérationnelle sont essentielles à la santé d'une entreprise. Bien que les entreprises puissent survivre sur une longue période sans être rentables si leurs créanciers et leurs investisseurs les suivent, pour survivre à long terme elles doivent, au bout du compte, parvenir à être rentables et le rester. La croissance des bénéfices, mesurée par la croissance de l'excédent brut d'exploitation et du *cash flow*, a été négative depuis le début de la pandémie (graphique A, partie a). L'excédent brut d'exploitation a baissé dans des proportions comparables à celles observées durant la crise financière mondiale, tandis que la diminution du *cash flow* a été plus marquée que lors de cette même période. Un tableau comparable se dessine s'agissant du ratio excédent net d'exploitation/valeur ajoutée et du ratio *cash flow/production* (graphique A, partie b).

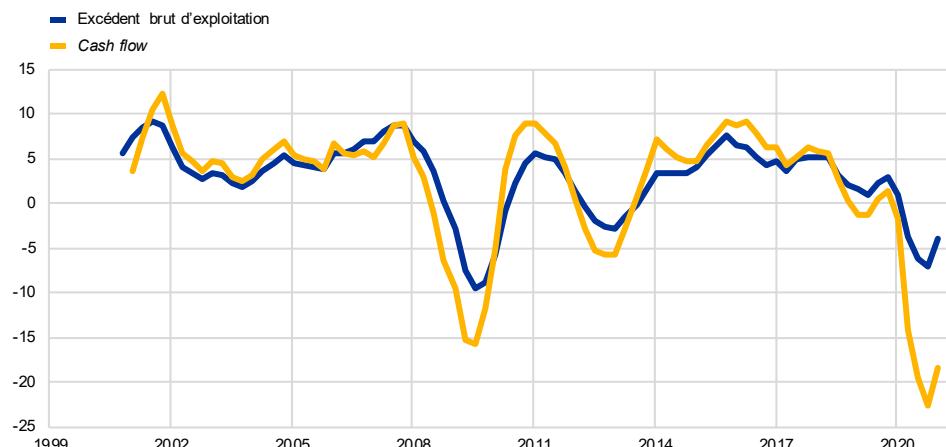
¹ Nous souhaitons également remercier A. Consolo et V. Botelho pour leurs contributions relatives aux mesures de soutien mises en œuvre par les autorités.

Graphique A

Croissance des bénéfices et efficacité opérationnelle des sociétés non financières dans la zone euro

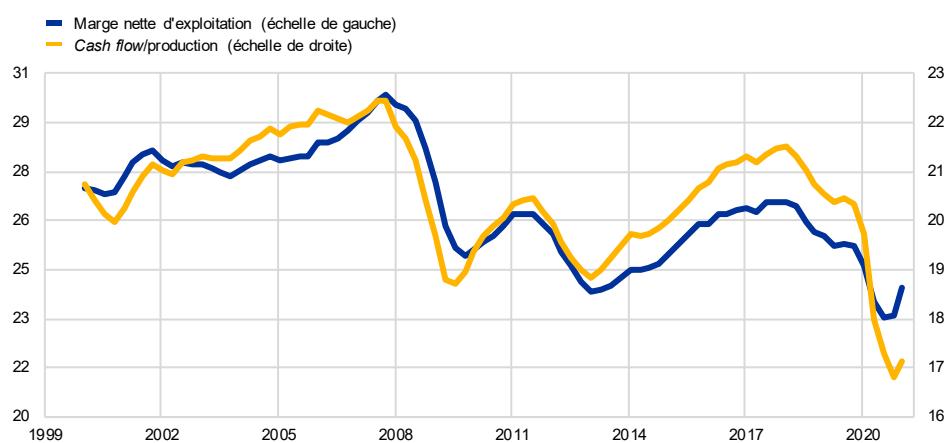
a) Croissance des bénéfices

(variations annuelles en pourcentage)



b) Efficacité opérationnelle

(en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : La marge nette d'exploitation se calcule comme l'excédent net d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée nette.

Le cash flow correspond à la valeur ajoutée brute moins les salaires versés, la consommation de capital fixe et les paiements d'intérêts nets. « Production » fait référence à la valeur ajoutée brute. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

La liquidité du secteur des sociétés non financières a été massivement soutenue par les mesures mises en œuvre par les autorités². Confrontées à une détérioration de l'autofinancement en 2020 par rapport à 2019, les sociétés non financières (SNF) ont non seulement commencé à théâriser de la liquidité pour des motifs de précaution, mais ont également reçu quelque 550 milliards d'euros d'aides d'État. Sans ces mesures, l'épargne des entreprises, nette de la dépréciation du capital, aurait été fortement négative en 2020. Le total des crédits consentis aux SNF, utilisés par les entreprises à la fois pour prévenir une crise de liquidité et

² Pour des informations concernant la façon dont les trains de mesures budgétaires ont été utilisés pour aider à répondre aux besoins de liquidité des entreprises, cf. De Santis (R.A.), Ferrando (A.) et Gabbani (E.S.), « [L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie](#) » *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021.

pour thésauriser davantage de liquidités, a augmenté de quelque 240 milliards d'euros en 2020 par rapport à 2019, la hausse ayant été particulièrement marquée au premier semestre 2020³. L'accès des entreprises au crédit et leurs conditions de financement ont bénéficié d'un soutien substantiel apporté par les nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), les garanties d'État sur les prêts et les mesures prudentielles⁴. Les encaisses ont fortement augmenté, les entreprises ayant accru massivement leur recours au financement par endettement pour contrebalancer le recul de leurs bénéfices. Pour des motifs de précaution, elles ont immobilisé la majorité des fonds obtenus sous forme de dépôts pour se préparer à d'éventuelles pénuries de liquidités et pour préfinancer des besoins en fonds de roulement, comme cela a également été le cas lors des précédentes périodes de crise.

Outre les mesures de soutien public, les efforts consentis par les entreprises elles-mêmes ont également amélioré leurs conditions de liquidité. En période de crise, la capacité d'une entreprise à respecter ses obligations à court terme devient sa priorité absolue. Un aspect important de la liquidité réside dans la capacité d'une entreprise à céder rapidement des actifs pour renflouer sa trésorerie et à réduire promptement toutes les catégories de coûts et de dépenses^{5,6}. Ce dernier point recouvre le report et l'abandon de projets d'investissement dans la mesure du possible. Globalement, les encaisses des SNF ont augmenté de quelque 400 milliards d'euros de plus en 2020 qu'en 2019, reflétant également un recours accru au crédit, la hausse s'étant concentrée essentiellement sur le deuxième trimestre 2020. Le résultat net de la réduction des coûts et de l'investissement se reflète dans la capacité nette de financement (ou écart de financement) des SNF (graphique B, partie a). En termes de valeur ajoutée brute, l'épargne a augmenté et l'investissement a diminué, ce qui s'est traduit par un accroissement de la capacité nette de financement qui lui a permis de devenir effectivement positive au deuxième trimestre 2020. L'abandon de projets d'investissement pourrait, toutefois, laisser des séquelles à long terme sur l'économie en compromettant le potentiel de croissance futur.

Le volume de liquidités dont disposent les entreprises pour payer leurs charges d'intérêts se situe actuellement à des niveaux confortables.

La couverture en trésorerie, c'est-à-dire le ratio qui rapporte les avoirs en espèces et

³ Nous ne prenons en considération ici que les emprunts des entreprises auprès des banques et leurs émissions nettes de titres de créance en 2020 par rapport à 2019.

⁴ Pour une estimation de l'impact des politiques monétaires et prudentielles sur l'emploi des entreprises, cf. Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.), « *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions* », Working Paper Series, n° 2465, BCE, septembre 2020.

⁵ Les entreprises de la zone euro ont nettement réduit leur distribution de prêts au reste du monde au premier trimestre 2020 et de prêts consentis aux autres institutions financières (sociétés financières autres que les IFM, sociétés d'assurance et fonds de pension) au deuxième trimestre 2020. Elles ont aussi réduit de façon notable leurs portefeuilles de parts de fonds d'investissement monétaires au premier trimestre 2020 et d'actions cotées au deuxième trimestre 2020.

⁶ Cf. Panetta (F.), « *Cash still king in times of COVID-19* », intervention lors de la Deutsche Bundesbank's 5th International Cash Conference – « *Cash in times of turmoil* », 15 juin 2021. C'est ce que confirme également l'enquête BLS (*Bank lending survey*) de juillet 2021 menée par la BCE, qui fait état d'une forte hausse des besoins en fonds de roulement lors des premières phases de la crise de la COVID-19. Pour des données au niveau des secteurs et des pays, cf. « *European corporates: Cash-rich sectors get richer* », Economic Insights, Euler Hermes, 19 avril 2021.

les dépôts aux paiements d'intérêts bruts, a augmenté de façon très significative depuis 2010 et cette hausse s'est accentuée durant la crise de la COVID-19 (graphique B, partie b). L'amélioration de la situation de trésorerie de même que la diminution des paiements d'intérêts bruts ont tous deux joué un rôle déterminant. Les paiements d'intérêts bruts ont continué de diminuer durant la pandémie – malgré la forte augmentation de l'endettement – également grâce à la réaction des autorités se déclinant sous la forme du PEPP, des TLTRO, des garanties d'État sur les prêts et des mesures prudentielles.

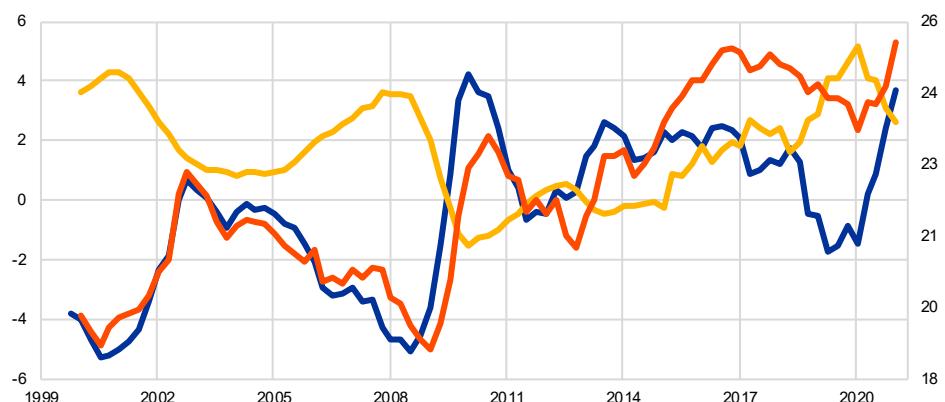
Graphique B

Solde épargne/investissement et couverture en trésorerie des sociétés non financières dans la zone euro

a) Épargne, investissement et capacité nette de financement

(sommes mobiles sur quatre trimestres en pourcentage de la valeur ajoutée brute)

- Capacité nette de financement (échelle de gauche)
- FBCF (échelle de droite)
- Épargne brute (échelle de droite)



b) Couverture en trésorerie

(trésorerie en pourcentage des sommes mobiles sur quatre trimestres des paiements d'intérêts bruts)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : La trésorerie recouvre le numéraire et les dépôts. Les paiements d'intérêts bruts se calculent avant services d'intermédiation financière mesurés de façon indirecte. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

La diminution du ratio d'endettement brut des SNF de la zone euro, observée depuis 2015, s'est totalement inversée depuis le début de la pandémie de COVID-19. L'endettement brut consolidé des entreprises a augmenté de 18,9 points

de pourcentage depuis fin 2019, atteignant 167,0 % de leur valeur ajoutée brute au premier trimestre 2021, soit seulement 1,1 point de pourcentage de moins que le sommet historique atteint début 2015 (graphique C, partie a)⁷. 57 % de la hausse du ratio d'endettement brut depuis fin 2019 s'explique par les baisses notables de l'activité économique et du chiffre d'affaires (effet dénominateur), tandis que le reste est imputable à un recours accru au financement par endettement. Cela implique que seulement une partie de l'augmentation du ratio d'endettement devrait s'inverser d'elle-même au cours des années à venir si l'économie retrouve une trajectoire de croissance plus normale. Toutefois, à mesure que la situation se normalise, une diminution des encaisses pourrait favoriser une réduction de l'endettement brut, comme le laissent penser les évolutions de l'endettement net.

En raison de l'accumulation de volumes importants d'actifs liquides, le ratio d'endettement net a bien moins augmenté que l'endettement brut.

L'endettement net se situe actuellement au-dessous du niveau atteint fin 2019 (graphique C, partie a). Les liquidités peuvent agir comme un facteur d'atténuation de l'endettement élevé des entreprises, sous réserve que ce soit les entreprises dont les niveaux d'endettement sont élevés qui détiennent ce niveau confortable de liquidités. Au plus fort de la pandémie de COVID-19, les grandes entreprises ont accru simultanément les niveaux de leurs liquidités et de leur endettement (graphique C, partie b). Toutefois, pour les petites entreprises (cotées), l'accumulation de liquidités ne s'est pas révélée aussi efficace pour limiter l'augmentation de leur endettement. La corrélation entre augmentation des liquidités et hausse de l'endettement a commencé à se normaliser après que la pandémie de COVID-19 a atteint son point le plus haut.

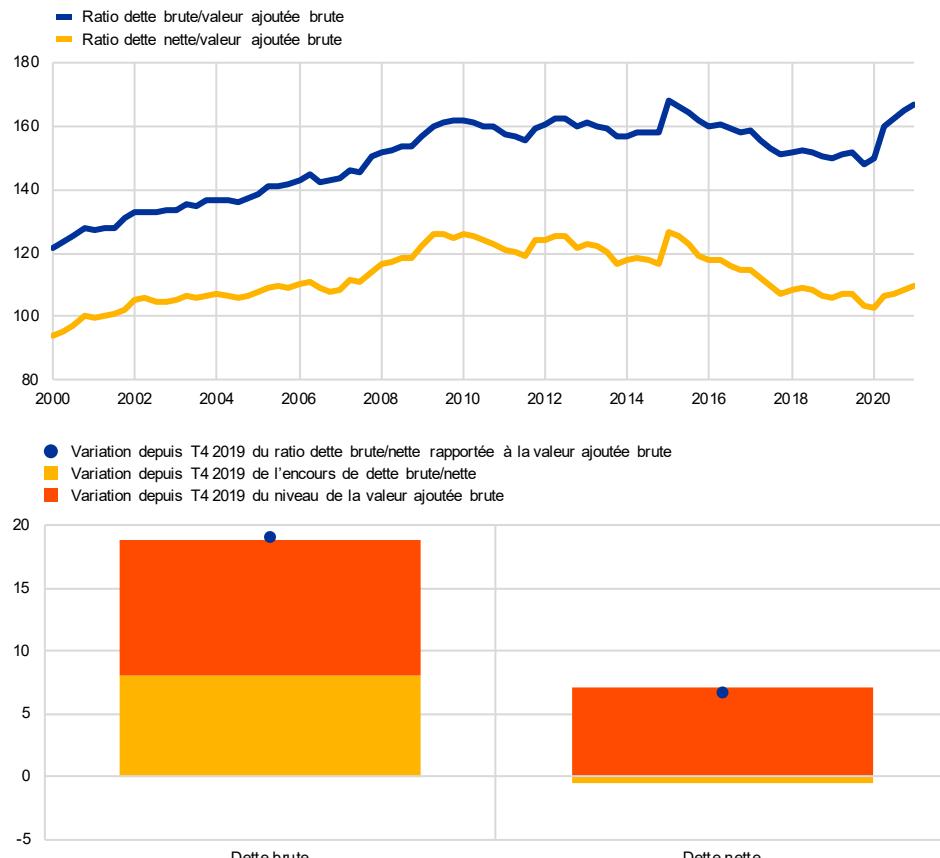
⁷ Pour de plus amples informations, cf. « *Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021. Pour les évolutions au niveau des secteurs et des pays, cf. « *The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage* », *Economic Publications*, Coface, 16 mars 2021.

Graphique C

Bilans des sociétés non financières de la zone euro

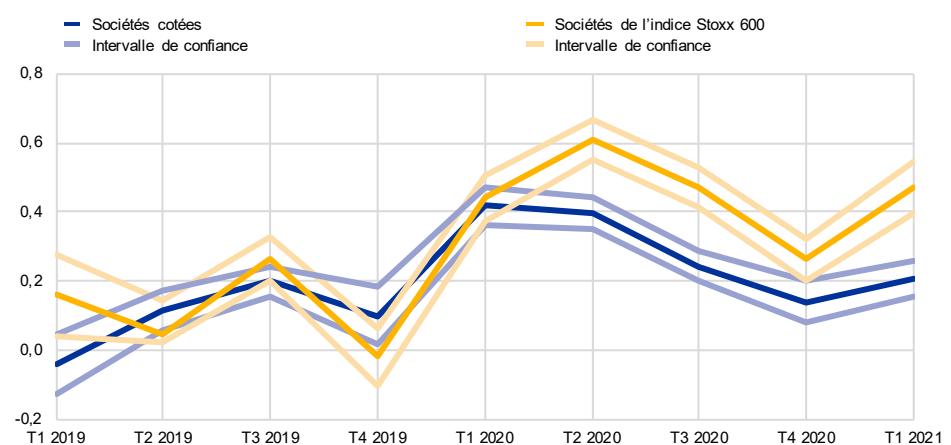
(pourcentages de la valeur ajoutée brute ; points de pourcentage)

a) Au niveau agrégé : dette consolidée



b) Au niveau des entreprises : élasticité de la dette brute par rapport aux liquidités

(axe des abscisses : trimestre d'observation ; axe des ordonnées : régression)



Sources : Eurostat, BCE, Refinitiv et calculs des auteurs.

Notes : Partie a – la dette brute consolidée se définit comme la somme du total des prêts consentis aux SNF, nette des prêts intra-sectoriels, des titres de créance émis et des engagements au titre des retraites. La dette nette consolidée se définit comme la dette brute consolidée, nette des avoirs en numéraire et dépôts. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021. Partie b – chaque trimestre, des échantillons transversaux de bilans au niveau des entreprises sont utilisés pour comparer la variation de la dette à celle des avoirs en actifs liquides. Toutes les variables sont mesurées par rapport au total des actifs. Les entreprises figurant dans le panel sont les SNF de la zone euro faisant partie de l'indice Stoxx 600 ainsi que toutes les entreprises cotées, disponibles via Refinitiv. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

Il est probable que l'impact de la pandémie sur les vulnérabilités des SNF soit durable, étant donné le niveau élevé d'hétérogénéité des encaisses d'une entreprise à l'autre. Les vulnérabilités des entreprises, mesurées par l'indice composite de vulnérabilité, ont nettement augmenté dans le sillage de la pandémie, dépassant les niveaux observés au lendemain de la crise financière mondiale (graphique D, partie a) ⁸. L'accentuation des vulnérabilités des SNF a résulté en grande partie de la baisse des ventes, de la diminution de la rentabilité et d'une augmentation de l'endettement et de l'effet de levier. Toutefois, depuis mi-2020, l'amélioration de l'activité économique et des bénéfices effectifs et attendus des entreprises a contribué à un recul de l'indice de vulnérabilité et à une amélioration de la situation des entreprises au regard du levier d'endettement. Début 2021, les vulnérabilités étaient proches de leurs moyennes historiques et de leurs niveaux de fin 2019, tandis que le ratio de dette brute restait élevé et que les encaisses se concentraient essentiellement sur les grandes entreprises cotées, comme souligné précédemment. Toutefois, les vulnérabilités des petites et moyennes entreprises demeurent élevées et masquent également une forte hétérogénéité selon les pays et les secteurs ⁹.

Les mesures de grande ampleur relevant des politiques monétaire, budgétaire et prudentielle ont limité l'accentuation des vulnérabilités des entreprises. Ces mesures ont empêché les risques de financement et de refinancement de se matérialiser en fournissant un soutien direct à la liquidité, en améliorant l'accès au crédit, en maintenant le coût du service de la dette à des niveaux historiquement bas et en permettant un allongement de la durée de la dette existante. Un exercice contrefactuel montre également que, sans ces mesures, l'indice de vulnérabilité aurait atteint une valeur nettement plus élevée mi-2020, et début 2021 il serait resté légèrement inférieur au niveau atteint durant la crise de la dette souveraine en Europe (graphique D, partie a) ¹⁰.

Le nombre de faillites a diminué en 2020, malgré la forte baisse du niveau d'activité économique durant la pandémie de COVID-19. Par le passé, les faillites d'entreprises ont été étroitement corrélées à la croissance du PIB en volume. Cette corrélation s'est interrompue durant la pandémie (graphique D, partie b). La faiblesse des coûts de financement par endettement, les mesures de soutien public, y compris les moratoires sur les faillites, et la fermeture des tribunaux ont

⁸ Cf. également Gardó (S.), Klaus (B.), Tujula (M.) et Wendelborn (J.), « *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

⁹ Cf. également « *Enquête SAFE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area)*, octobre 2020 à mars 2021 », BCE, et Battistini (N.) et Stoevsky (G.), « *L'impact des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

¹⁰ L'exercice contrefactuel fait l'hypothèse d'une économie dans laquelle les entreprises ne bénéficient pas de mesures d'allègement de leurs coûts de la part des pouvoirs publics, des TLTRO III, du PEPP, des garanties d'État sur les prêts et des mesures prudentielles. Sans allègement des coûts permis par les pouvoirs publics, les SNF auraient dû accroître leur financement par endettement de 550 milliards d'euros en 2020 afin de contrebalancer leurs pertes de recettes. Dans l'indice de vulnérabilité des entreprises, cela se serait traduit par une augmentation du levier d'endettement des entreprises et des paiements d'intérêts bruts et par une réduction de l'autofinancement. En outre, en l'absence de mesures supplémentaires de politique monétaire et prudentielles ainsi que de garanties d'État sur les prêts, le taux d'intérêt effectif sur la dette existante des entreprises et la part de la dette à long terme dans la dette totale se seraient maintenus aux niveaux atteints fin 2019. Ces effets ont été réintégrés à l'indice contrefactuel à l'aide d'identités comptables, tout en maintenant fixes les parts des paiements d'intérêts et de la dette à long terme dans la dette totale.

permis d'éviter que la détérioration de la santé des entreprises entraîne une augmentation rapide des défaillances au plus fort de la crise. Toutefois, on ne peut exclure le fait que de nombreuses entreprises, en particulier celles des secteurs les plus touchés par la pandémie, n'aient d'autres choix que de se déclarer en faillite, surtout si les mesures de soutien sont levées trop tôt ou si les conditions du crédit bancaire se durcissent de manière significative¹¹.

¹¹ Il existe un certain nombre de données montrant, néanmoins, que les séquelles à plus long terme des crises épidémiques sont moins importantes que celles des crises financières ou des guerres. Cf. Martin Fuentes (N.) et Moder (I.), « [Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

Graphique D

Vulnérabilités des entreprises et faillites pour les SNF de la zone euro

a) Indice composite de vulnérabilité

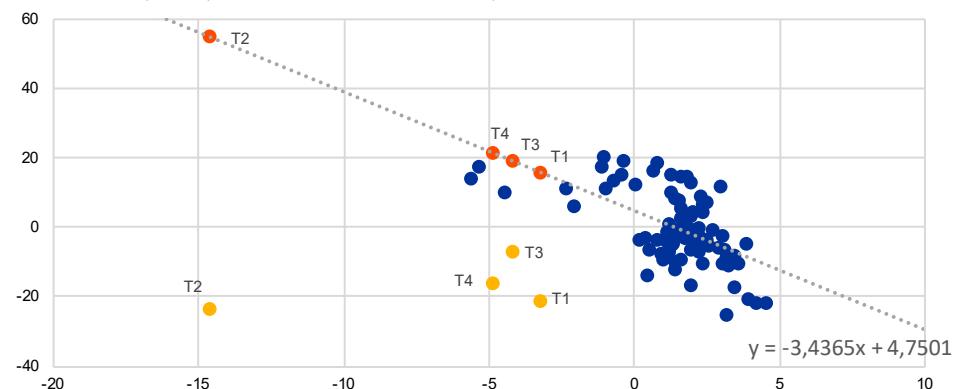
(scores Z)



b) Faillites et croissance du PIB en volume

(axe des abscisses : variations annuelles en pourcentage ; axe des ordonnées : écart en pourcentage par rapport à la moyenne historique)

- Données historiques 2000-2019
- Données effectives pour 2020
- Données prévues pour 2020, sur la base des observations passées



Sources : Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv et calculs des auteurs.

Notes : Partie a – l'indice composite de vulnérabilité est établi à partir d'un large éventail d'indicateurs selon cinq dimensions différentes : capacité à assurer le service de la dette (mesurée par le ratio de couverture des intérêts, l'épargne des entreprises et la capacité à générer des revenus) ; effet de levier/endettement (ratio dette/fonds propres, dette nette/résultat avant intérêts, impôts et dépréciation, et ratio dette brute/revenus) ; financement/refinancement (ratio dette à court/dette à long terme, ratio de liquidité restreinte (*quick ratio*), coût global du financement par endettement, flux de nouveaux crédits comme indicateur avancé de la croissance du PIB (*credit impulse*) ; rentabilité (rendement des actifs, marge bénéficiaire et ratio cours/valeur comptable) ; et activité (croissance des ventes, ratio fournisseurs et modification de la rotation des comptes à recevoir). Le ratio de liquidité restreinte se définit comme les actifs financiers courants divisés par les passifs financiers courants. Le *credit impulse* se calcule de la manière suivante : $C_{t1} = 100 * ((C_t - C_{t-1}) / PIB_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / PIB_{t-5})$, où C correspond à l'encours notionnel du total des crédits consentis aux SNF et PIB, au produit intérieur brut nominal aux prix du marché. Le total des crédits aux SNF se définit comme le total des passifs des SNF moins les actions émises par les SNF. Les indicateurs sont normalisés lors de leur transformation en scores Z, c'est-à-dire qu'ils sont ramenés à une échelle commune avec une moyenne égale à zéro et un écart type égal à 1. Les sous-indicateurs composites sont calculés pour chacune des cinq dimensions à l'aide d'une moyenne arithmétique simple des scores Z à la base des différents indicateurs. Enfin, l'indicateur composite global est obtenu en pondérant de façon égale les scores composites correspondant aux cinq sous-catégories. Des valeurs positives indiquent une plus grande vulnérabilité, des valeurs négatives indiquent une vulnérabilité plus faible. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

Partie b – les données prévues pour 2020 sont établies à l'aide d'une interpolation linéaire de la relation passée entre faillites et PIB en volume. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2020.

En résumé, la pandémie de COVID-19 a eu un impact notable sur la santé des entreprises dans la zone euro. Les entreprises ont consenti un effort considérable pour se constituer des coussins de liquidité qui, couplés à un soutien massif apporté par les autorités monétaires, budgétaires et prudentielles, ont permis d'éviter une crise de liquidité. Dans le même temps, la rentabilité des sociétés non financières,

leur efficacité opérationnelle et leur solvabilité ont été soumises à des pressions pendant les confinements. À plus long terme, le niveau élevé d'endettement brut et d'endettement net, inégal selon les pays, les secteurs et la taille des entreprises pourrait limiter la vigueur de la croissance économique à moyen terme et accroître le risque d'une augmentation des défaillances d'entreprises.

4

L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre

Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini et Tobias Schuler

Les perturbations affectant le transport maritime et les pénuries d'intrants provoquent d'importants goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Durant la phase de reprise après la pandémie de coronavirus (COVID-19), les ménages ont accru leurs achats de certains produits, tels que les produits électroniques et le matériel de bricolage, ce qui a entraîné un bond plus fort que prévu de la demande, en particulier dans certains secteurs. Cette hausse de la demande, conjuguée à des événements indépendants de la volonté des fournisseurs (cas de force majeure), tels que des foyers de coronavirus dans les ports, des accidents dans les usines et des conditions météorologiques défavorables, ont entraîné des goulets d'étranglement dans le secteur du transport et provoqué des pénuries d'intrants spécifiques tels que les plastiques, les métaux, le bois et les semi-conducteurs¹. Les stocks ayant diminué au début de la pandémie en raison des déstockages et des pénuries d'intrants liées aux fermetures et aux politiques conservatrices en matière de stocks, les entreprises ont eu des difficultés pour faire face à la hausse rapide de la demande et à la reconstitution des stocks épuisés. Ce déséquilibre entre la demande et l'offre est mis en évidence par l'allongement sans précédent des délais de livraison des fournisseurs, en particulier dans les secteurs qui dépendent du transport et des intrants en provenance de secteurs subissant des pénuries, à savoir les équipements informatiques et électroniques, les machines et les équipements, les produits en bois, les véhicules à moteur et les produits chimiques. Globalement, en juin, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs a chuté à un point bas historique (ce qui signifie des délais de livraison plus longs) depuis le début de la série statistique en 1999.

Les volumes transportés se sont redressés depuis le point bas de mi-2020

(graphique A). Au premier semestre 2021, des perturbations temporaires, telles que l'incident dans le canal de Suez en mars, ont entraîné de fortes tensions sur le transport maritime mondial mais n'ont pas interrompu la dynamique de croissance positive, comme le reflètent les indicateurs de performance des ports au niveau mondial (total) et pour les ports européens de la mer du Nord. Le trafic du fret aérien au niveau européen a été plus durement touché par la pandémie en raison de la réduction sans précédent des vols passagers, qui a réduit la capacité de chargement². Toutefois, début 2021, le trafic du fret aérien avait retrouvé son niveau

¹ Cf. l'encadré intitulé « Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ? », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 et l'encadré intitulé « 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.

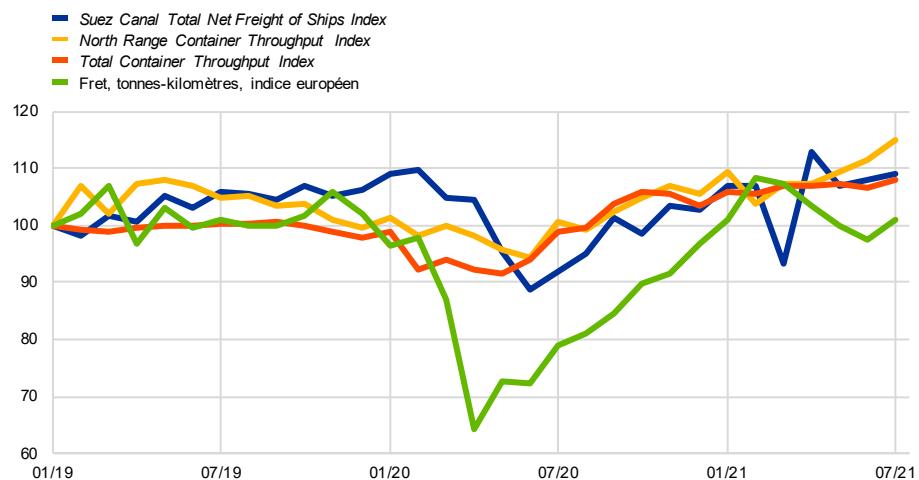
² Les entreprises ont essayé d'atténuer la diminution de la capacité de chargement en convertissant les avions passagers en avions cargo et ont continué d'utiliser la capacité des avions passagers pour transporter des marchandises dans les cabines. La capacité disponible totale a néanmoins diminué considérablement en 2020, comme le montre le graphique B.

d'avant la crise, les entreprises remplaçant en partie le fret maritime par le transport aérien.

Graphique A

Volumes du transport maritime et aérien de marchandises

(indices corrigés des variations saisonnières, janvier 2019 = 100)



Sources: Suez Canal Authority, RWI/ISL, IATA et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2021.

Les routes maritimes qui subissent les tensions les plus fortes sont celles allant de l'Asie vers l'Amérique du Nord et de l'Asie vers l'Europe (graphique B), ce qui entraîne des augmentations exceptionnelles des coûts du transport maritime³. Les capacités de transport sur la route commerciale de l'Asie vers l'Amérique du Nord ont rebondi plus fortement après la pandémie que celles de la route de l'Asie vers l'Europe, en partie en raison d'un accroissement de la capacité lié à la trajectoire de reprise robuste observée aux États-Unis. Compte tenu de l'offre relativement inélastique de capacités de transport maritime et des perturbations dans le secteur du transport, les taux de fret au comptant (à court terme) en conteneur pour les routes commerciales en partance d'Asie ont atteint des niveaux record, en particulier en ce qui concerne les routes vers l'Amérique du Nord⁴. Cette évolution a également entraîné une réorientation des capacités vers cette route commerciale plus lucrative aux dépens des autres routes⁵. L'activité de transport maritime repose essentiellement sur des contrats fixes à long terme. Dans le contexte actuel, la négociation des nouveaux contrats à long terme a probablement été affectée, avec pour résultat une augmentation marquée des taux

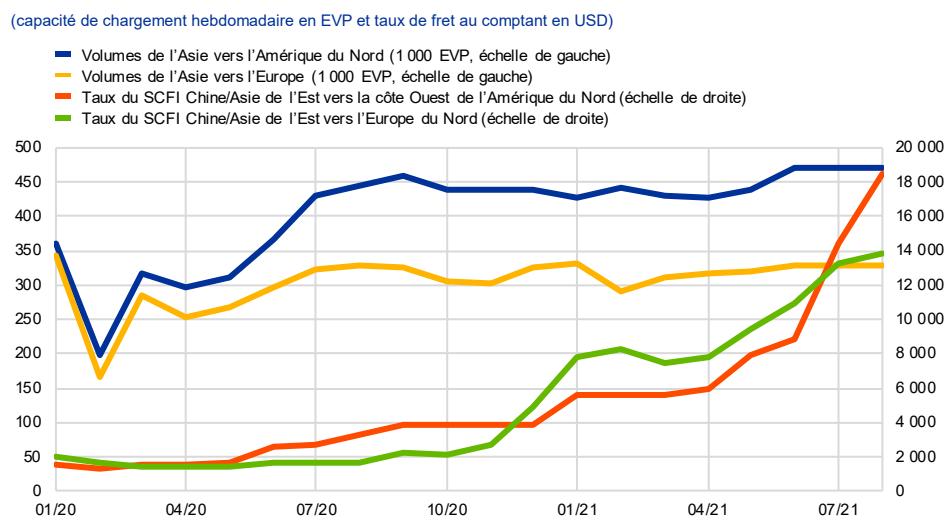
³ L'Harpex, un indice des coûts du transport en conteneur au niveau mondial a été plus ou moins stable à des niveaux comparativement plus bas au cours des années ayant précédé le début de la pandémie de COVID-19. Toutefois, au premier trimestre 2021, il a bondi au-dessus de son dernier pic, qui remonte au deuxième trimestre 2005, et au troisième trimestre, il a atteint un niveau plus de deux fois supérieur à ce dernier pic.

⁴ Selon une analyse économétrique fondée sur un modèle vectoriel autorégressif structurel, la hausse des coûts du transport maritime début 2020 a été déterminée par des contraintes d'offre, tandis que l'augmentation observée fin 2020 a principalement résulté de la forte reprise de la demande mondiale. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

⁵ Cf. Khasawneh (R.) et Xu (M.), « [China-U.S. container shipping rates sail past \\$20,000 to record](#) », Reuters, août 2021.

de fret, mais cependant moins forte pour les contrats à long terme que pour les contrats s'appuyant sur les taux au comptant⁶.

Graphique B Capacités de transport et taux de fret



Sources : CTS, Bloomberg, Freightos et calculs des services de la BCE.

Notes : EVP signifie « capacité de chargement en équivalent 20 pieds » et SCFI signifie « Shanghai Containerized Freight Index ». Les dernières observations se rapportent à août 2021.

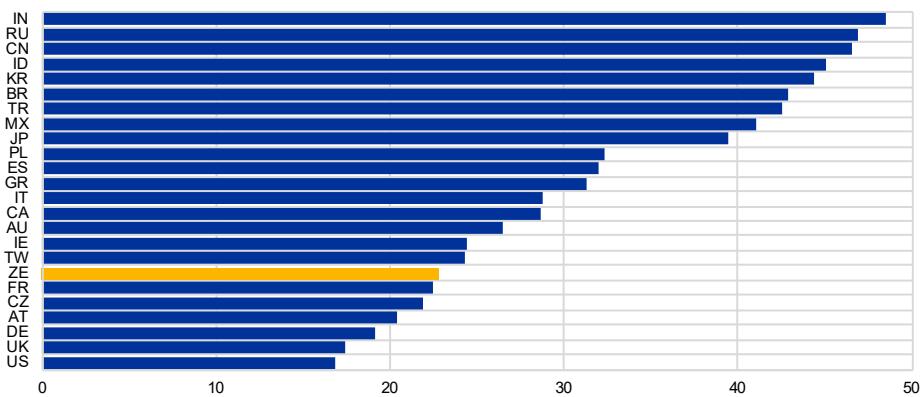
Les pays de la zone euro et de l'UE font partie des pays les plus affectés par les goulets d'étranglement liés au transport maritime et aux intrants, comme le montre l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs. Le graphique C montre que les délais de livraison des fournisseurs sont restés longs en août dans presque tous les pays, les pays de l'UE, les États-Unis, le Royaume-Uni et Taïwan étant particulièrement affectés. Le classement des pays reflète une multitude de facteurs : 1) une composition par produits orientée majoritairement vers les secteurs touchés (par exemple l'industrie automobile pour la zone euro, l'électronique à Taïwan) ; 2) la vigueur des conditions de la demande ; 3) la gravité des problèmes de transport et de logistique ; 4) des événements défavorables spécifiques, tels que des conditions météorologiques extrêmes dans certains pays ; 5) les politiques en matière de stocks (par exemple la constitution de stocks de puces et de métaux par la Chine).

⁶ Cf. Sand (P.), « *Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever* », BIMCO, juin 2021.

Graphique C

Délais de livraison des fournisseurs par pays

(indice de diffusion)



Source : Markit.

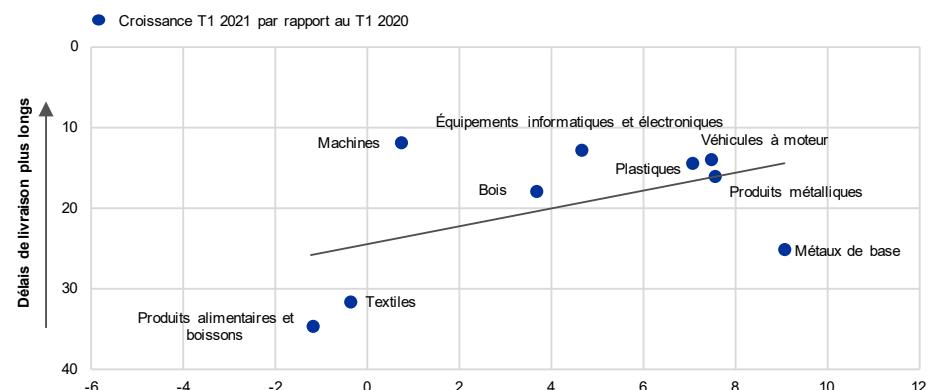
Notes : Le graphique présente les valeurs pour août 2021. Le pays au dernier rang du classement est celui où les délais de livraison des fournisseurs sont les plus longs. « ZE » signifie « zone euro ».

Dans la zone euro, les secteurs d'exportation qui connaissent la reprise la plus rapide sont confrontés à des pénuries plus importantes au niveau de l'offre (graphique D). En particulier, les exportations de véhicules à moteur, de produits électroniques et de produits métalliques, qui avaient enregistré une forte expansion au premier trimestre 2021 par rapport au premier trimestre 2020, ont été affectées par des contraintes d'offre qui ont ralenti le développement continu de ces secteurs. Cette évolution souligne le rôle joué par la vigueur de la demande dans l'allongement des délais de livraison des fournisseurs. Les délais se sont également tendus dans le secteur des machines, qui utilise comme intrants des équipements électroniques et des produits métalliques.

Graphique D

Exportations hors zone euro et délais de livraison des fournisseurs par secteur

(croissance annuelle en pourcentage en valeurs, indice de diffusion des directeurs d'achat)



Sources : Eurostat, Markit et calculs des services de la BCE.

Notes : Une valeur plus faible sur l'axe vertical indique un délai de livraison plus long. Les valeurs correspondent au premier trimestre 2021 pour les exportations et à mai 2021 pour les délais de livraison des fournisseurs. La ligne de régression représente la relation entre les valeurs correspondant aux délais de livraison des fournisseurs et la croissance de ces secteurs entre le premier trimestre 2020 et le premier trimestre 2021.

Une analyse empirique utilisant des données de panel par pays identifie et quantifie l'impact des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sur la croissance des exportations au-delà du rôle joué par les conditions de la demande. Les taux de croissance mensuels des exportations en volume pour un panel de 23 pays sont régressés sur une mesure donnant une approximation des goulets d'étranglement. L'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs est utilisé pour rendre compte de l'ampleur des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, et les importations de consommations intermédiaires en provenance des secteurs qui subissent des goulets d'étranglement sont utilisées pour mesurer l'exposition de chaque pays aux perturbations de l'offre. Afin d'évaluer l'impact sur la croissance des exportations, l'indice des directeurs d'achat, la part des consommations intermédiaires importées en provenance de secteurs connaissant des goulets d'étranglement et leur interaction sont inclus dans une régression (avec des effets fixes temporels et par pays) afin de prendre en compte les effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Les indices des directeurs d'achat par pays relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation (pour mesurer la demande étrangère) et des retards dans la variable dépendante sont également inclus⁷. En outre, seuls les pays dont les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat s'écartent sensiblement du niveau moyen de l'indice sont considérés comme significativement affectés par les goulets d'étranglement. Cette configuration permet de vérifier si les goulets d'étranglement affectant les intrants importés ont un impact négatif sur la croissance des exportations. En résumé, les exportations d'un pays devraient être affectées négativement par les longs délais de livraison des fournisseurs et cet impact devrait être amplifié lorsque la part des importations de consommations intermédiaires en provenance de secteurs connaissant des goulets d'étranglement est plus élevée.

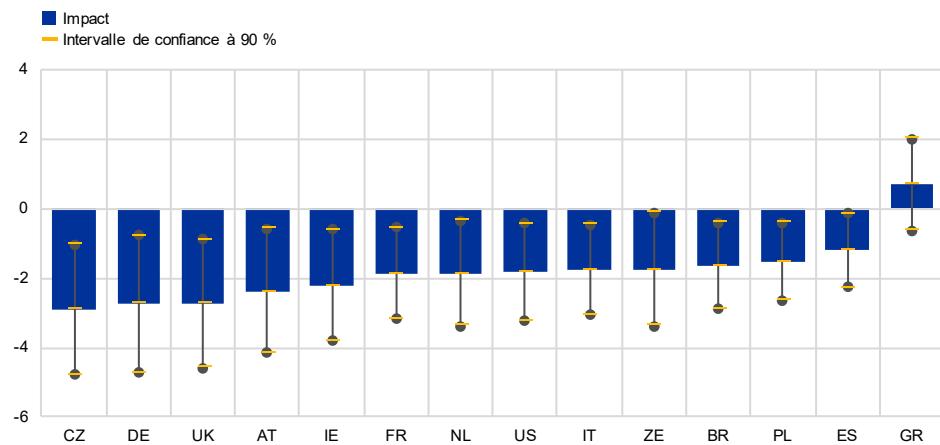
Les estimations confirment que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont exercé une incidence négative sur la croissance des exportations de biens et que l'impact est plus fort pour les pays ayant des expositions plus importantes aux secteurs connaissant des goulets d'étranglement. Le graphique E met en évidence les effets des goulets d'étranglement au niveau de l'offre dans les différents pays. Le classement reflète à la fois la gravité des goulets d'étranglement (par exemple, l'allongement des délais de livraison) et l'ampleur de l'exposition aux secteurs connaissant des goulets d'étranglement. La plupart des pays sont situés dans l'UE, les effets estimés les plus défavorables se faisant sentir sur les grands pays de la zone euro et les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, ces derniers étant très probablement affectés par les liens entre les chaînes d'approvisionnement dans les secteurs gravement touchés (par exemple le secteur automobile).

⁷ Les tableaux d'entrées-sorties de la Banque asiatique de développement sont utilisés pour calculer la part des intrants importés directement et indirectement en provenance de secteurs connaissant des goulets d'étranglement par rapport au total des intrants importés. Les secteurs touchés par des perturbations de l'approvisionnement sont les machines, les équipements électriques et optiques, les équipements de transport, le transport terrestre, le transport fluvial, le transport aérien et les autres activités de transport.

Graphique E

Impact des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sur les pays touchés

(effet moyen sur la croissance mensuelle des exportations de biens, en points de pourcentage)



Sources : CPB, Markit, tableaux d'entrées-sorties multirégionaux de la Banque asiatique de développement et calculs des services de la BCE.

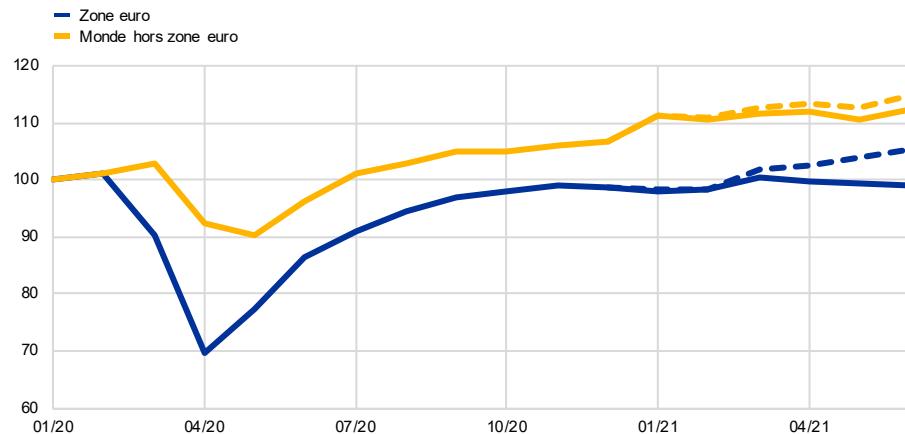
Note : « ZE » signifie « zone euro ».

Le manque cumulé estimé pour le niveau des exportations de biens s'élève à 6,7 % pour la zone euro et à 2,3 % au niveau mondial. Le graphique F présente l'évolution contrefactuelle des exportations hors zone euro de la zone euro et des exportations mondiales (hors zone euro). Selon l'analyse, les exportations de biens de la zone euro auraient été plus élevées de 6,7 % si elles n'avaient pas été affectées par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Les exportations mondiales de biens (hors zone euro) auraient été plus élevées de 2,3 %. Même si les consommateurs ont commencé à rééquilibrer leurs achats au profit des services dans le sillage de la réouverture progressive des économies, les perturbations du côté de l'offre ne montrent pas encore de signes de normalisation. De plus, la résurgence de cas de COVID-19 en Asie exerce de nouvelles pressions sur le transport et la manutention du fret ainsi que sur les secteurs déjà affectés par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, comme les secteurs des semi-conducteurs et de l'automobile.

Graphique F

Pertes estimées pour les exportations de biens

(indice : janvier 2020 = 100)



Sources : CPB, Markit, tableaux d'entrées-sorties multirégionaux de la Banque asiatique de développement et calculs des services de la BCE.
Note : Les lignes en pointillés montrent l'évolution estimée des exportations en l'absence de goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

5

Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique

Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik et Eliza Lis

Dans son plan d'action sur le changement climatique, la BCE s'engage à accélérer la mise au point de nouveaux modèles et à mener des analyses théoriques et empiriques afin d'étudier les implications du changement climatique et des mesures associées pour l'économie¹. Comme première étape de sa feuille de route détaillée décrivant les actions à mener en matière de climat, la BCE envisage d'inclure des hypothèses techniques relatives à la tarification du carbone dans les projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE². Compléter ainsi les hypothèses techniques permettra d'enrichir les modèles économiques utilisés dans les projections. Dans ce contexte, le présent encadré décrit de manière synthétique la genèse et les caractéristiques de base du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE), qui fixe le prix du carbone dans l'UE.

Le SEQE-UE est le marché sur lequel se négocient les quotas d'émission – chaque quota donnant à son détenteur le droit d'émettre une tonne d'équivalent dioxyde de carbone (CO₂) – au sein de l'UE. Il constitue un outil essentiel de la politique de l'UE pour réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) et couvre environ 10 000 entreprises du secteur de l'électricité et de l'industrie manufacturière ainsi que les compagnies aériennes opérant entre aéroports situés dans l'Espace économique européen (EEE). Au total, 40 % environ des émissions de GES dans l'UE sont régis par le système SEQE-UE. En juillet 2021, une révision du système a été proposée dans le cadre de l'ambitieux paquet législatif « Ajustement à l'objectif 55 » (« Fit for 55 ») qui – avec d'autres mesures des autorités publiques – a comme objectif de réduire de 55 % l'ensemble des émissions de GES d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 1990³.

Le système SEQE-UE repose sur un « principe de plafonnement et d'échange » (cap and trade) des droits d'émission : un plafond est fixé pour

¹ Cf. « La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire », communiqué de presse, BCE, 8 juillet 2021. Cf. également « *Climate change and monetary policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 271, BCE, septembre 2021, qui résume les contributions des services de la BCE aux délibérations du Conseil des gouverneurs dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

² Cf. « *Feuille de route détaillée* », annexe au communiqué de presse de la BCE présentant son plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire, BCE, 8 juillet 2021.

³ Cf. Communication de la Commission « Ajustement à l'objectif 55 » : atteindre l'objectif climatique de l'UE à l'horizon 2030 sur la voie de la neutralité climatique (COM(2021)550 final) pour une vue d'ensemble du paquet ; et Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2003/87/CE établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans l'Union, la décision (UE) 2015/1814 concernant la création et le fonctionnement d'une réserve de stabilité du marché pour le système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre de l'Union et le règlement (UE) 2015/757 (COM(2021)551 final) pour les révisions proposées du système SEQE-UE.

limiter le niveau total des GES pouvant être émis annuellement par les acteurs économiques couverts par le système. Le niveau du plafond détermine le nombre de quotas d'émission disponibles dans le système et il est abaissé au fil du temps afin d'imposer une réduction progressive des émissions et d'aboutir à la neutralité carbone d'ici 2050. Dans les limites de ce plafond, les quotas d'émission sont alloués aux participants, soit à titre gratuit, soit par mise aux enchères. Chaque année, les entreprises et les autres entités économiques doivent « restituer » un quota pour chaque tonne d'équivalent CO₂ émis cette même année. Si les émissions d'un participant excèdent les quotas qui lui sont alloués, ce participant doit acheter des quotas supplémentaires sur le marché SEQE-UE. À l'inverse, si un participant réduit ses émissions au-dessous des niveaux autorisés/alloués, il peut soit conserver l'excédent de quotas pour couvrir ses besoins futurs, soit les vendre sur le marché SEQE-UE ⁴.

Le système SEQE-UE a démarré en 2005 avec une mise en œuvre par « phases » distinctes, au cours desquelles le plafond des quotas d'émission a été progressivement abaissé et le champ d'application du système élargi – géographiquement, par secteur et par type d'émissions de GES couverts (tableau A) ⁵. Si les deux premières phases ont été caractérisées par un grand nombre d'allocations à titre gratuit et souvent aussi par des inadéquations entre l'offre et la demande, en particulier en raison de la grande crise financière qui a débuté en 2008, les deux phases plus récentes se sont accompagnées d'une augmentation de la part des quotas d'émission mis aux enchères par rapport à celle des quotas alloués, d'une harmonisation des règles, d'un abaissement du plafond annuel des émissions, et de réformes du marché destinées à ajuster l'offre excédentaire grâce au gel (*back-loading*) des excédents de quotas, c'est-à-dire le report des enchères de quotas sans réduction du nombre total de quotas mis aux enchères, et au transfert des quotas dans une réserve de stabilité du marché. À cet égard, la directive SEQE-UE révisée ⁶, annoncée en 2018, comportait une réduction substantielle de l'excédent de quotas d'émission.

⁴ Pour plus de précisions sur le système SEQE-UE, cf. le rapport sur le fonctionnement du marché européen du carbone publié tous les ans par la Commission européenne.

⁵ Pour de plus amples informations concernant l'évolution du système SEQE-UE, cf. « *Development of EU ETS (2005-2020)* », Commission européenne.

⁶ Directive (UE) 2018/410 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2018 modifiant la directive 2003/87/CE afin de renforcer le rapport coût-efficacité des réductions d'émissions et de favoriser les investissements à faible intensité de carbone, et la décision (UE) 2015/1814 (JO L 76, 19.03.2018, p. 3). Cf. également Directive 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 octobre 2003 établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté et modifiant la directive 96/61/CE du Conseil (JO L 275, 25.10.2003, p. 32).

Tableau A
Les quatre phases du système SEQE-UE

PHASE 1 : 2005-2007	PHASE 2 : 2008-2012
<ul style="list-style-type: none"> Géographie : EU27 Plafond : pas de trajectoire de réduction Quotas : gratuits Secteurs : électricité et chauffage, raffineries de pétrole, fours à coke, industrie sidérurgique, production de ciment, de verre, de chaux, de briques, de céramique, de pâte à papier, de papier et de carton Caractérisée par une offre excédentaire de quotas et des prix chutant à zéro à la fin de la phase 	<ul style="list-style-type: none"> Géographie : UE27 + la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein Plafond : pas de trajectoire de réduction Quotas : majoritairement gratuits Secteurs : aviation rajoutée en 2012 La crise financière de 2008 a réduit l'activité industrielle et les émissions des pays de l'UE, ce qui a entraîné un déséquilibre entre l'offre et la demande
PHASE 3 : 2013-2020	PHASE 4 : 2021-2030
<ul style="list-style-type: none"> Géographie : la Croatie a rejoint le SEQE-UE Plafond : plafond à l'échelle de l'UE, avec une réduction de 1,74 % chaque année Quotas : passage progressif à la mise aux enchères ; quotas gratuits distribués selon des références harmonisées (les entreprises « plus vertes » bénéficient de quotas gratuits) Secteurs : installations de capture et de stockage du carbone, production de produits pétrochimiques, d'ammoniaque, de métaux non ferreux et ferreux, de gypse, d'aluminium, et d'acide nitrique, adipique et glyoxylique (à divers seuils) inclus Introduction de mécanismes de marché destinés à corriger les déséquilibres entre l'offre et la demande (gel des excédents de quotas jusqu'en 2019-2020, transfert des quotas non alloués vers une réserve de stabilité du marché) Entrée en vigueur de la directive SEQE-UE révisée pour la quatrième phase 	<p>En place :</p> <ul style="list-style-type: none"> Géographie : le Royaume-Uni a quitté le SEQE-UE Plafond : le facteur annuel de réduction porté de 1,74 % à 2,2 % Doublement des contingents de quotas transférés à la réserve de stabilité du marché (de 12 % à 24 %) jusqu'en 2023 À compter de 2023, les quotas détenus dans la réserve de stabilité du marché sont limités, les volumes excédentaires ne sont plus admissibles <p>Propositions dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » :</p> <ul style="list-style-type: none"> Plafond : le facteur de réduction est porté de 2,2 % à 4,2 % Quotas : maintien de la gratuité des quotas conditionnée aux efforts de décarbonation ; réduction graduelle des quotas gratuits Secteurs : transport maritime inclus au SEQE-UE Introduction d'un système d'échange des quotas distinct pour les émissions dans la construction et le transport Maintien à 24 % des contingents de quotas transférés à la réserve de stabilité

Le prix des quotas d'émission échangés dans le système SEQE-UE a augmenté, passant de 8 euros par tonne d'équivalent CO2 début 2018 à 60 euros environ plus récemment (graphique A). Parmi les déterminants importants des prix à moyen terme figurent l'introduction de la réserve de stabilité du marché ainsi qu'une réduction plus rapide du nombre de quotas d'émission disponibles pour les entreprises couvertes par le système. En outre, comme évoqué précédemment, la révision en 2018 de la directive relative au SEQE-UE – qui met en place le cadre pour la quatrième phase (2021-2030) – a renforcé la crédibilité du dispositif. Plus récemment, la perception d'un changement de cap vers des politiques du climat plus contraignantes à l'échelle mondiale et la probabilité que l'allocation gratuite des quotas d'émission prenne fin plus tôt, comme énoncé dans le paquet « Ajustement à l'objectif 55 », ont probablement contribué à des hausses de prix. L'annonce du pacte vert européen⁷ et, dans son sillage, les reports de mises aux enchères des quotas en 2021 ont également favorisé la hausse des prix. Au-delà de ces changements de caractéristiques du marché, il se peut aussi que la hausse des prix reflète une augmentation de la demande d'énergie en raison des

⁷ Cf. « [Un pacte vert pour l'Europe](#) », Commission européenne.

conditions météorologiques et d'une réouverture de l'économie après la fin des restrictions liées à la pandémie de coronavirus (COVID-19), ainsi qu'un comportement spéculatif de la part de certains acteurs du marché qui prennent des positions longues sur le marché SEQUE-UE en prévision de nouvelles hausses des prix au cours des prochains mois. Jusqu'à présent, les prix des contrats à terme ont été relativement stables, malgré une pente de la courbe légèrement haussière. Cela s'explique principalement par le fait que les excédents de quotas peuvent être conservés pour des besoins futurs, ce qui crée un lien étroit entre prix au comptant et prix des contrats à terme. Le coût de stockage de ces quotas est faible et il n'y a pas d'avantage apparent à conserver des quotas comme dans le cas des matières premières physiques. Par conséquent, la principale différence entre les prix au comptant des quotas d'émission et les prix des contrats à terme est le coût d'opportunité de la somme versée pour acquérir le quota au comptant⁸.

Graphique A

Quotas d'émission dans l'UE – prix au comptant et prix des contrats à terme sur le marché SEQUE

(en euros par tonne métrique)



Sources : Refinitiv, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Les prix annuels des contrats à terme SEQUE-UE sont calculés comme des moyennes des prix des contrats à terme trimestriels pour une année donnée. Dernière observation : août 2021 pour les prix au comptant sur le SEQUE-UE (données mensuelles) et décembre 2023 pour les prix des contrats à terme sur le SEQUE-UE (données trimestrielles).

Jusqu'à présent, les prix des quotas d'émission ont probablement affecté uniquement la composante énergie de l'IPCH – en particulier les prix de l'électricité – en raison des quotas gratuits dans les autres secteurs et de la couverture encore limitée des secteurs. En 2020, tous pays confondus, la majorité des quotas alloués aux installations industrielles du secteur manufacturier et

⁸ La possibilité existe que la pente de la courbe se déplace dans le futur. Cela pourrait se produire, par exemple, si le rendement d'opportunité actuellement légèrement négatif devenait encore plus négatif. Cela pourrait être le cas si les détenteurs de quotas physiques étaient concernés par des modifications des règles qui réduisent la valeur des quotas physiques, mais pas la valeur des contrats à terme. À cet égard, la crainte de certains intervenants de marché est que les régulateurs puissent restreindre le droit de report de quotas d'une année sur l'autre. Cf. également Bredin (D.) et Parsons (J.), « *Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices* », *The Energy Journal*, vol. 37, n° 3, 2016.

de l'aviation dans l'EEE l'ont été à titre gratuit, tandis que la majorité des quotas d'émission alloués à la combustion de combustibles fossiles ont été mis aux enchères (graphique B). La récente hausse des prix des quotas d'émission est considérée comme une cause des récentes augmentations des prix de l'électricité dans certains pays de la zone euro. C'est particulièrement le cas dans les pays où les prix de l'électricité ne sont pas réglementés, ou ne le sont que partiellement, et où les ménages optent pour des tarifs variables⁹. Dans d'autres pays, les prix de l'électricité sont susceptibles de réagir avec un décalage en raison de la réglementation des prix ou sont moins affectés en raison du recours à la production d'électricité faiblement carbonée¹⁰. À plus long terme, l'impact direct des prix des quotas d'émission sur l'inflation dépendra également du rythme de décarbonation, y compris de la transition d'une électricité produite à l'aide de combustibles fossiles à forte intensité en carbone vers une électricité produite à partir de sources neutres en carbone. Selon les données d'Eurostat, la part des combustibles fossiles utilisés pour la production d'électricité dans l'UE a diminué pour s'établir à 40 % en 2020 après 45 % environ en 2018, mais cette part varie de manière significative d'un pays à l'autre. Cette année, toutefois, la production d'électricité à partir du charbon a augmenté, en dépit de la hausse des prix des quotas d'émission, ce qui reflète probablement le niveau actuellement élevé des prix du gaz. Dans l'ensemble, le risque que les prix des quotas d'émission dans le cadre du système SEQE-UE actuel se traduisent par une hausse significative de l'inflation totale à court terme semble limité, car c'est principalement la composante énergie de l'IPCH qui a été affectée jusqu'à présent.

Pour l'avenir, conformément au plan d'action récemment annoncé par la BCE, les politiques visant à atténuer le changement climatique ainsi que d'autres politiques de ce type devront faire l'objet d'une analyse plus approfondie du point de vue de leurs implications pour l'inflation et pour la production. Cela nécessitera de poursuivre le développement de la modélisation macroéconomique, un élément essentiel pour soutenir la conduite de la politique monétaire.

⁹ Cf. Pacce (M.), Sánchez (I.) et Suárez-Varela (M.), « *Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO2 emission allowances and higher gas prices* », *Occasional Paper*, n° 2120, Banco de España, 2021.

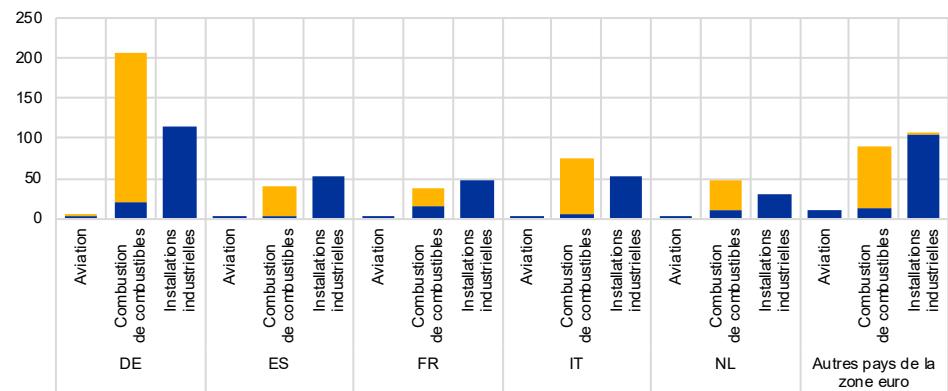
¹⁰ La part d'électricité générée à partir d'énergie renouvelable faiblement carbonée ou à partir d'énergie nucléaire varie de manière substantielle entre les différents pays de la zone euro et, par conséquent, la part d'électricité produite à partir de combustibles fossiles également. Cf., par exemple, *Energy, transport and environment statistics*, Eurostat, 2020.

Graphique B

Quotas d'émission alloués et autres émissions nécessitant un achat de quotas, par secteur

(en millions de tonnes équivalent CO₂, 2020)

- Quotas d'émission alloués
- Émissions vérifiées restantes



Sources : Agence européenne pour l'environnement et calculs de la BCE.

Notes : Les émissions vérifiées restantes sont calculées comme le total des émissions vérifiées moins les quotas d'émission alloués. Les émissions des installations industrielles sont égales à la somme des émissions de l'ensemble des secteurs industriels inclus. La couverture des émissions vérifiées par les quotas alloués varie entre les secteurs industriels : les émissions de certains secteurs ne sont pas totalement couvertes par leurs quotas alloués, tandis que les émissions d'autres secteurs sont inférieures à leurs quotas alloués.

Articles

1 Les heures travaillées dans la zone euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo et António Dias da Silva

1 Introduction

Le présent article analyse l'évolution des heures travaillées par personne employée dans la zone euro, au regard de leur pertinence quant à la contribution du facteur travail à la production de biens et de services et à la capacité du marché du travail à s'adapter aux évolutions macroéconomiques¹.

Tout d'abord, il analyse les facteurs à l'origine de la baisse tendancielle des heures travaillées par personne employée au cours des 25 dernières années. Il examine ensuite l'importance des heures travaillées par personne employée pour l'ajustement du marché du travail lors des phases d'expansion et de reprise économiques.

La baisse à long terme du nombre d'heures travaillées par personne employée peut avoir une incidence sur la contribution du facteur travail, en fonction de son interaction avec le taux d'activité. Les variations conjoncturelles du nombre d'heures travaillées par personne employée permettent une certaine flexibilité pendant les périodes de ralentissement de l'activité, étant donné que les entreprises peuvent ajuster les coûts de main-d'œuvre en réduisant le nombre d'heures plutôt que l'emploi (maintien de sureffectifs) en cas de chocs défavorables sur la rentabilité des entreprises concernées. La contribution du nombre d'heures moyen à l'ajustement conjoncturel influe sur la mesure de la vigueur du marché du travail et de la sous-utilisation de ses capacités. Il s'agit d'un facteur déterminant de la dynamique de la hausse des salaires et des prix, ce qui la rend pertinente pour la conduite de la politique monétaire.

La baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée est un phénomène de long terme. Le nombre annuel d'heures travaillées par personne employée a diminué de plus de mille heures en France, en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas entre 1870 et 1973². Des évolutions similaires ont été observées

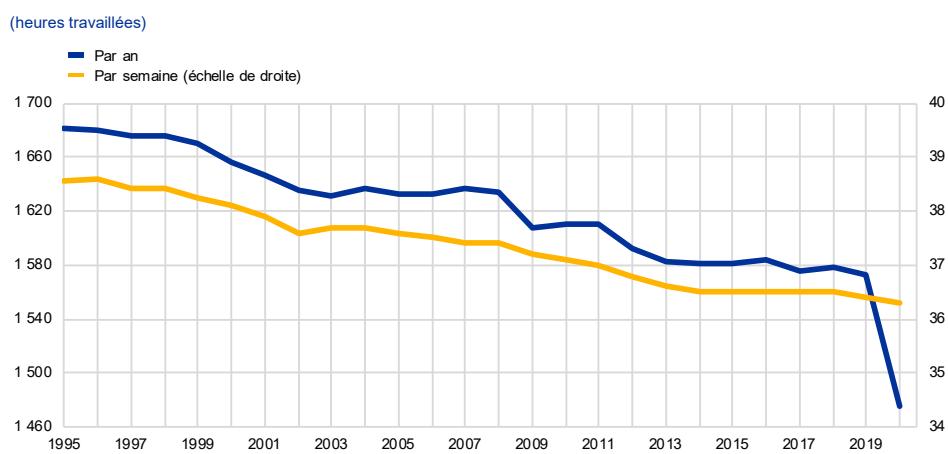
¹ Deux sources principales de données pour les heures travaillées par personne employée sont utilisées tout au long de l'article. La première est le fichier des comptes nationaux d'Eurostat, qui contient des informations sur l'emploi total et le nombre total d'heures travaillées. Les heures travaillées par personne employée sont obtenues en divisant le total des heures travaillées par l'emploi total. La seconde est l'enquête européenne sur les forces de travail (EFT-UE). L'EFT-UE collecte des données sur le « nombre d'heures habituellement travaillées par semaine » et sur le « nombre d'heures effectivement travaillées au cours de la semaine de référence ». Le nombre d'heures habituellement travaillées par semaine comprend toutes les heures, y compris les heures supplémentaires (rémunérées ou non) habituellement travaillées par une personne. Le nombre d'heures effectivement travaillées au cours de la semaine de référence couvre toutes les heures, y compris les heures supplémentaires, qu'elles aient été rémunérées ou non.

² Données collectées dans Maddison (A.), *The World Economy: A Millennial Perspective*, OCDE, 2001. Plus précisément, le nombre annuel d'heures travaillées par personne employée en 1870 était de 2 945 en France, de 2 841 en Allemagne, de 2 886 en Italie et de 2 964 aux Pays-Bas. En 1973, le nombre d'heures travaillées par personne employée était descendu à 1 771 en France, 1 804 en Allemagne, 1 612 en Italie et 1 751 aux Pays-Bas.

dans d'autres pays, comme l'Australie, le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Le rythme de la baisse a légèrement ralenti après 1973 et est devenu plus inégal d'un pays à l'autre. Il y a plusieurs explications à la baisse sur le long terme du nombre d'heures travaillées par personne employée, le progrès technologique étant un facteur commun, voire un facteur facilitateur³. En fait, les progrès technologiques intervenus au cours des 150 dernières années ont modifié la nature du travail productif et entraîné la création d'un grand nombre d'emplois dans le secteur des services. Des gains de productivité rapides ont permis une augmentation des salaires et une réduction du coût des activités de loisirs, ce qui a modifié la répartition optimale du temps entre travail et loisirs. Cet article fait une analyse détaillée sur les 25 dernières années de l'évolution des heures travaillées par personne employée dans la zone euro.

Entre 1995 et 2019, le nombre annuel d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro a diminué de plus de cent heures. Le nombre hebdomadaire d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro s'est réduit de 38,6 en 1995 à 36,4 en 2019 (graphique 1). La baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée a été particulièrement importante en 2020, en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19), mais la majeure partie de ce recul ne devrait être que temporaire. En outre, si la pandémie a affecté le nombre d'heures effectivement travaillées dans la zone euro, elle n'a pas entraîné de changements significatifs de la durée de travail hebdomadaire habituelle pour un travailleur moyen en 2020 par rapport à la période précédant la pandémie.

Graphique 1
Heures travaillées par personne employée



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.
Notes : Cf. la note de bas de page 1 pour la définition des deux mesures des heures travaillées utilisées dans ce graphique. La différence d'évolution des heures travaillées par personne employée entre les deux mesures en 2020 pourrait refléter l'effet temporaire de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro. La dernière observation se rapporte à 2020.

Le recul du nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro au cours des 25 dernières années est principalement lié aux évolutions

³ Boppert (T.) et Krusell (P.), « *Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 1, 2020. Les auteurs avancent que la baisse des heures travaillées s'explique par un effet revenu attribuable à la productivité légèrement plus important que l'effet de substitution.

du taux d'activité et du travail à temps partiel. D'un point de vue théorique, la réduction du nombre d'heures travaillées par personne employée pourrait refléter à la fois une diminution du nombre d'heures travaillées pour les emplois à temps plein ou à temps partiel et une augmentation de la part du travail à temps partiel. Le principal facteur à l'origine de la diminution du nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro au cours des 25 dernières années est une augmentation de la part du travail à temps partiel. Du point de vue des ménages, une hausse du taux d'activité accroît le revenu global et peut entraîner une diminution du nombre moyen d'heures travaillées en raison des effets revenu, c'est-à-dire que le revenu est plus élevé quand deux personnes du ménage travaillent, et qu'elles peuvent décider de travailler moins d'heures en moyenne. Cependant, les systèmes d'imposition conjointe peuvent décourager l'offre de travail du deuxième apporteur de revenus, ce qui accroît la probabilité que celui-ci travaille à temps partiel⁴. Les effets revenu et les systèmes d'imposition conjointe peuvent entraîner une diminution du nombre d'heures travaillées par personne employée. En outre, les modifications de la réglementation et des préférences des travailleurs ont une incidence sur le temps de travail. Par exemple, la réglementation du temps de travail a évolué (cf. l'introduction de la semaine de 35 heures en France au début des années 2000) parallèlement à des arbitrages en termes de préférences, les travailleurs demandant une réduction du nombre d'heures travaillées hebdomadaires plutôt que de négocier des salaires plus élevés⁵. L'augmentation du taux d'activité et de la part de l'emploi à temps partiel s'expliquent principalement par un taux d'activité plus élevé des femmes, celles-ci étant également plus susceptibles d'occuper des emplois à temps partiel. L'augmentation du taux d'activité des femmes résulte en partie d'un transfert de la production ménagère vers l'économie de marché (la « marchéisation » de la production ménagère), phénomène considéré comme s'étant produit plus tardivement et dans une mesure plus limitée en Europe qu'aux États-Unis⁶.

Les évolutions des heures travaillées par personne employée sont importantes pour mesurer la vigueur du marché du travail de la zone euro sur l'ensemble du cycle conjoncturel. Les répercussions de la crise financière

⁴ Pour des explications sur le nombre d'heures travaillées par personne employée en fonction de la fiscalité, cf., par exemple, Prescott (E.C.), « *Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?* », *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, vol. 28, n° 1, 2004 ; Ohanian (L.), Raffo (A.) et Rogerson (R.), « *Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, n° 8, 2008, p. 1353-1362 ; et Bick (A.), Brüggemann (B.), Fuchs-Schündeln (N.) et Paule-Paludkiewicz (H.), « *Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s* », *Journal of International Economics*, vol. 118, numéro C, 2019, p. 44-62. Cf. également Eckstein (Z.) et Wolpin (K.I.), « *Dynamic Labour Force Participation of Marry Women and Endogenous Work Experience* », *Review of Economic Studies*, vol. 56, n° 3, 1989, p. 375-390.

⁵ Cela implique une plus grande flexibilité en ce qui concerne la durée de la semaine de travail et la planification des congés annuels. D'autres réglementations, telles que l'accord-cadre sur le travail à temps partiel (directive 97/81/CE), ont facilité le recours au travail à temps partiel.

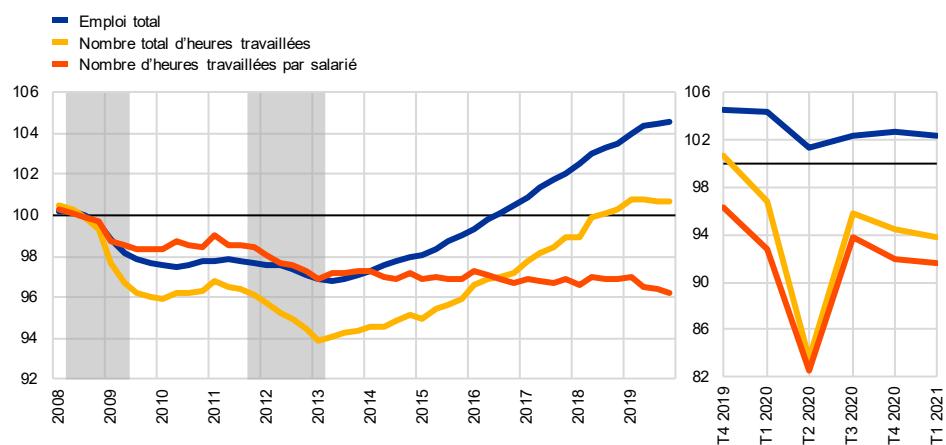
⁶ La marchéisation de la production ménagère fait référence au transfert de la production ménagère traditionnelle vers le marché. Il s'agit notamment de la préparation des repas, de la garde des enfants, des soins aux personnes âgées et du ménage. Cf., par exemple, Freeman (R.B.) et Schettkat (R.), « *Marketization of Household Production and the EU-US Gap in Work* », *Economic Policy*, vol. 20, n° 41, 2005, p. 5-50 ; Fang (L.) et McDaniel (C.), « *Home hours in the United States and Europe* », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, numéro 1, 2017, p. 1-27 ; et Bridgman (B.), Duernecker (G.) et Herrendorf (B.), « *Structural transformation, marketization, and household production around the world* », *Journal of Development Economics*, vol. 133, numéro C, 2019, p. 102-126.

mondiale et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont eu un effet durable sur le facteur travail, mesuré par le nombre total d'heures travaillées. Pendant la période de crise, le maintien de sureffectifs avec la réduction du nombre d'heures travaillées a limité la hausse du chômage dans la zone euro. L'ajustement du nombre d'heures travaillées constitue un élément important de toute analyse exhaustive de la vigueur et du calendrier des reprises sur le marché du travail, le taux de chômage pouvant ne pas refléter pleinement l'état du marché du travail. Par exemple, le nombre d'heures travaillées par personne employée est devenu encore plus important pour la capacité d'adaptation du marché du travail à la pandémie de COVID-19, les pays de la zone euro ayant mis en place des dispositifs de maintien de l'emploi pour protéger l'emploi (graphique 2) ⁷.

Graphique 2

Heures travaillées et emploi depuis la crise financière mondiale

(indice, base 100 en 2008)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Notes : Les zones grisées de la partie gauche représentent les récessions dans la zone euro, telles que définies par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2019 pour la partie gauche et au premier trimestre 2021 pour la partie droite.

2 Évolutions à long terme des heures travaillées

Les changements structurels de ces 25 dernières années ont eu une incidence considérable sur les heures travaillées par personne employée. Parmi ces transformations figurent l'augmentation de la part de l'emploi dans le secteur des services, la hausse du taux d'activité des femmes sur le marché du travail, la part accrue du travail à temps partiel et le vieillissement de la société ⁸. L'augmentation du taux d'activité a contribué à accroître le nombre total d'heures travaillées et le nombre d'heures travaillées par personne ⁹. Toutefois, dans la mesure où les

⁷ 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.

⁸ Les autres changements concernent notamment la polarisation du marché du travail. Cf., par exemple, Dias da Silva (A.), Laws (A.) et Petroulakis (F.), « [Hours of work polarisation?](#) », *Working Paper Series*, n° 2324, BCE, 2019.

⁹ Entre 1995 et 2019, le nombre annuel d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro est passé de 696 à 738.

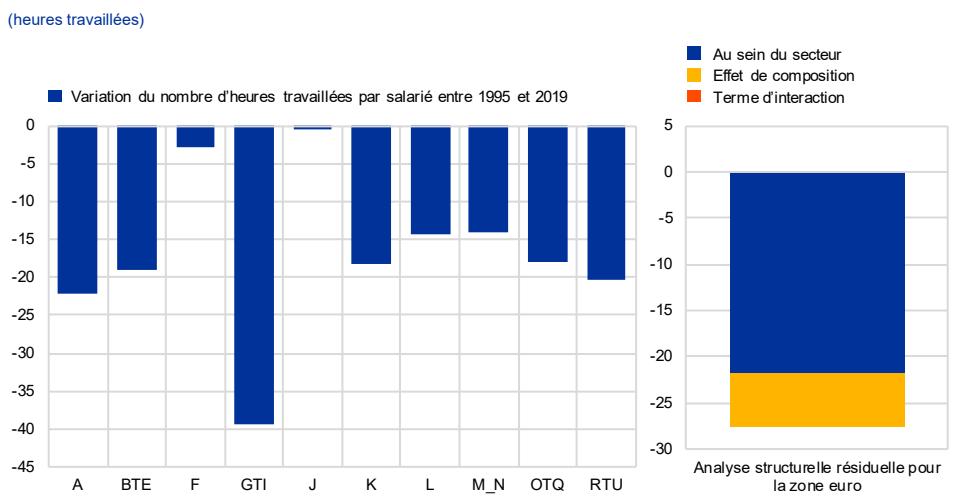
nouveaux arrivants sur le marché du travail ont travaillé moins d'heures, ils ont contribué à une diminution du nombre d'heures travaillées par personne employée. La présente section analyse les évolutions des heures travaillées par personne employée dans la zone euro au cours des 25 dernières années. Elle conclut que le principal facteur à l'origine de cette baisse est l'augmentation du taux d'activité des femmes, qui se reflète également dans l'augmentation du ratio emploi/population.

Le nombre d'heures travaillées par personne employée a diminué dans tous les secteurs, tandis que l'évolution au profit des services a exercé une pression supplémentaire à la baisse sur cet indicateur. Une analyse structurelle résiduelle montre que la majeure partie du recul séculaire du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro résulte de la dynamique intrasectorielle, le nombre moyen d'heures travaillées ayant diminué dans la plupart des secteurs. Toutefois, des effets de composition jouent également un rôle, comptant pour quelque 20 % dans la diminution du nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro depuis 1995 (graphique 3). Ces effets de composition sont dus à une baisse de la part de l'emploi dans l'agriculture et l'industrie et à l'augmentation correspondante de la part de l'emploi dans les services aux entreprises et les activités administratives et de support. La réorientation des activités manufacturières vers les services est souvent qualifiée de « servitisation » de l'économie, les entreprises manufacturières modifiant leur modèle économique pour commencer à vendre à la fois des biens et des services¹⁰. Plus généralement, les différences sectorielles en matière d'heures travaillées par personne employée sont également liées aux différences technologiques entre secteurs et aux conditions différentes offertes par les employeurs d'un secteur à l'autre. Le canal de la technologie implique des différences dans le nombre d'heures travaillées par personne employée d'un secteur à l'autre, en raison des différences entre les méthodes de production utilisées à l'échelle de l'entreprise dans les différents secteurs. Les différences entre les conditions offertes par les employeurs d'un secteur à l'autre sont dues aux évolutions de la demande de main-d'œuvre et du pouvoir de négociation des travailleurs lorsqu'ils négocient leurs contrats de travail.

¹⁰ La transformation structurelle de l'organisation sectorielle de l'économie, de l'agriculture et l'industrie manufacturière vers les services, est décrite dans Herrendorf (B.), Rogerson (R.) et Valintinyi (A.), « *Growth and Structural Transformation* », *Handbook of Economic Growth*, vol. 2, 2014, p. 855-941. Cf. également Crozet (M.) et Milet (E.), « *The Servitization of French Manufacturing Firms* », in Fontagné (L.) et Harrison (A.) (eds.), « *The Factory-Free Economy: Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry* », chapitre 4, 2017, pour plus de détails sur la « servitisation » des entreprises manufacturières françaises.

Graphique 3

Diminution du nombre d'heures travaillées par personne employée au niveau sectoriel – analyse structurelle résiduelle



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Notes : A – agriculture, BTE – industrie, F – construction, GTI – commerce de gros et de détail, J – technologies de l'information et de la communication, K – activités financières, L – immobilier, M_N – services aux entreprises et activités administratives et de support, OTQ – services publics, y compris santé et éducation, RTU – autres services, y compris les loisirs et les services à la personne. Le terme d'interaction est positif mais si petit qu'il est à peine visible dans le graphique.

Le recul du nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro s'est accompagné d'une augmentation correspondante du ratio emploi/population.

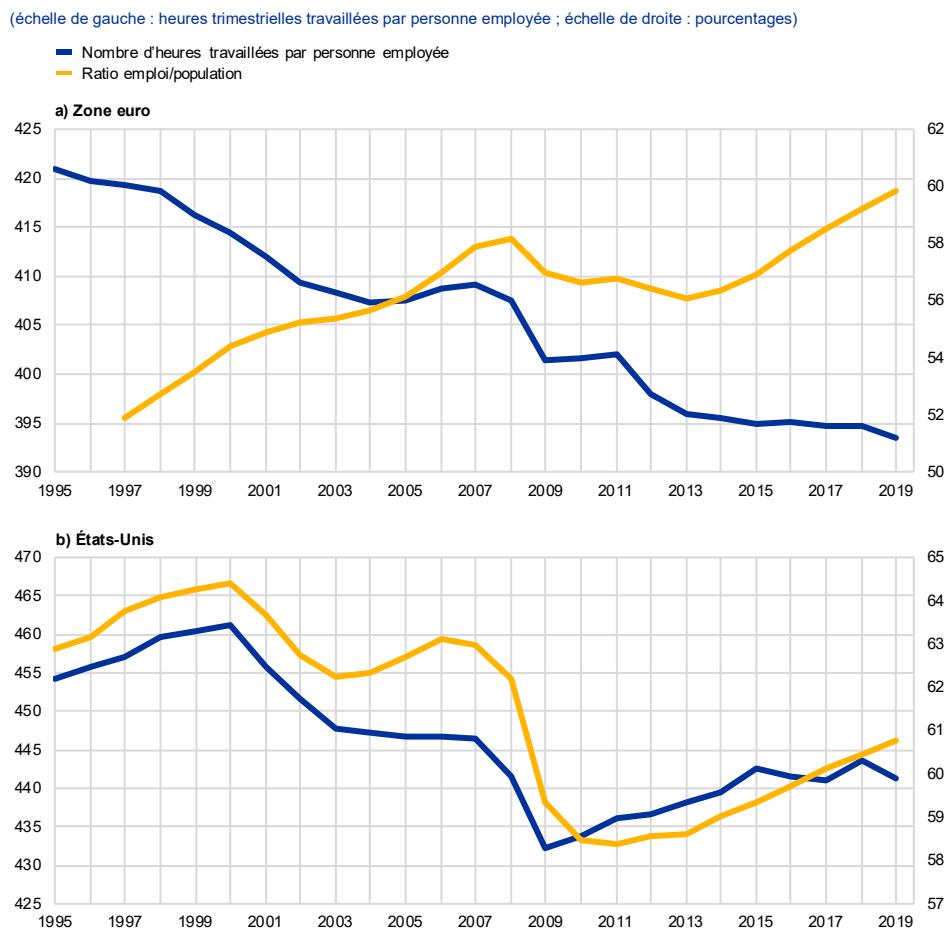
Le graphique 4 (partie a) compare le ratio emploi/population avec le nombre trimestriel d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro. Il montre qu'au cours des 25 dernières années, la baisse significative du nombre d'heures travaillées s'est accompagnée d'un accroissement du taux d'activité (environ 8 points de pourcentage), ce qui suggère un effet de substitution sur le marché du travail dans la mesure où davantage de personnes y sont entrées avec un nombre d'heures travaillées plus réduit. Globalement, l'augmentation du ratio emploi/population et la baisse du nombre moyen d'heures travaillées témoignent également de l'existence d'effets revenu et de modifications à long terme des décisions des ménages de la zone euro en matière d'offre de travail. Cette substituabilité entre nombre moyen d'heures travaillées et taux d'activité est une caractéristique propre à la zone euro, car elle est absente des données relatives aux États-Unis au cours de cette période. Aux États-Unis, l'emploi et les heures travaillées par personne employée ont tendance à être corrélés et dépendent principalement de la situation du cycle conjoncturel (graphique 4, partie b) ¹¹. En outre, la réduction du nombre d'heures travaillées par personne employée au cours des 25 dernières années a été plus faible aux États-Unis que dans la zone euro. Ces différences soulignent l'importance d'une analyse minutieuse des heures

¹¹ En dépit des tendances à long terme du ratio emploi/population et du nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro et de l'absence de ces tendances aux États-Unis, l'ajustement conjoncturel du nombre moyen d'heures travaillées est plus marqué pour les pays de la zone euro que pour les États-Unis. Cf. Dossche (M.), Lewis (V.) et Poilly (C.), « *Employment, hours and the welfare effects of intra-firm bargaining* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 104, 2019, p. 67-84, pour plus de détails sur cette comparaison. L'ajustement conjoncturel du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro est examiné plus en détail dans la section 3 du présent article.

travaillées par personne employée lors de l'évaluation du marché du travail de la zone euro.

Graphique 4

Nombre d'heures trimestrielles travaillées par personne employée et ratio emploi/population



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

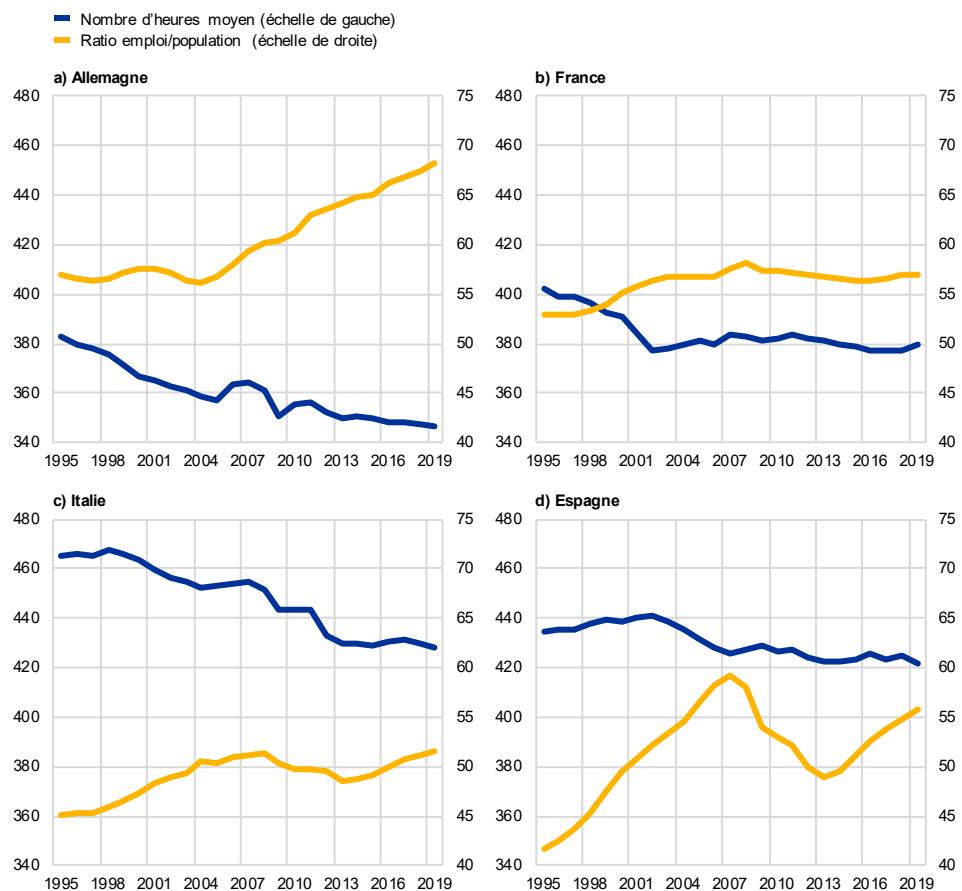
Les principaux pays de la zone euro affichent tous un recul séculaire du nombre d'heures travaillées par personne employée, même si le nombre d'heures travaillées varie et est corrélé négativement avec le ratio emploi/population. Le graphique 5 montre que dans les pays où le nombre d'heures travaillées par personne employée est relativement plus faible, le ratio emploi/population est relativement plus élevé (comme en Allemagne), tandis que les pays où le nombre d'heures travaillées par personne employée par trimestre est plus élevé affichent un ratio emploi/population plus faible (Italie et Espagne, par exemple). Au-delà des différences entre nombres moyens d'heures travaillées et entre ratios emploi/population, les deux variables sont caractérisées par une tendance commune dans tous les pays. Des baisses plus importantes du nombre moyen d'heures tendent à être associées à des augmentations plus importantes des ratios emploi/population. La France, l'Allemagne et l'Italie ont apporté l'essentiel de

la contribution à la baisse du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro (environ 78 %) au cours des 25 dernières années.

Graphique 5

Nombre d'heures trimestrielles travaillées par personne employée et ratio emploi/population dans les quatre principaux pays de la zone euro

(échelle de gauche : heures trimestrielles travaillées par personne employée ; échelle de droite : pourcentages)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

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

L'accroissement du taux d'activité des femmes est le principal facteur à l'origine de l'augmentation du ratio emploi/population dans la zone euro.

Le taux d'activité dans la zone euro est passé de 59,8 % en 2000 à 64,6 % en 2019¹². L'augmentation du taux d'activité dans la zone euro a résulté principalement de la participation d'un plus grand nombre de femmes au marché du travail, le taux ayant augmenté de quelque 9 points de pourcentage au cours des deux dernières décennies pour atteindre 59,4 % en 2019. Ainsi, l'augmentation du

¹² La différence entre le ratio emploi/population et le taux d'activité est liée au nombre de chômeurs. Alors que le chômage fluctue avec les cycles conjoncturels, généralement à la baisse lors des phases de reprise et à la hausse pendant les ralentissements, il n'y a eu aucune modification structurelle majeure du taux de chômage dans la zone euro au cours des trois dernières décennies, comme le montre l'encadré intitulé « [La phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro au regard des évolutions historiques](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019. Ainsi, les changements structurels du taux d'activité sont les principaux facteurs à l'origine des variations à long terme du ratio emploi/population dans la zone euro.

taux d'activité des femmes a contribué à hauteur de 90 % à l'augmentation du taux d'activité dans la zone euro entre 2000 et 2019¹³.

L'augmentation du taux d'activité des femmes s'accompagne également d'une augmentation de l'emploi à temps partiel¹⁴. Les femmes sont plus susceptibles de travailler à temps partiel que les hommes¹⁵. Dans la zone euro, les femmes représentent une part disproportionnée des travailleurs à temps partiel, avec plus de 75 % de l'emploi à temps partiel. En 2000, 29 % des femmes employées et 5 % des hommes employés travaillaient à temps partiel, contre 36 % et 10 %, respectivement, en 2019. La plupart des emplois à temps partiel correspondent à un choix et permettent à un plus grand nombre de personnes de participer au marché du travail à un moment donné (cf. également le graphique 16 de la section 3)¹⁶. Cependant, certaines caractéristiques institutionnelles, comme l'insuffisance des structures de garde d'enfants, peuvent entraver la capacité de certaines personnes à travailler à temps plein.

L'augmentation de l'emploi à temps partiel est le principal facteur à l'origine de la baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée. Sur le plan conceptuel, le nombre d'heures travaillées par personne employée peut diminuer lorsque les travailleurs à temps plein ou à temps partiel travaillent moins d'heures ou lorsqu'il y a une augmentation de la part du travail à temps partiel dans l'économie. Au cours des deux dernières décennies, dans la zone euro, le nombre moyen d'heures travaillées du travailleur à temps plein moyen a diminué d'une demi-heure

¹³ L'augmentation du taux d'activité des femmes dans la zone euro peut être liée à plusieurs facteurs, tels que : 1) des différences de comportement entre les générations en ce qui concerne les décisions relatives à l'offre de travail au niveau des ménages, comme indiqué dans Vlasblom (J.) et Schippers (J.) « *Increases in Female Labour Force Participation in Europe: Similarities and Differences* », *European Journal of Population*, vol. 20, 2004, p. 375-392 ; 2) la marchéisation de la production ménagère, telle que décrite par Buera (F.) et Kaboski (J.), « *The Rise of the Service Economy* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 6, 2012, p. 2540-2569 ; Ngai (R.) et Petrongolo (B.), « *Gender Gaps and the Rise of the Service Economy* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n° 4, 2017, p. 1-44 ; Bridgman (B.), Duernecker (G.) et Herrendorf (B.), « *Structural transformation, marketization, and household production around the world* », *Journal of Development Economics*, vol. 133, 2018, p. 102-126 ; et Reimers (P.), « *Industry Structure and the Composition of Men's and Women's Productive Time* », mimeo, 2020 ; 3) les modifications des institutions du marché du travail, comme présenté par Cipollone (A.), Patacchini (E.) et Vallanti (G.), « *Female labour market participation in Europe: novel evidence on trends and shaping factors* », *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 3, 2014 ; et Kelly (S.), Watt (A.), Lawson (J.) et Hardie (N.), « *Disentangling the drivers of labour force participation by sex – a cross country study* », *CEPR Discussion Paper 15661*, Centre for Economic Policy Research, 2021 ; ou 4) des modifications des coins fiscaux pour les deuxièmes apporteurs de revenus et les parents isolés, comme analysé par Bick (A.) et Fuchs-Schündeln (N.), « *Taxation and Labour Supply of Married Couples across Countries: A Macroeconomic Analysis* », *The Review of Economic Studies*, vol. 85, numéro 3, 2018, p. 1543-1576 ; et Bick (A.), Brüggemann (B.), Fuchs-Schündeln (N.) et Paule-Paludkiewicz (H.), « *Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s* », *Journal of International Economics*, vol. 118, numéro C, 2019, p. 44-62.

¹⁴ Dans l'EFT-UE, la distinction entre travail à temps plein et travail à temps partiel repose généralement sur une réponse spontanée de la personne interrogée. Les Pays-Bas, où un seuil de 35 heures est appliqué, sont la principale exception parmi les pays de la zone euro.

¹⁵ Les raisons du choix du travail à temps partiel sont différentes pour les hommes et pour les femmes. Selon les données de l'EFT-UE, les deux principales raisons pour lesquelles les hommes travaillent à temps partiel sont « N'a pas trouvé d'emploi à temps plein » et « Suit un enseignement scolaire ou une formation ». Pour les femmes, la raison la plus importante est « S'occuper d'enfants ou d'adultes handicapés », suivie par « N'a pas trouvé d'emploi à temps plein » et « Autres raisons familiales ou personnelles ».

¹⁶ Les modifications réglementaires ont joué un rôle important dans l'augmentation du travail à temps partiel. D'autres réglementations relatives au temps de travail semblent avoir été moins importantes, car il n'existe pas de différence significative à long terme entre les heures de travail habituelles et les heures de travail effectives, ce qui pourrait indiquer une augmentation du nombre de jours des congés annuels.

par semaine environ, tandis que le nombre moyen d'heures travaillées du travailleur à temps partiel moyen a augmenté d'un peu plus d'une demi-heure par semaine (graphique 6, partie a) ¹⁷. Ces évolutions 'ont relativement peu contribué à la baisse du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro. En revanche, la zone euro a connu une augmentation notable du travail à temps partiel, dont la part est passée de 15,4 % en 2000 à 22,1 % en 2019 ¹⁸. Bien que les travailleurs soient traditionnellement plus susceptibles de travailler à temps partiel dans certains pays (comme l'Allemagne ou les Pays-Bas) que dans d'autres (l'Italie ou l'Espagne), l'augmentation du travail à temps partiel est commune à tous les grands pays de la zone euro (graphique 6, partie b) ¹⁹.

¹⁷ Les tendances présentées dans le graphique 6 (partie a) sont également similaires si on partage l'échantillon entre hommes et femmes, le nombre moyen d'heures travaillées par un travailleur à temps plein et un travailleur à temps partiel demeurant globalement constant dans le temps, et la part de l'emploi à temps partiel augmentant au fil du temps. En outre, les travailleurs nouvellement embauchés sont plus susceptibles de travailler à temps partiel que les travailleurs qui restent auprès de leur employeur pendant plus d'un an. En 2019, environ 28 % des nouvelles recrues travaillaient à temps partiel, tandis que près de 20 % des travailleurs titulaires travaillaient à temps partiel.

¹⁸ Cf. également l'article intitulé « [Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

¹⁹ Entre 2000 et 2019, la part de l'emploi à temps partiel a augmenté de 10,5 points de pourcentage en Italie, de 9,6 points de pourcentage aux Pays-Bas, de 8,8 points de pourcentage en Allemagne, de 6,7 points de pourcentage en Espagne et de 1,4 point de pourcentage en France.

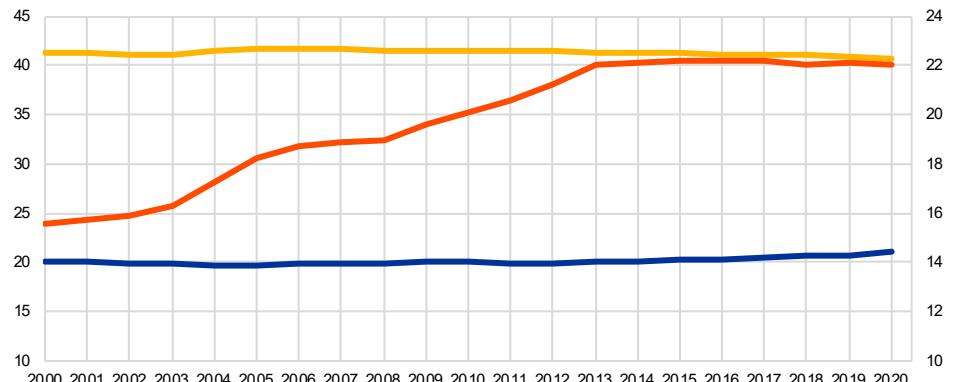
Graphique 6

Relation entre le nombre moyen d'heures travaillées et l'emploi à temps partiel

a) Nombre moyen d'heures travaillées par les travailleurs à temps partiel et à temps plein, et part de l'emploi à temps partiel

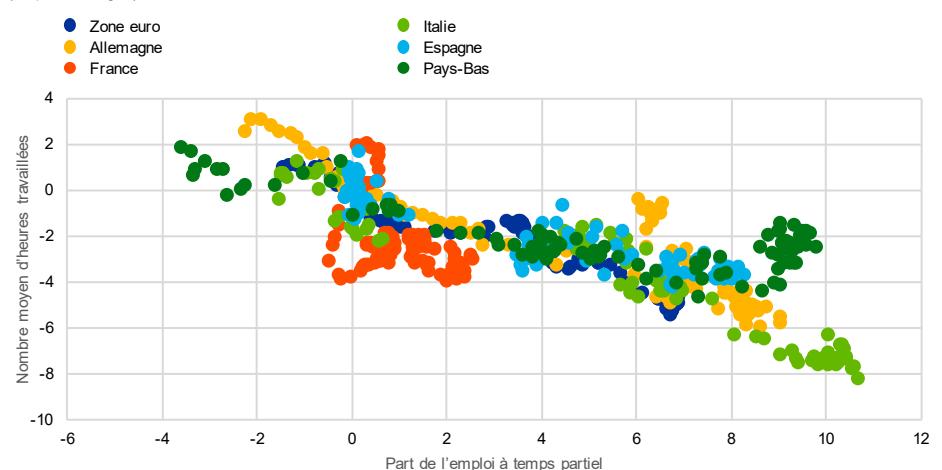
(échelle de gauche : heures par semaine ; échelle de droite : pourcentages)

- Nombre moyen d'heures travaillées par les travailleurs à temps partiel
- Nombre moyen d'heures travaillées par les travailleurs à temps plein
- Part de l'emploi à temps partiel (échelle de droite)



b) Nombre moyen d'heures travaillées et emploi à temps partiel – variation cumulée depuis 2000

(en pourcentages)



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Notes : Partie a) : nombre d'heures travaillées pour les travailleurs à temps plein et à temps partiel mesuré par le nombre d'heures hebdomadières habituellement travaillées, tel que recensé par l'EFT-UE. Partie b) : le graphique comprend les variations de l'emploi à temps partiel et du nombre moyen d'heures travaillées par rapport à leurs valeurs moyennes en 2000, le nombre moyen d'heures travaillées provenant des données des comptes nationaux d'Eurostat. L'échantillon dans la partie b couvre la période comprise entre le premier trimestre 1997 et le quatrième trimestre 2019, et les variations sont mesurées par rapport à la moyenne en 2000 à des fins de cohérence avec les données présentées dans la partie a, qui ne sont disponibles qu'à partir de 2000. L'emploi à temps partiel est calculé en pourcentage de l'emploi total et le nombre moyen d'heures travaillées est indiqué selon une périodicité trimestrielle.

La relation négative entre le nombre d'heures travaillées par personne employée et l'emploi à temps partiel est une caractéristique de longue date du marché du travail de la zone euro. Le taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées diminue lorsque l'emploi à temps partiel augmente aussi bien pendant les périodes d'expansion que de récession. Cependant, la relation avec le cycle conjoncturel est asymétrique, les variations de l'emploi à temps partiel ayant une incidence plus importante sur la croissance du nombre moyen d'heures travaillées pendant les périodes de récession que d'expansion. Le tableau 1 propose un ensemble de régressions sous forme réduite quantifiant la relation négative entre

le nombre moyen d'heures travaillées et la part de l'emploi à temps partiel. Pour prendre en compte la variabilité transsectorielle entre les pays, on utilise des données de panel pour l'ensemble des pays de la zone euro afin d'estimer la relation entre le taux de croissance annuel du nombre moyen d'heures travaillées et les variations annuelles de la part de l'emploi à temps partiel. Une hausse d'un point de pourcentage de la part de l'emploi à temps partiel contribue à ralentir la croissance en glissement annuel du nombre moyen d'heures travaillées de 0,12 point de pourcentage lors des périodes d'expansion et de 0,57 point de pourcentage lors des périodes de récession²⁰. Les conditions conjoncturelles du marché du travail constituent aussi un facteur important contribuant à la dynamique du nombre moyen d'heures travaillées. Les variations en glissement annuel du taux de chômage ont également un impact sur le taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées de manière asymétrique avec les cycles conjoncturels. Au cours des périodes d'expansion, les baisses du taux de chômage entraînent une hausse du taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées²¹. En revanche, lors des périodes de récession, les hausses du taux de chômage entraînent également des hausses du taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées, les travailleurs qui effectuent moins d'heures étant généralement les premiers à être licenciés. Cela sous-entend que la dynamique du nombre moyen d'heures travaillées comporte également une composante conjoncturelle importante venant s'ajouter à la tendance baissière à long terme.

Tableau 1

Quantifier la relation entre le nombre moyen d'heures travaillées et l'emploi à temps partiel

(variable dépendante : taux de croissance annuel du nombre moyen d'heures travaillées, en pourcentages)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
TP	– 0,277**	– 0,169***	– 0,140**	– 0,121**	– 0,121**
Récessions x TP					– 0,445**
Taux de chômage			– 0,067**	– 0,070**	– 0,105***
Récessions x taux de chômage					0,341***
Récessions					– 0,627***
Effets fixes pays				✓	✓
Observations	88	1 724	1 724	1 724	1 724

Sources : Eurostat, (EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

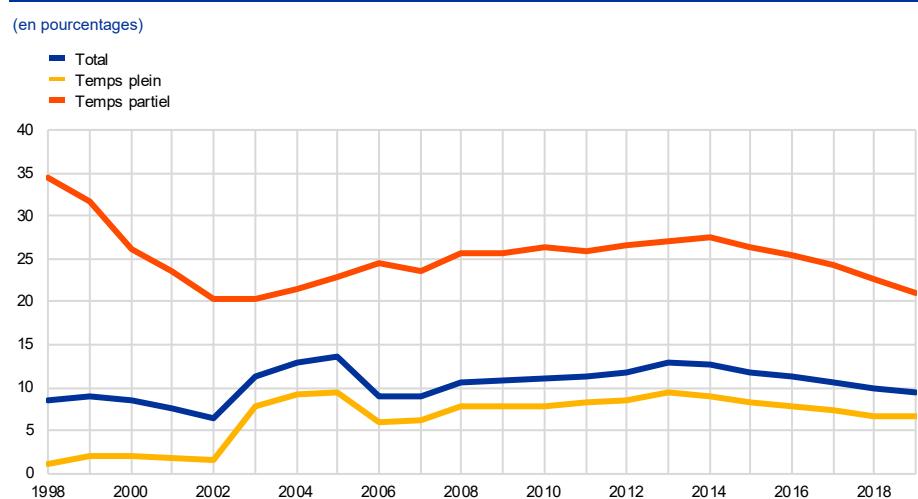
Notes : ** et *** font référence à la signification statistique à 5 % et 1 % respectivement. Chaque modèle de régression estime la relation entre le taux de croissance annuel du nombre moyen d'heures travaillées et les différences annuelles en point de pourcentage de la part d'emploi à temps partiel (TP), définie comme le ratio entre l'emploi à temps partiel et l'emploi total. Le modèle (1) estime cette relation en utilisant des données de séries chronologiques pour la zone euro dans son ensemble, alors que le modèle (2) estime la même relation en utilisant des données de panel pour les 19 pays de la zone euro. Le modèle (3) prend en compte l'état du cycle conjoncturel en augmentant la régression du modèle (2) avec le taux de chômage de chaque pays. Le modèle (4) ajoute des effets fixes par pays. Enfin, le modèle (5) inclut une variable muette pour les récessions de la zone euro, telle que communiquée par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro, et permet de rendre compte des effets asymétriques de l'emploi à temps partiel et du taux de chômage sur le taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées lors des périodes d'expansion et de récession. Les régressions sur données de panel dans les modèles (2) à (5) sont pondérées par la part de l'emploi dans chaque pays. La période d'échantillonage s'étend du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019.

²⁰ Pendant les périodes de récession, les travailleurs peuvent se voir proposer un nombre d'heures de travail inférieur à ce qu'ils auraient souhaité, comme le reflète la hausse du travail à temps partiel subi. De plus amples informations sont fournies dans la section 3.

²¹ Les résultats du tableau 1 n'indiquent pas nécessairement un lien de causalité avec les facteurs déterminant le nombre moyen d'heures travaillées. Ils fournissent plutôt une caractérisation de l'association à long terme entre le nombre moyen d'heures travaillées, l'emploi à temps partiel et le cycle conjoncturel dans la zone euro.

La baisse recensée du nombre d'heures travaillées par personne employée dépend de facteurs de demande et de facteurs d'offre. La plupart des gens travaillant à temps partiel le font volontairement, car ils choisissent d'effectuer moins d'heures que les travailleurs à temps plein. Cependant, une part non significative de travailleurs déclarent travailler à temps partiel car ils ne parviennent pas à trouver un emploi à temps plein, ce qui suggère que la demande est un facteur déterminant du nombre d'heures travaillées. L'EFT-UE demande à tous les travailleurs s'ils souhaiteraient travailler un plus grand nombre d'heures. Dans l'échantillon total, environ 10 % des travailleurs déclarent souhaiter travailler plus d'heures qu'ils ne le font actuellement (graphique 7). Parmi les travailleurs à temps partiel, plus d'un sur cinq souhaiterait effectuer davantage d'heures qu'il n'en fait habituellement.

Graphique 7
Part des travailleurs souhaitant travailler plus d'heures



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

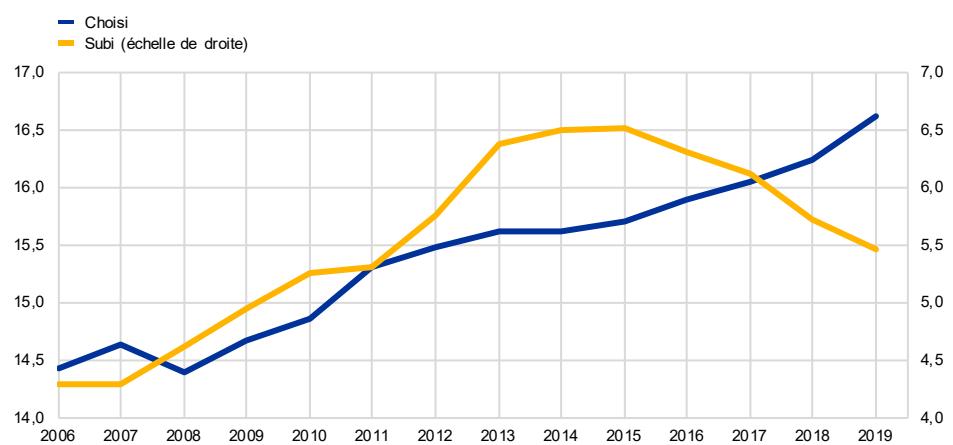
L'emploi à temps partiel présente une composante conjoncturelle liée à l'emploi à temps partiel « subi », qui fait office de coussin permettant l'ajustement du marché du travail pendant les périodes de crise. Le graphique 8 montre l'évolution de l'emploi à temps partiel dans la zone euro entre 2006 et 2019, en dissociant la tendance haussière de l'emploi à temps partiel « choisi » et l'emploi à temps partiel « subi », qui résulte de facteurs plus conjoncturels. L'emploi à temps partiel « choisi » reflète l'augmentation de l'offre agrégée de main-d'œuvre résultant de l'accroissement de la flexibilité du marché du travail, qui permet aux travailleurs de travailler s'ils le souhaitent et de travailler moins d'heures que pour un emploi à temps plein. En revanche, l'emploi à temps partiel « subi » comprend tous les travailleurs qui travaillent à temps partiel car ils ne sont pas parvenus à trouver un emploi à temps plein. Ainsi, le temps partiel subi rend compte des fluctuations de la demande de main-d'œuvre, du pouvoir de négociation des travailleurs et de l'efficacité de l'appariement entre offres d'emploi et qualifications des demandeurs d'emploi sur le marché du travail de la zone euro. Tout cela signifie que l'emploi à temps partiel subi est considérablement plus conjoncturel que l'emploi à temps partiel choisi. Ce dernier s'est orienté à la hausse au fil du temps, sans qu'il y ait de nombreuses fluctuations conjoncturelles importantes. Pour sa part, l'emploi à temps

partiel subi dans la zone euro a augmenté lors de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine, puis a diminué lentement au cours de l'expansion économique qui a fait suite à ces crises, après une stabilisation pendant les premières années de la reprise²². La part du travail à temps partiel subi peut également être liée à la sous-utilisation de la main d'œuvre au-delà de ce que recense le taux de chômage, ce facteur étant plutôt observé lors d'une baisse du nombre moyen d'heures travaillées.

Graphique 8

Emploi à temps partiel : choisi et subi

(en pourcentage du nombre de personnes employées)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à 2019.

Les différences entre groupes démographiques dans le nombre d'heures travaillées par personne employée sont plus importantes pour les femmes.

Pour analyser les différences entre les individus, le nombre d'heures habituellement travaillées par semaine fait l'objet d'une régression sur cinq groupes d'âge, trois groupes d'éducation, ainsi que sur le genre, la profession, le secteur d'activité économique, le pays et l'année. L'analyse de régression est réalisée pour la période 1998-2019 en utilisant les microdonnées de l'EFT-UE pour les travailleurs âgés de 20 à 65 ans déclarant travailler habituellement entre 10 et 60 heures par semaine ; le secteur agricole et les forces armées sont exclues. Le graphique 9 présente les résultats de l'estimation pour les caractéristiques individuelles. Il montre que les différences les plus marquées en termes d'heures hebdomadaires travaillées concernent le genre, les femmes travaillant habituellement environ cinq heures de moins par semaine que les hommes. Ce résultat s'explique en partie par la plus grande part de femmes travaillant à temps partiel. Toutes les tranches d'âge effectuent un plus grand nombre d'heures en moyenne que la tranche des 20-24 ans. S'agissant des travailleurs d'âge intermédiaire, la tranche des 35-44 ans déclare un nombre d'heures légèrement inférieur, ce qui peut être lié aux activités de garde d'enfant. Concernant les groupes d'éducation, les travailleurs possédant un niveau d'éducation élevé tendent à travailler plus d'heures que les travailleurs

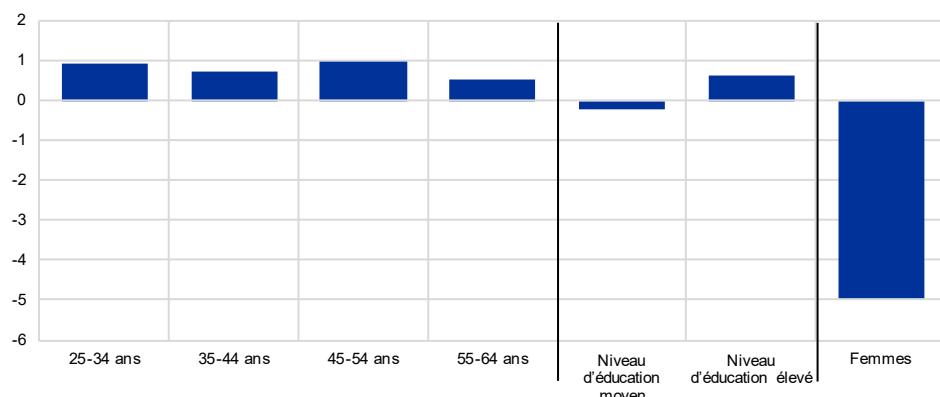
²² Pour une évaluation antérieure de la diminution du nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi lors de la dernière expansion économique, cf. « [Évolutions récentes de l'emploi à temps partiel](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

possédant des niveaux d'éducation moyen et faible. Ces résultats sont des moyennes pour la période 1998-2019 ; les tendances sont relativement stables au cours de cette période pour le genre, mais diffèrent pour l'âge et le niveau d'éducation. La tranche d'âge des 20-24 ans a connu une diminution plus importante du nombre d'heures travaillées que toutes les autres tranches d'âge, et les travailleurs possédant un niveau d'éducation élevé ont connu une diminution du nombre d'heures travaillées moins importante que les travailleurs possédant des niveaux d'éducation faible et moyen.

Graphique 9

Différences entre le nombre d'heures hebdomadaires travaillées par groupe démographique

(nombre d'heures hebdomadaires exprimé en différences par rapport à la catégorie de base : 20-24 ans pour la tranche d'âge, faible pour le niveau d'éducation, et hommes pour le genre)



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Notes : Résultats basés sur un cadre de régression avec le nombre habituel d'heures travaillées par semaine comme variable dépendante, et l'âge, le niveau d'éducation, le genre, la profession, le secteur, le pays et l'année comme variables explicatives. Estimations statistiquement significatives au niveau de 1 %.

L'incidence du travail à temps partiel varie selon les groupes démographiques et les secteurs d'activité, et ces différences peuvent offrir un éclairage sur l'évolution future du nombre d'heures travaillées par personne employée.

Les femmes et les travailleurs plus âgés ont été deux éléments importants à l'origine de l'augmentation du taux d'activité dans la zone euro. On s'attend à ce que ces deux groupes continuent de voir leur part augmenter dans le marché du travail, au vu de la forte hétérogénéité de leurs taux d'activité parmi les pays de la zone euro et du vieillissement de la population. Il est probable que ces évolutions continuent de contribuer à la baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée étant donné que ces deux groupes sont plus susceptibles de travailler à temps partiel²³.

En outre, l'incidence du travail à temps partiel varie grandement entre les secteurs

²³ Les travailleurs plus jeunes et les travailleurs plus âgés effectuent moins d'heures en moyenne que les travailleurs d'âge intermédiaire. Au cours de la période considérée, les effets de composition résultant de variations de la structure d'âge de la main-d'œuvre ont eu un très faible impact sur la baisse du nombre moyen d'heures travaillées en raison d'effets compensateurs. La part croissante des travailleurs plus âgés a été contrebalancée par une part décroissante des travailleurs plus jeunes, qui constituent le groupe qui travaille davantage à temps partiel et qui effectue moins d'heures. En revanche, le nombre d'heures travaillées par personne employée a diminué sur l'ensemble des tranches d'âge. S'agissant des cohortes les plus jeunes, l'incidence plus élevée du travail à temps partiel résulte principalement du fait que « la personne suit un enseignement ou une formation ». Même si les effets de composition par âge n'ont pas joué de rôle important jusqu'à présent, il est prévu que le vieillissement de la population exerce des pressions à la baisse sur le nombre moyen d'heures travaillées dans le futur.

d'activité économique. Par exemple, le logement, la santé et les activités sociales, ainsi que l'éducation sont trois secteurs où l'incidence du travail à temps partiel est supérieure à la moyenne et qui ont également vu augmenter leurs parts dans l'emploi depuis la crise financière mondiale. Une hausse de l'emploi dans les secteurs affichant des parts plus importantes de travail à temps partiel pourrait entraîner à l'avenir une baisse du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée. Le niveau de compétence est un autre facteur expliquant l'incidence du travail à temps partiel. Ce dernier a augmenté dans tous les groupes d'éducation, avec des augmentations plus rapides pour les travailleurs faiblement et moyennement qualifiés que pour les travailleurs hautement qualifiés, passant de 16 % environ en 2000 à 24 % en 2020. Au cours de la même période, l'emploi à temps partiel parmi les travailleurs hautement qualifiés est passé de 13 % à 18 %. La part croissante de l'emploi des travailleurs hautement qualifiés pourrait modérer les pressions à la baisse sur le nombre d'heures travaillées par personne employée.

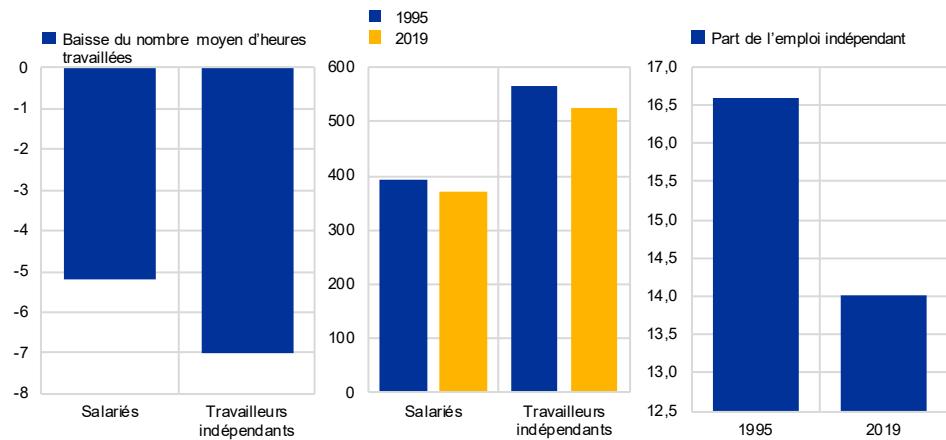
Le travail indépendant est un autre facteur important à l'origine de la baisse du nombre moyen d'heures travaillées dans la zone euro. Le travail indépendant contribue à la diminution du nombre moyen d'heures travaillées de manière directe – le travailleur indépendant moyen réduit davantage son nombre d'heures travaillées que le salarié moyen – et indirecte via des effets de composition dans l'économie²⁴. Les effets directs peuvent être évalués en examinant la baisse relative du nombre moyen d'heures travaillées dans les deux groupes de travailleurs. Alors que les salariés ont réduit de 5,2 % leur nombre moyen d'heures travaillées entre 1995 et 2019, le travailleur indépendant moyen l'a réduit de 7 % au cours de la même période (graphique 10, partie gauche). La contribution indirecte du travail indépendant à la baisse du nombre moyen d'heures travaillées résulte d'effets de composition, étant donné que les travailleurs indépendants ont effectué plus d'heures en moyenne que le salarié moyen (graphique 10, partie centrale) et que leur part dans l'emploi total a diminué (graphique 10, partie droite).

²⁴ Le travail indépendant compte pour 25-35 % environ de la diminution du nombre d'heures travaillées dans la zone euro, selon que l'on utilise les comptes nationaux ou l'EFT-UE. La part des femmes dans le travail indépendant est passée de 28 % en 2000 à 33 % en 2019, le nombre de travailleurs indépendants féminins ayant augmenté de 30,5 % au cours de cette période. Si le nombre de travailleurs indépendants employant des salariés a diminué de 17 % pour les hommes et s'est stabilisé pour les femmes, le travail indépendant pour compte propre a augmenté de 15 % pour les hommes et de 46 % pour les femmes. Les travailleurs indépendants travaillant pour leur propre compte effectuent significativement moins d'heures (40,1 heures par semaine en 2019) que les travailleurs indépendants employant des salariés (48,8 heures par semaine en 2019).

Graphique 10

Part dans l'emploi et nombre moyen d'heures travaillées par les travailleurs indépendants

(partie gauche : pourcentages ; partie centrale : heures trimestrielles travaillées ; partie droite : pourcentages)



Source : Calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Note : La partie gauche montre la baisse en pourcentage du nombre moyen d'heures travaillées par les salariés et par les travailleurs indépendants entre 1995 et 2019 ; la partie centrale considère le nombre moyen d'heures travaillées par les salariés et par les travailleurs indépendants en 1995 et 2019 ; et la partie droite présente la part de l'emploi du travail indépendant dans la zone euro en 1995 et 2019.

Encadré 1

Conséquences de la tendance baissière du nombre d'heures travaillées par personne employée sur la production potentielle

Katalin Bodnár et Julien Le Roux

Le présent encadré examine la façon dont les variations tendancielles du nombre d'heures travaillées par personne employée ont affecté la croissance du PIB potentiel de la zone euro.

Le facteur travail total est défini en termes d'évolution tendancielle du nombre total d'heures travaillées et peut être à nouveau subdivisé en différentes composantes, telles que la taille de la population en âge de travailler, le taux d'activité tendanciel, le taux de chômage tendanciel (NAIRU) et l'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée.

La contribution du facteur travail au PIB potentiel dans la zone euro a diminué au fil du temps.

Selon les estimations de la Commission européenne, la contribution du facteur travail se situait à quelque 0,4-0,5 point de pourcentage avant la crise financière mondiale et est retombée à 0,1 point de pourcentage en 2019. Cette évolution reflète un ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler, quand dans le même temps l'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée a apporté une contribution négative. Ces évolutions ont été partiellement contrebalancées par une contribution positive liée à la tendance haussière du taux d'activité et baissière du NAIRU.

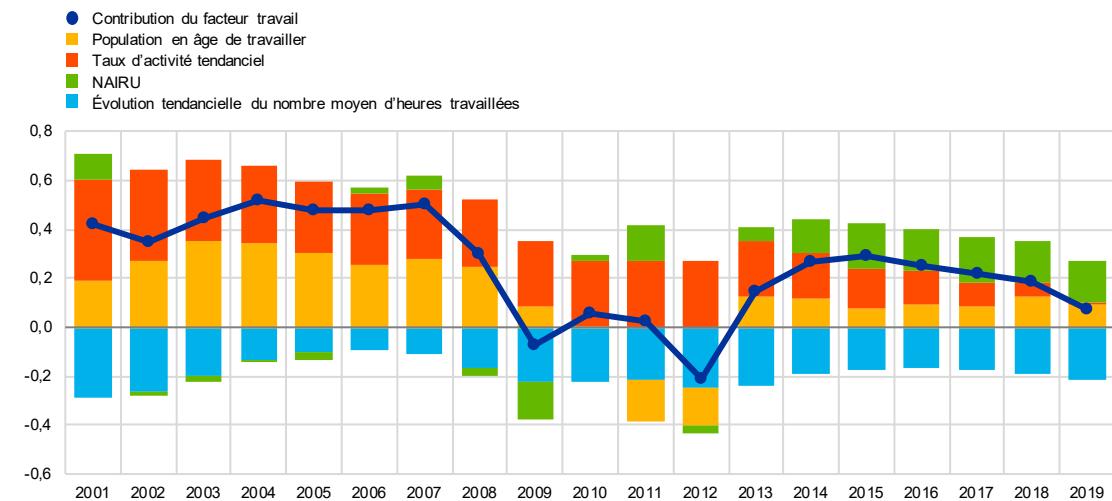
La croissance tendancielle du nombre moyen d'heures travaillées a été négative ces dernières années, s'établissant en moyenne à -0,3 % par an entre 2001 et 2019. La baisse tendancielle du nombre moyen d'heures travaillées s'est traduite par une contribution estimée à hauteur de moins de -0,2 point de pourcentage à la croissance annuelle du PIB potentiel (graphique A). Une mise en perspective montre qu'il s'agit là d'une contribution plutôt faible et relativement constante à la croissance annuelle du PIB potentiel qui, selon la Commission européenne, a augmenté en

moyenne de quelque 1,8 % entre 2001 et 2008 et de quelque 0,6 % entre 2009 et 2012 pour atteindre 1 % par la suite²⁵. Toutefois, elle n'est pas négligeable en tant que déterminant de la contribution du facteur travail à la croissance du PIB potentiel.

Graphique A

Contribution du facteur travail à la croissance du PIB potentiel et à ses composantes dans la zone euro

(contributions en points de pourcentage)



Source : Commission européenne.

La tendance baissière du nombre moyen d'heures travaillées s'est accompagnée d'une augmentation du taux d'activité tendanciel. Il ne s'agit pas simplement d'une évolution parallèle, les deux indicateurs étant en effet corrélés. L'augmentation du taux d'activité tendanciel, en revanche, est due à une participation plus importante des femmes et des personnes plus âgées sur le marché du travail. L'augmentation du taux d'activité tendanciel a contrebalancé la contribution négative de l'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée, mais avec des différences dans le temps²⁶. L'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée et l'évolution du taux d'activité sont également liées au ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler. Le vieillissement de la population de la zone euro entraîne une augmentation de la part des retraités et une détérioration du taux de dépendance des personnes âgées. Cela a incité les gouvernements à mettre en place des réformes des retraites qui ont été le principal déterminant de l'augmentation du taux d'activité²⁷ et ont également contribué à la baisse tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée.

En outre, la baisse tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée peut également influer sur la productivité globale des facteurs, dans une relation qui n'est pas nécessairement linéaire. La diminution du nombre d'heures travaillées peut entraîner une hausse

²⁵ Cf. l'article intitulé « [La production potentielle durant la période d'après-crise](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

²⁶ De 2001 à 2013, la contribution négative à la croissance potentielle du nombre tendanciel d'heures travaillées par personne employée représente près de 68 % de la contribution positive apportée par la population active tendancielle. Ce ratio atteint 180 % au cours de la période 2014-2019, la croissance du taux d'activité tendanciel se ralentissant, tandis que celle des heures travaillées par personne employée continue de diminuer à un rythme comparable à celui observé précédemment.

²⁷ Cf. l'article intitulé « [Les déterminants de l'augmentation du taux d'activité – le rôle des réformes des régimes de retraite](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

de la productivité, car l'épuisement des salariés, dont on a montré qu'il faisait reculer la productivité marginale, se manifeste moins²⁸. Mais l'emploi d'un salarié implique certains coûts fixes, par exemple en termes de formation et de fourniture d'équipements de bureau. Ces coûts fixes sont relativement plus élevés pour ceux dont le temps de travail est moindre, ce qui se traduit par une baisse de la productivité mesurée. Toutefois, ces effets sont difficiles à estimer, les caractéristiques des secteurs, des entreprises, des postes et des individus pouvant également jouer un rôle déterminant dans l'évolution de la productivité et du nombre d'heures travaillées.

L'impact du choc lié à la COVID-19 sur l'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée est encore incertain. Durant la pandémie, les ajustements sur le marché du travail sont intervenus principalement via la marge intensive, ce qui a pesé particulièrement lourdement. Dans ce contexte, dissocier les tendances relatives au nombre d'heures travaillées par personne employée des cycles peut s'avérer délicat²⁹. En outre, l'évolution future du nombre tendanciel d'heures travaillées par personne employée va dépendre aussi fondamentalement de la manière dont la crise affecte le taux d'activité tendanciel des femmes et des personnes plus âgées dans la population active, et dont le télétravail influe sur l'évolution tendancielle du nombre d'heures travaillées par personne employée.

3 Nombre d'heures travaillées durant la pandémie

L'ajustement du marché du travail durant la pandémie de COVID-19 n'a fait apparaître que des modifications limitées du taux de chômage classique.

Les mesures visant à contenir la propagation du coronavirus ont fortement restreint l'activité dans certains secteurs. Une telle situation aurait normalement dû entraîner une forte augmentation du chômage. Toutefois, le soutien des pouvoirs publics sous la forme de dispositifs de maintien de l'emploi a contribué à protéger l'emploi et facilité l'ajustement du marché du travail via le nombre moyen d'heures travaillées (graphique 11). La mesure classique du taux de chômage n'a dès lors pratiquement pas été affectée durant la pandémie. Toutefois, une mesure plus large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre, le taux « U7 » peut rendre compte aussi bien des personnes au chômage que des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi. Le taux U7 traduit ainsi mieux la forte réaction du marché du travail à la nette contraction de l'activité économique durant la pandémie (graphique 12)³⁰.

²⁸ Cf., par exemple, Collewet (M.) et Sauermann (J.), « *Working hours and productivity* », *Labour Economics*, Vol. 47, août 2017, p. 96-106.

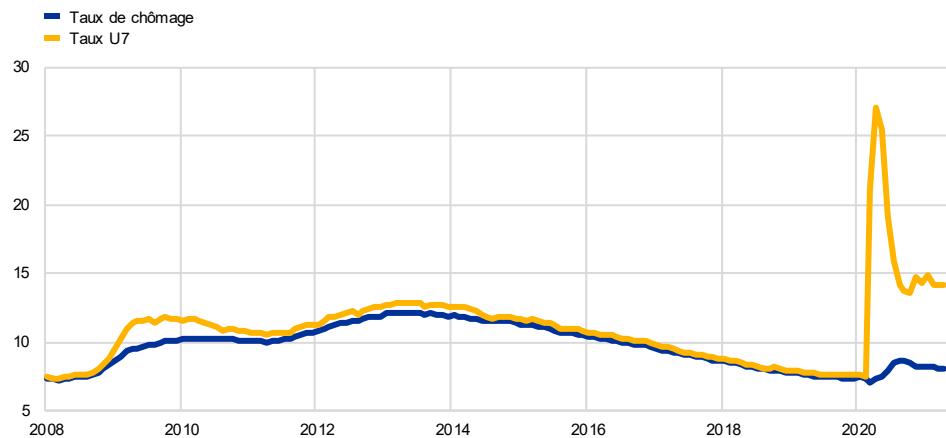
²⁹ Cf. l'article intitulé « *L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

³⁰ Le taux U7 est la somme des chômeurs et des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi, divisée par la population active. Pour une application de cet indicateur, cf., par exemple, « *Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

Graphique 11

Taux de chômage et taux U7

(en pourcentage de la population active)



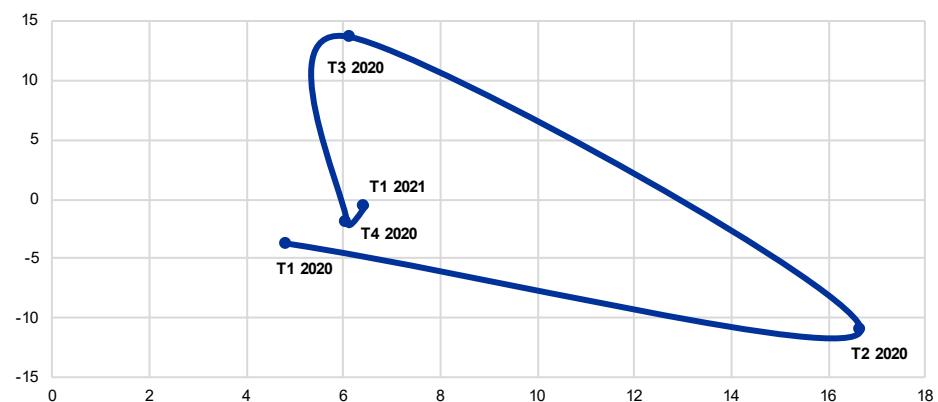
Sources : Estimations des auteurs à partir de données provenant d'Eurostat, de l'Institut allemand de recherche sur l'emploi, de l'Institut ifo, du ministère français du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion, de l'Institut national italien de prévoyance sociale et du ministère espagnol de l'Intégration, de la Sécurité sociale et des Migrations.

Notes : Le taux U7 est défini comme le taux de chômage majoré des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi en pourcentage de la population active. Les travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi sont considérés comme occupant un emploi au cours de la période étudiée et font donc partie de la population active. La dernière observation se rapporte à avril 2021.

Graphique 12

Nombre moyen d'heures travaillées et dispositifs de maintien de l'emploi

(axe des ordonnées : variation en pourcentage du nombre d'heures travaillées par personne employée ; axe des abscisses : travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi en pourcentage de l'emploi total)



Sources : Estimations des auteurs à partir de données provenant d'Eurostat, de l'Institut allemand de recherche sur l'emploi, de l'Institut ifo, du ministère français du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion, de l'Institut national italien de prévoyance sociale et du ministère espagnol de l'Intégration, de la Sécurité sociale et des Migrations.

Le nombre d'heures travaillées par personne employée a joué un rôle important dans l'ajustement du marché du travail durant la pandémie.

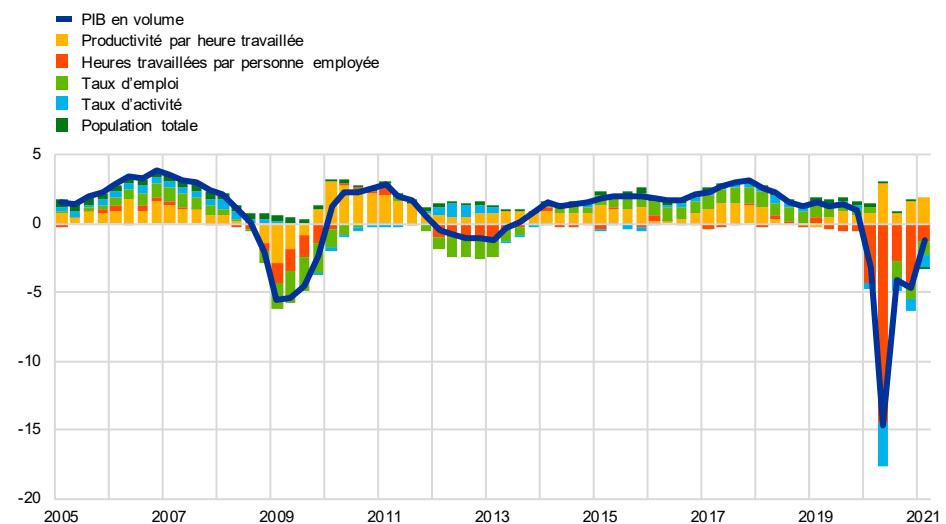
Le taux de croissance en glissement annuel du PIB en volume peut être décomposé en évolutions du nombre total d'heures travaillées et évolutions de la productivité horaire du travail. Les évolutions du nombre total d'heures travaillées sont encore décomposées dans le graphique 13 pour rendre compte des différentes marges d'ajustement sur le marché du travail, telles que les variations enregistrées par le nombre moyen d'heures travaillées, le taux de chômage, le taux d'activité et la croissance démographique. Ces différentes marges peuvent avoir un effet persistant

ou conjoncturel sur le taux de croissance du nombre total d'heures travaillées. Parmi ces facteurs, les variations du nombre d'heures travaillées par personne employée représentent dans l'ensemble un frein persistant à la croissance du PIB en volume dans le temps, phénomène plus marqué lors des phases de récession et moins prégnant lors des phases d'expansion. L'importance des heures travaillées par personne employée a considérablement augmenté durant la pandémie, à la faveur de mesures de soutien fortes prenant la forme de dispositifs de maintien de l'emploi.

Graphique 13

Décomposition de la croissance du PIB en volume au niveau du marché du travail

(croissance annuelle, pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le PIB en volume peut être décomposé en productivité du travail (PIB en volume/nombre total d'heures travaillées), nombre d'heures travaillées par personne employée, taux d'emploi (emploi total/population active totale), taux d'activité (population active totale/population totale) et population totale. La population active est définie comme la somme du nombre de travailleurs occupant un emploi et du nombre de chômeurs. La contribution du nombre total d'heures travaillées à la croissance du PIB en volume peut être obtenue en additionnant les contributions du nombre moyen d'heures travaillées, du taux d'emploi, du taux d'activité et de la population totale. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2021.

L'ajustement du nombre d'heures travaillées par personne employée a considérablement varié d'un secteur à l'autre, reflétant la nature de la pandémie et les mesures de confinement liées. Au premier semestre 2020, le nombre moyen d'heures travaillées a diminué de 14,3 %. Le recul a été nettement plus marqué dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts, tels que le commerce, les transports et les loisirs, qui ont également enregistré un net recul de leur activité en raison des mesures de distanciation sociale, que dans des secteurs comme les TIC ou les services financiers, qui requièrent moins de contacts et représentent une proportion plus élevée des postes pouvant être exercés en télétravail (graphique 14) ³¹. Le nombre moyen d'heures travaillées s'est nettement redressé par rapport aux points bas enregistrés au deuxième trimestre 2020.

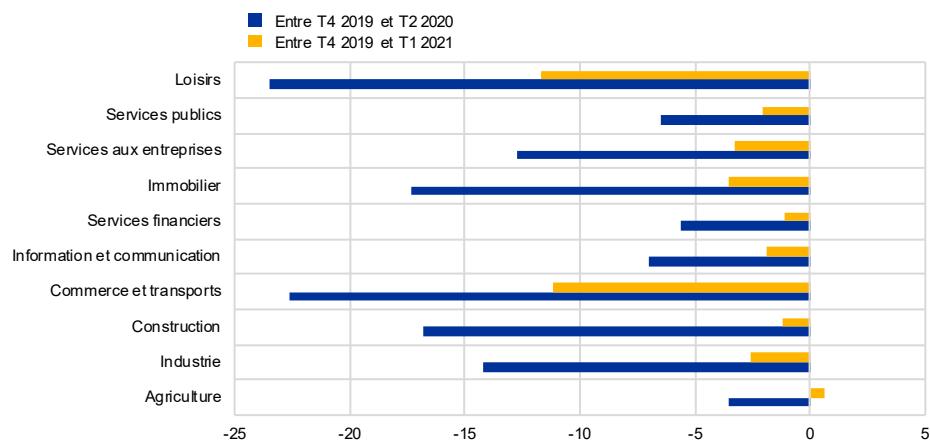
³¹ Le secteur du commerce et des transports comprend le commerce de gros et de détail, les services d'hébergement et de restauration, et les transports, tandis que le secteur des loisirs comprend les activités de loisirs et les services à la personne. Cf. également « [L'impact de la crise de la COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro selon une répartition hommes/femmes](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021, pour une première évaluation de l'impact sectoriel de la pandémie sur l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées, et « [L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020, pour une analyse sectorielle des postes pouvant être exercés en télétravail dans la zone euro.

Cela étant, au premier trimestre 2021, le nombre moyen d'heures travaillées restait de 5 % inférieur au dernier trimestre 2019. Les secteurs du commerce, des transports et des loisirs demeurent les plus touchés par la pandémie, le nombre moyen d'heures travaillées au premier trimestre 2021 se situant 11 % au-dessous des niveaux observés au quatrième trimestre 2019.

Graphique 14

Variation du nombre d'heures travaillées par personne employée et par secteur

(en pourcentage)



Source : Calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat.

Les dispositifs de maintien de l'emploi ont facilité la sauvegarde de l'emploi dans ces secteurs³². Un avantage majeur de ces dispositifs est qu'ils permettent à l'activité de reprendre rapidement dès lors que les mesures de confinement sont levées. Toutefois, ils doivent être suffisamment souples pour être ajustés rapidement dès la reprise de l'activité, afin de permettre une réallocation de la main-d'œuvre entre les entreprises.

4 Quelques remarques pour conclure

L'analyse du nombre d'heures travaillées par personne employée joue un rôle important dans l'explication des tendances à long terme comme des fluctuations conjoncturelles sur le marché du travail de la zone euro.

La tendance baissière séculaire observée pour le nombre d'heures travaillées par personne employée est principalement liée au progrès technologique, aux réorientations sectorielles en faveur du secteur des services, aux modifications de la réglementation du travail et de la fiscalité, à l'augmentation du taux d'activité et à la préférence accrue pour les emplois à temps partiel. Dans le même temps, les

³² Les données sectorielles relatives au nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi en Allemagne, en France et en Espagne montrent que le recours à ces dispositifs était répandu dans le secteur du commerce et des transports. En mai 2021, 2,8 millions de travailleurs environ bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi étaient employés dans le secteur du commerce et des transports, ce qui représente 54 % de l'ensemble des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi dans ces trois pays. Par pays, le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi dans ces secteurs représentait 1 million environ en Allemagne (43 % de l'ensemble des travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi dans ce pays), 1,5 million de travailleurs en France (63 %) et 300 000 en Espagne (66 %).

modifications conjoncturelles du nombre d'heures travaillées par personne employée ont offert au marché du travail une marge de flexibilité importante pour résister à des chocs défavorables sur la rentabilité des entreprises durant la crise financière mondiale, la crise de la dette souveraine de la zone euro et la pandémie de COVID-19.

Bien que divers facteurs permettent d'expliquer la baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée au cours des 25 dernières années, la trajectoire future au sortir de la pandémie reste incertaine. Le développement du travail indépendant ainsi que l'accroissement du taux d'activité des femmes et la hausse correspondante de l'emploi à temps partiel expliquent en partie la baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée au cours des 25 dernières années. Si les heures travaillées par personne employée ont joué un rôle déterminant en tant que marge d'ajustement durant la pandémie, on ne sait toujours pas si le nombre d'heures travaillées retrouvera ses niveaux d'avant la pandémie.

L'ajustement conjoncturel du nombres d'heures travaillées par personne employée, caractéristique distinctive de la zone euro, le rend important pour l'évaluation du marché du travail. Le recours aux contrats à temps partiel et, plus récemment, le recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi se traduisent par le fait que la mesure classique du chômage n'est plus tout à fait à même de rendre compte des réserves de main-d'œuvre inutilisées dans la zone euro. Par conséquent, toute analyse du marché du travail doit intégrer la marge intensive. Le nombre d'heures travaillées et la part de l'emploi à temps partiel (subi) représentent donc des indicateurs importants pour compléter les indicateurs classiques du marché du travail. En outre, le nombre d'heures travaillées par personne employée dans la zone euro a tendance à diminuer plus vite lors des phases de ralentissement conjoncturel et, par la suite, à ne pas retrouver pleinement son niveau lors de la reprise. L'analyse en temps réel est devenue plus délicate et incertaine, étant donné que différents facteurs durables et conjoncturels jouent dans la dynamique du nombre d'heures travaillées par personne employée, ce qui peut rendre moins perceptibles les éventuelles cicatrices laissées par les récessions.

L'hétérogénéité des marchés du travail mesurée en termes de travailleurs à plein temps et à temps partiel est un facteur important influant sur la courbe de Phillips. L'étude de la relation entre salaire et chômage dans la zone euro amène Eser *et al.*³³ à conclure que la sensibilité des salaires à l'écart de production peut être plus faible dans la mesure où de nombreuses personnes sont sous-employées ou inactives. Ainsi, l'évaluation de la marge intensive et la prise en compte des différences entre les catégories d'emplois peuvent donner un meilleur signal de la vigueur du marché du travail ainsi que des conséquences sur les salaires et l'inflation. En outre, l'hétérogénéité des marchés du travail revêt une importance particulière en matière d'inégalité des revenus. C'est notamment le cas lorsque le nombre moyen d'heures travaillées ou les travailleurs à temps partiel sont plus durablement affectés par les suites d'une récession économique. Les effets d'hystérèse sur le nombre d'heures travaillées peuvent en outre contribuer à une

³³ Cf. Eser (F.), Karadi (P.), Lane (P.R.), Moretti (L.) et Osbat (C.), « *The Phillips Curve at the ECB* », The Manchester School, 2020.

plus grande dispersion des revenus entre les travailleurs, comme tendent à le montrer Heathcote *et al.*³⁴ pour les États-Unis.

La trajectoire future du nombre d'heures travaillées par personne employée est difficile à prévoir, tandis que la balance des facteurs penche en faveur de la poursuite d'une tendance baissière. L'augmentation attendue du taux d'activité des femmes et des travailleurs plus âgés devrait exercer une pression à la baisse sur le nombre d'heures travaillées par personne employée. Une part plus importante d'emploi dans le secteur des services, où les pourcentages d'emploi à temps partiel sont plus élevés, peut également se traduire par une diminution du nombre moyen d'heures travaillées. En revanche, la poursuite du développement des compétences de la main-d'œuvre pourrait atténuer la baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée, les personnes bénéficiant d'un plus haut niveau d'éducation ayant tendance à travailler plus dans l'ensemble. Les préférences concernant la répartition du temps de travail continueront de jouer un rôle clé dans l'évolution du nombre d'heures travaillées.

³⁴ Cf. Heathcote (J.), Perri (F.) et Violante (G.L.), « *The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?* », *Review of Economic Dynamics*, Vol. 37, Supplement 1, 2020, p. S181-204.

2

Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires

Francesca Barbiero, Miguel Boucinha et Lorenzo Burlon

1 Introduction

Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) jouent un rôle essentiel pour préserver des conditions de financement bancaire favorables pour les ménages et les entreprises, contribuant ainsi à ce que l'inflation atteigne la cible de 2 % à moyen terme fixée par la BCE.

Ces opérations font partie d'un large éventail d'instruments de politique monétaire complémentaires comprenant les achats d'actifs, les taux d'intérêt négatifs et les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*)¹. Depuis leur introduction en 2014, les TLTRO ont soutenu la transmission de la politique monétaire en stimulant l'activité de prêt grâce à leur fonction de ciblage et en réduisant le coût du financement bancaire. Ce soutien a été déterminant pour éviter la détérioration des conditions d'octroi de prêts qui se serait sinon produite. La troisième série de TLTRO (TLTRO III) a été introduite début 2019. L'annonce initiale des TLTRO III en mars 2019 a rassuré les marchés sur le fait que les TLTRO II déjà en place seraient prolongées. Ces opérations avaient pour but de contrer les « effets de congestion » qui se seraient sinon matérialisés sur les marchés du financement bancaire en raison de la nécessité de remplacer les fonds issus des TLTRO II arrivées à échéance. Les opérations ont été recalibrées en septembre 2019 afin de préserver des conditions d'octroi de crédits bancaires favorables, de garantir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et, par conséquent, de continuer à soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire. Depuis le début de la crise du coronavirus (COVID-19), le recalibrage de cet instrument, du fait de ses caractéristiques et du rôle que joue le système bancaire de la zone euro dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, a fait partie intégrante de la réponse apportée par la BCE pour garantir des conditions d'emprunt favorables aux entreprises et aux ménages durant la pandémie.

Les TLTRO III ont fourni une liquidité abondante à des taux attractifs afin de répondre aux besoins de liquidité d'urgence des ménages et des entreprises en raison de la pandémie. La réponse apportée par la politique monétaire de la BCE à la crise de la COVID-19 repose sur deux outils principaux. Premièrement, les achats d'actifs ont soutenu des conditions de financement favorables pour l'économie réelle en période d'incertitude accrue, à la fois grâce à une enveloppe supplémentaire dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et via le

¹ Cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint Guilhem (A.), Yiangou (J.), « *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank* », Oxford University Press, 2021 et l'article intitulé « [La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

lancement d'un programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Deuxièmement, le recalibrage des opérations TLTRO III existantes a permis aux banques de s'assurer un financement à des conditions favorables afin de soutenir l'accès des entreprises et des ménages au crédit². Les décisions prises par le Conseil des gouverneurs le 12 mars³ et le 30 avril⁴ 2020 ont garanti, en période de forte incertitude et de besoins de liquidité élevés, la bonne transmission de la politique monétaire par l'intermédiaire des banques, en portant la facilité d'emprunt des banques dans le cadre des TLTRO de 30 % à 50 % de leurs portefeuilles de prêts éligibles (soit une marge de manœuvre supplémentaire de 1 200 milliards d'euros environ) et en ramenant le taux d'intérêt appliqué à ces opérations au niveau très bas de – 1 % jusqu'à juin 2021 pour les banques respectant les exigences en matière d'octroi de prêts. Ces décisions ont également porté sur l'élargissement de l'éventail d'actifs éligibles admis en garantie des emprunts dans le cadre des TLTRO III et ont renforcé la flexibilité des banques quant aux options de remboursement et aux modalités de participation aux différentes opérations. Les décisions prises par le Conseil des gouverneurs le 10 décembre 2020⁵ ont encore élargi la facilité d'emprunt, la portant à 55 %, et ont prolongé jusqu'en juin 2022 la période durant laquelle les banques pourraient bénéficier du taux très bas de – 1 %, sous réserve d'exigences supplémentaires en matière d'octroi de prêts jusqu'à fin 2021. Cela a permis de préserver les conditions d'emprunt des retombées de la pandémie.

L'ampleur du choc lié à la pandémie, les mesures de grande ampleur prises par les autorités publiques pour y faire face et le caractère attractif des TLTRO (à la suite des divers recalibrages) ont donné lieu à l'une des plus grosses injections de liquidité par la BCE directement dans le secteur bancaire, s'élevant à 2 200 milliards d'euros au total en juin 2021, ce qui a apporté un soutien substantiel à la zone euro tout au long de la période de pandémie.

À la réponse de la politique monétaire visant à atténuer l'impact de la pandémie sur l'activité d'emprunt est venu s'ajouter le soutien apporté par d'autres domaines de la politique économique, allant des politiques microprudentielles et macroprudentielles, via les mesures d'allègement des exigences de fonds propres, à la politique budgétaire, via le large recours aux garanties et moratoires publics. Le caractère favorable des conditions attachées aux TLTRO, l'éligibilité élargie des actifs admis en garantie (cf. encadré 1), ainsi que l'accroissement de la marge de manœuvre en matière de fonds propres et de la demande de prêts favorisé par d'autres domaines de la politique économique ont rendu possible une participation élevée des banques de la zone euro au programme de TLTRO III, participation la plus massive jusqu'à présent aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. Au total, le tirage

² Le recalibrage des TLTRO III a bénéficié du soutien critique apporté par les ajustements temporaires du cadre de garanties de la BCE. Il a en outre été complété par l'introduction d'opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO), par la disponibilité temporaire d'opérations de refinancement à plus long terme d'une durée coïncidant avec la première opération TLTRO III disponible après les recalibrages de mars et avril 2020 (les « bridge LTR »), ainsi que par des lignes de swaps et de pensions entre banques centrales du monde entier afin de fournir des liquidités en euro et en devises.

³ Pour des informations plus détaillées, cf. le [communiqué de presse de la BCE publié le 12 mars 2020](#).

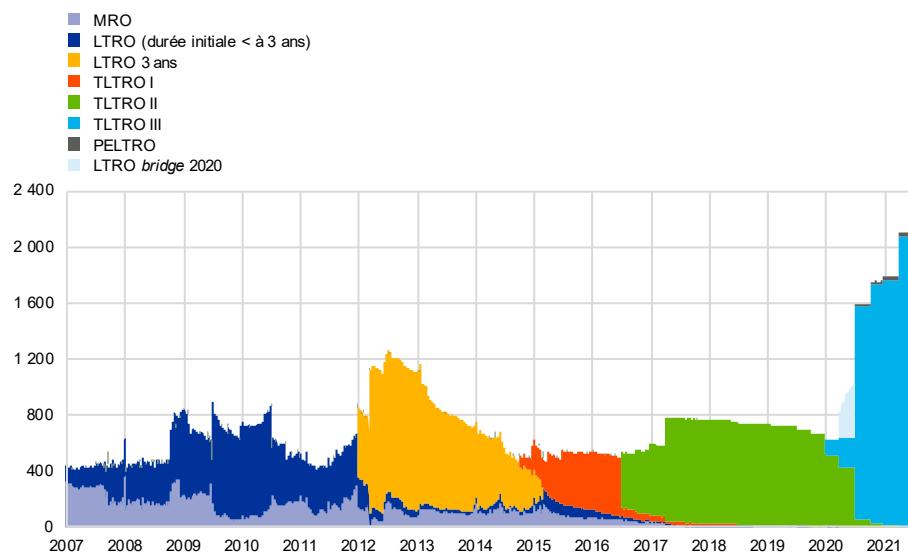
⁴ Pour des informations plus détaillées, cf. le [communiqué de presse de la BCE publié le 30 avril 2020](#).

⁵ Pour des informations plus détaillées, cf. le [communiqué de presse de la BCE publié le 10 décembre 2020](#).

dépassait 1 500 milliards d'euros après l'opération de juin 2020 et les opérations ultérieures ont porté ce montant à 2 200 milliards d'euros à juin 2021 (graphique 1). Le présent article analyse comment et dans quelle mesure ce financement à plus long terme ciblé de banque centrale a influé sur les conditions d'octroi des prêts bancaires.

Graphique 1
Emprunts auprès de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique retrace les évolutions des emprunts auprès de l'Eurosystème, ventilés selon les différentes facilités de prêt. Les « MRO » sont les opérations principales de refinancement. Les « LTRO (durée initiale < à 3 ans) » sont les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée initiale inférieure à trois ans. Les « LTRO 3 ans » sont les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée initiale de trois ans. Les « TLTRO I », « TLTRO II », et « TLTRO III » correspondent aux trois programmes d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Les « PELTRO » sont les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie. Les « LTRO bridge 2020 » sont les opérations de refinancement à plus long terme mises en place afin de combler les besoins de liquidité entre l'annonce du recalibrage des TLTRO en mars 2020 et la première opération intervenue par la suite en juin 2020.

Cet article est structuré de la façon suivante. L'encadré 1 apporte un éclairage sur le rôle des mesures d'assouplissement des garanties. La section 2 explique comment le stimulus apporté par les TLTRO III se transmet via les banques aux emprunteurs finaux. L'encadré 2 analyse plus en détail l'impact du programme sur les taux du marché monétaire. La section 3 décrit dans quelle mesure les TLTRO III ont assoupli les conditions d'octroi de prêts bancaires, en examinant leur efficience par rapport à d'autres mesures ainsi que la possibilité d'éventuels effets secondaires. L'encadré 3 analyse l'impact des TLTRO III sur l'excédent de liquidité. La section 4 apporte des éléments de conclusion générale.

Encadré 1

Les TLTRO III et les mesures d'assouplissement des garanties

Adina-Elena Fudulache et Arturo Diez-Caballero

Les mesures d'assouplissement des garanties constituent un élément fondamental de la réponse de politique monétaire de la BCE face à la pandémie de coronavirus (COVID-19). Comme la fourniture de liquidité par l'Eurosystème s'effectue en contrepartie de garanties éligibles, les

recalibrages des TLTRO III se sont également accompagnés d'un vaste ensemble de mesures temporaires destinées à préserver la disponibilité des garanties grâce à l'assouplissement de certaines normes en la matière (figure A)⁶. Cet encadré évalue l'ampleur de la contribution des mesures d'assouplissement des garanties à la forte participation aux TLTRO III. Il examine également comment celles-ci ont contribué à créer un environnement favorable à l'activité de prêt des banques à l'économie réelle. L'analyse couvre la période du 5 mars 2020 au 24 juin 2021 (également appelée *période analysée*).

Figure A

Mesures temporaires d'assouplissement des garanties face à la pandémie de coronavirus



Notes : « ACC » fait référence aux créances privées additionnelles (*additional credit claims*), « ABS » aux titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) et « CQS » à l'échelon de qualité du crédit (*credit quality step*), tels que définis dans le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAF).

Le recours important aux TLTRO III a été soutenu par une forte augmentation des garanties mobilisées dans les opérations de l'Eurosystème. En prévision d'un accroissement de leur capacité d'emprunt dans le cadre des TLTRO III à compter de juin 2020 et à la suite de la mise en œuvre des mesures d'assouplissement des garanties, la valeur totale après décote des garanties remises par les banques participantes a fortement augmenté. Cette hausse, due à la mobilisation de garanties additionnelles ainsi qu'à la réduction des décotes appliquées, s'observe en particulier pour les créances privées (additionnelles), les obligations sécurisées et les obligations d'État. À la fin de la période analysée, la valeur des garanties mobilisées par les banques participantes s'élevait à 2 600 milliards d'euros, soit 1 300 milliards de plus qu'avant la pandémie (+ 92 %). Cette augmentation est le reflet du tirage net de 1 600 milliards d'euros enregistré lors de la TLTRO menée en parallèle (partie a du graphique A).

Les mesures d'assouplissement des garanties ont contribué pour 20 % environ à l'accroissement des positions en collatéral des banques participantes. Les estimations de la BCE indiquent que la valeur totale des garanties des banques participantes attribuables aux mesures temporaires d'assouplissement s'élève à 240 milliards d'euros⁷. Cette valeur résulte pour l'essentiel de la catégorie des garanties revêtant la forme de créances privées (180 milliards d'euros), du fait

⁶ Cf. le communiqué de presse de la BCE publié le 7 avril 2020 et le communiqué de presse de la BCE publié le 22 avril 2020.

⁷ L'assouplissement des garanties est mesuré comme la différence entre la valeur effective des garanties mobilisées et le montant estimé des garanties mobilisées, valorisées aux conditions (normales) hors pandémie. Les mesures d'assouplissement des garanties recouvrent uniquement les mesures temporaires prises face à la pandémie de coronavirus, valables jusqu'en juin 2022. Les estimations ne tiennent pas compte de l'impact de l'assouplissement de certaines exigences opérationnelles telles que la fréquence de déclaration des *pools* de créances privées.

principalement de l'extension, notamment aux prêts relevant des dispositifs de garanties publiques mis en place face à la pandémie de COVID-19, des cadres relatifs aux créances privées additionnelles (ACC)⁸.

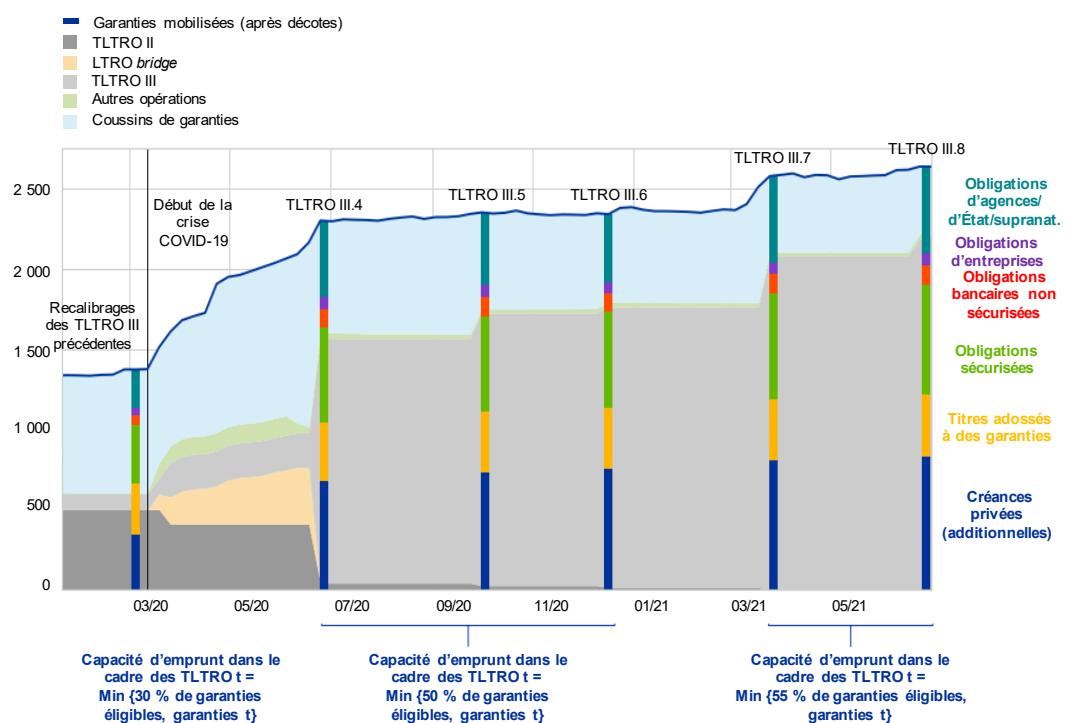
La possibilité élargie de recourir au financement au titre des TLTRO III en mobilisant des garanties non éligibles en tant qu'actifs liquides de qualité élevée (*high-quality liquid assets*, HQLA) a permis aux banques d'éviter une rétention procyclique de liquidité face au choc de liquidité généralisé auquel l'économie était confrontée. Les banques participantes avaient la possibilité d'accéder au financement de marché en utilisant des HQLA en garantie et d'améliorer, ou au moins de préserver, leur ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*, LCR) en choisissant de remettre en contrepartie des emprunts au titre des TLTRO III des garanties non HQLA. D'après les estimations de la BCE, à la fin de la période analysée, le montant de garanties non HQLA immobilisées s'élevait à 1 600 milliards d'euros, soit 74 % du financement de banque centrale total des banques participantes (partie b du graphique A). Cela se traduit par une augmentation globale de 1 100 milliards d'euros de l'utilisation comme collatéral de garanties non HQLA au cours de la période analysée. Le recours à d'importants montants de garanties non HQLA a été favorisé par l'extension, liée à la pandémie, de l'éligibilité des créances privées (additionnelles) et par une plus grande incitation à l'utilisation de garanties non HQLA grâce à l'assouplissement des décotes.

Graphique A

Mobilisation des garanties de l'Eurosystème et recours des participants aux TLTRO III aux opérations de crédit de l'Eurosystème depuis l'apparition de la pandémie

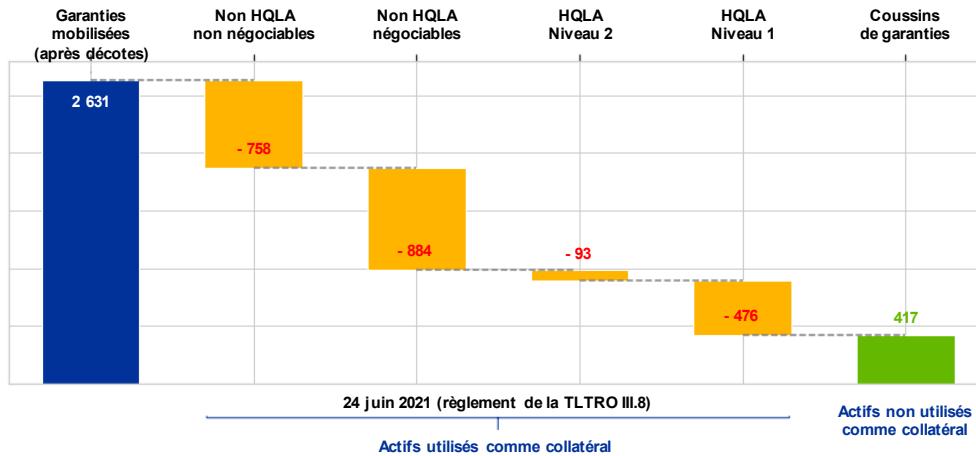
a) Recours aux opérations de crédit et mobilisation de garanties

(en milliards d'euros)



⁸ Pour de plus amples détails concernant le périmètre, les critères d'éligibilité des créances privées additionnelles et leurs extensions liées à la pandémie, cf. l'explication de la BCE « *What are additional credit claim (ACC) frameworks?* »

b) Niveau d'utilisation d'actifs comme collatéral



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique en barres de la partie a) montre la mobilisation des garanties de l'Eurosystème par catégorie d'actifs. La première observation du graphique en barres (composition des garanties avant l'apparition de la pandémie) correspond au 5 mars 2020. Le graphique en aires de la partie a) montre la mobilisation des garanties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème et les coussins de garanties (surcollatéralisation). Les données portent sur les banques participantes aux TLTRO III jusqu'à la TLTRO de juin 2021. Dans la partie b), le niveau de garanties utilisées comme collatéral est fondé sur l'article 7, paragraphe 2, point a du règlement délégué (UE) de la Commission du 10 octobre 2014 complétant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'exigence de couverture des besoins de liquidité pour les établissements de crédit (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) (JO L 11, 17.01.2015, p. 1), c'est-à-dire qu'il prend pour hypothèse que les actifs mobilisés sont utilisés par ordre de liquidité croissante, à commencer par les actifs non HQLA. La méthodologie utilisée par la BCE pour classer les actifs mobilisés auprès de l'Eurosystème dans les catégories de liquidité LCR correspondantes (Niveau 1, Niveau 2A, Niveau 2B, non HQLA) s'appuie essentiellement sur les informations contenues dans la base de données de la BCE relative aux actifs éligibles et est analogue à celle décrite dans Grandia (R.), Häneling (P.), Lo Russo (M.) et Åberg (P.) (eds.), « *Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area* », Occasional Paper Series, n° 218, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2019. Le montant d'actifs utilisés comme collatéral est calculé au niveau de la banque puis agrégé pour l'ensemble des participants aux TLTRO III. Les garanties de niveau 2A et de niveau 2B figurent en données agrégées (HQLA Niveau 2) et la catégorie des actifs non HQLA est ventilée en actifs non négociables et en actifs négociables, avec l'hypothèse supplémentaire que les actifs non HQLA non négociables sont utilisés en premier.

2 La transmission des TLTRO III aux emprunteurs via les banques

La transmission des TLTRO III aux conditions d'octroi des prêts bancaires s'opère par le biais de différents canaux. Les TLTRO ciblent les prêts bancaires aux sociétés non financières et aux ménages hors prêts au logement. Par ailleurs, ces opérations réduisent le coût du financement des banques de la zone euro, ce qui active un canal du crédit bancaire pouvant aboutir à une baisse des taux débiteurs et à une augmentation des volumes de prêts. En outre, comme cela est décrit en détail plus loin, d'autres canaux viennent compléter la transmission des TLTRO, stimulant l'activité de prêt et favorisant la baisse des coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages.

Le mécanisme d'incitation contenu dans les TLTRO stimule l'activité de prêt bancaire à des secteurs spécifiques, ce qui accroît la concurrence sur les marchés du crédit. Contrairement aux opérations non ciblées classiques, les TLTRO III offrent un taux plus avantageux pour les fonds empruntés ; l'obtention de ce taux est subordonnée à l'atteinte, par les participants, d'objectifs en matière de prêts. Cela accroît la propension des participants à prêter, en particulier dans des situations où l'incertitude fait naître pour les banques un risque de resserrement de l'accès au financement, qui les inciterait normalement à durcir leurs critères d'octroi de prêts. Comme les participants ont pour objectif de prêter davantage, les pressions concurrentielles sur les marchés du crédit augmentent, ce qui incite

également les non-participants à assouplir leurs critères d'attribution de prêts afin de protéger leur part de marché⁹. L'accroissement de la concurrence est également l'une des raisons pour lesquelles les objectifs en matière d'octroi de prêt sont minutieusement calibrés sur la base de projections des volumes de prêts. Si la barre est fixée trop haut pour bénéficier de taux favorables dans le cadre des TLTRO, cela pourrait favoriser un comportement concurrentiel disproportionné et encourager une prise de risque excessive. En même temps, la fixation d'un objectif trop ambitieux en matière de prêts pourrait décourager certaines banques de participer et par conséquent réduire l'efficacité du programme. À l'inverse, une valeur de référence insuffisamment ambitieuse pour les prêts compromettrait l'efficacité de la caractéristique de ciblage des opérations.

Les TLTRO entraînent des réductions à la fois directes et indirectes du coût de financement des banques de la zone euro. Les coûts du financement bancaire se sont modérés à la suite des annonces relatives aux TLTRO (graphique 2). Les TLTRO compriment les coûts de financement des banques en offrant des emprunts à long terme auprès de la banque centrale à des taux attractifs. Elles peuvent se substituer à des sources plus onéreuses de financement de marché. La compression du coût de financement des banques qui en résulte possède une composante directe et une composante indirecte. Pour chaque banque participante, la réduction de coût directe résulte du fait que les TLTRO remplacent un financement plus onéreux. Pour les banques qui ne participent pas directement au programme, la réduction du coût de financement est indirecte et provient d'une externalité positive : dans la mesure où les banques participantes sont susceptibles d'annuler ou de reporter leurs émissions d'obligations, la diminution de l'offre d'obligations qui en résulte entraîne une diminution du coût de financement externe même pour les banques qui n'empruntent pas directement par le biais de ces opérations. Comme les banques opèrent sur un marché compétitif, cela entraîne une baisse des taux débiteurs et une hausse des volumes de crédits, comme le montre l'expérience des précédentes TLTRO¹⁰. Pour que ce canal indirect devienne actif, il faut une participation importante au programme au niveau agrégé, d'où la possibilité que d'importantes non-linéarités entrent en jeu, notamment après le fort tirage enregistré lors de l'opération de juin 2020. À cet égard, la politique de l'Eurosystème en matière de garanties et la décision d'augmenter le montant d'emprunts autorisé sont essentielles pour permettre une participation élevée et généralisée, comme évoqué dans l'encadré 1.

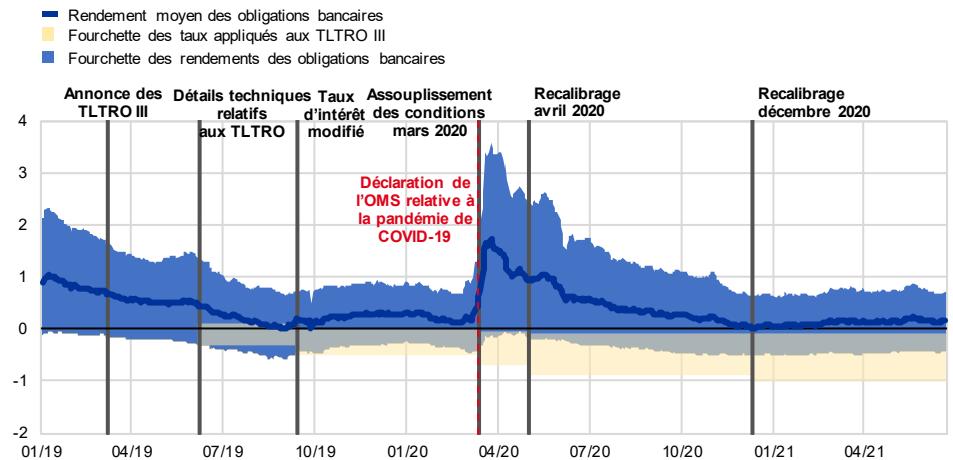
⁹ Cf. Andreeva (D.C.) et García-Posada (M.), « *The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 122, n° 105992, Elsevier, janvier 2021, et Benetton (M.) et Fantino (D.), « *Targeted monetary policy and bank lending behavior* », *Journal of Financial Economics*, à paraître.

¹⁰ Par conséquent, la diminution indirecte du coût du financement bancaire soutient également l'activité de prêt des banques ne participant pas directement au programme. De plus, tandis que la fonction de ciblage stimule l'activité de prêt au secteur éligible, ces coûts de financement plus favorables peuvent stimuler plus largement l'activité de prêt, à destination également du secteur non éligible.

Graphique 2

Rendement des obligations bancaires depuis 2019

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, iBoxx, base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database, CSDB*) et calculs de la BCE.
 Notes : Le graphique présente la moyenne pondérée (ligne bleu foncé) et la fourchette p10-p90 des rendements des obligations bancaires de la zone euro (zone bleutée). La fourchette relative aux TLTRO III reflète les modifications des taux appliqués résultant de chaque recalibrage ultérieur. Le taux maximum relatif aux TLTRO III reflète le taux le plus élevé qu'il est possible d'atteindre en conservant les fonds jusqu'à l'échéance. Le taux minimum des TLTRO III à la suite des recalibrages de mars et d'avril 2020 est le taux le plus bas pouvant être atteint en remboursant les fonds le plus tôt possible, tandis qu'après décembre 2020, il s'agit du taux le plus bas pouvant être atteint en remboursant les fonds à la fin de la période prolongée de réduction temporaire du taux en juin 2022.

Au final, les TLTRO soutiennent les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises en atténuant les hausses potentielles des taux débiteurs et en comprimant de manière substantielle le coût du financement bancaire.

Les TLTRO se transmettent normalement aux taux d'intérêt via leurs effets agrégés sur le marché des prêts. Cela est dû au fait que l'offre agrégée de prêts augmente suffisamment pour exercer une pression à la baisse sur les taux débiteurs, qui finissent par diminuer si la demande de prêts n'est pas assez forte. La récente expérience en matière de TLTRO après mars 2020, lorsque la demande de prêts a enregistré des niveaux sans précédent, indique l'importance accrue d'au moins deux autres mécanismes de propagation spécifiquement liés à la pandémie.

Premièrement, l'accès au financement au titre des TLTRO a contribué à atténuer une hausse potentielle des taux débiteurs due à l'accentuation du risque de crédit dans le contexte des perturbations économiques créées par la pandémie.

Deuxièmement, la forte hausse générale de l'incertitude concernant les perspectives macroéconomiques a entraîné un important comportement de précaution de la part des entreprises et des ménages, qui a contribué à une forte augmentation des volumes de dépôts. Compte tenu de la relative difficulté à imposer des taux négatifs sur les dépôts des particuliers, la diminution du coût du financement bancaire résultant des TLTRO contribue à préserver la bonne transmission de la politique monétaire en permettant aux banques d'abaisser leurs taux débiteurs tout en préservant leurs marges sur les prêts et en évitant une prise de risque de crédit excessive.

En réduisant les contraintes de liquidité, les TLTRO atténuent la procyclicité qui résulte des conditions de financement à moyen et long terme. Dans la mesure où les TLTRO sont assorties d'une durée plus longue que les opérations de refinancement classiques, elles contribuent à assouplir les contraintes

réglementaires liées aux exigences en matière de liquidité, en particulier lors de la mise en œuvre initiale des opérations et lorsque leur durée résiduelle est très longue. Cela permet aux banques de structurer la composition de leur liquidité de façon moins procyclique, en émettant des obligations à plus long terme lorsqu'elles ne sont pas excessivement onéreuses du fait des tensions financières transitoires liées à la crise en réponse à laquelle les TLTRO sont mises en place.

En outre, les TLTRO injectent de la liquidité de banque centrale dans le système financier, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les taux du marché monétaire. Les TLTRO stimulent la demande de financement de banque centrale et font effectivement augmenter la quantité d'excédent de liquidité dans le système. Plus les conditions attachées aux TLTRO sont attractives, plus la participation et la distribution de l'excédent de liquidité dans le système qui en résultent sont généralisées. Cela réduit le recours au marché interbancaire pour satisfaire les besoins de liquidité à court terme et comprime, par conséquent, les taux à court terme, comme l'indique l'encadré 2.

Les TLTRO offrent également un filet de sécurité contre l'intensification des tensions sur le financement car les banques peuvent accroître leur recours aux TLTRO lorsqu'elles sont en présence de scénarios défavorables.

Tout comme les opérations de refinancement classiques de l'Eurosystème, les TLTRO sont induites par la demande et permettent aux participants potentiels de recourir à cette facilité lorsque l'accès aux sources de financement de marché devient difficile. Par conséquent, la configuration actuelle des prix relatifs aux conditions du financement bancaire reflète probablement l'effet de cette option (y compris s'agissant des conditions de refinancement futures pour les banques), en comprimant les primes de risque sur les rendements obligataires et en contribuant à préserver des conditions de financement favorables.

Enfin, conjointement avec les autres instruments de politique monétaire actifs, les TLTRO constituent une mesure puissante d'assouplissement du crédit.

La politique de taux d'intérêt négatifs renforce l'incitation à émettre des prêts en abaissant le rendement des actifs sans risque et en maintenant dans le même temps à des taux très bas l'accès au financement par les TLTRO, tandis que le système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires atténue les frictions potentielles associées à la rigidité à la baisse des taux appliqués aux dépôts des particuliers. La *forward guidance* maintient à de bas niveaux les segments intermédiaires de la courbe de taux sans risque, que les banques utilisent pour la fixation des taux de leurs prêts. Cela stimule la demande de crédit et est complété par la durée longue du financement au titre des TLTRO, qui favorise la compression de la prime de terme sur le financement bancaire. Les achats d'obligations d'État font baisser les rendements des utilisations alternatives des fonds au titre des TLTRO, ce qui permet d'acheminer la liquidité fournie par les TLTRO vers le secteur ciblé. Les achats d'obligations du secteur des entreprises resserrent les écarts de rendement de ces obligations, constituant ainsi un canal direct de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et créant dans les bilans des banques un espace permettant d'octroyer davantage de prêts aux entreprises non directement

exposées aux achats d'actifs, telles que les PME, via l'utilisation des fonds au titre des TLTRO¹¹.

Encadré 2

Les TLTRO III et les taux du marché monétaire

Maria Encio

Les marchés monétaires constituent le point de départ du mécanisme de transmission de la politique monétaire qui répercute les taux d'intérêt aux autres compartiments des marchés financiers, ce qui influence les conditions de financement dans l'économie au sens large. Même si une part importante des opérations en blanc s'est déplacée vers le compartiment des opérations garanties ces dernières années, les taux non garantis jouent toujours un rôle essentiel en tant que taux de référence. Par exemple, les taux Euribor 3 mois et 6 mois des opérations en blanc servent de références pour les marchés des *swaps* de taux d'intérêt et les marchés des contrats à terme (*futures*) sur taux d'intérêt, ainsi que pour les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages. Cela signifie que les variations de ces taux non garantis se transmettent largement et rapidement aux autres agents économiques.

Alors que le compartiment des opérations garanties a confirmé sa résistance durant la pandémie de coronavirus (COVID-19), les compartiments des *swaps* de change et des opérations à terme en blanc, notamment les émissions de titres à court terme, ont été affectés défavorablement. Les taux d'intérêt et les volumes de transaction des opérations garanties sont restés globalement stables en dépit du renforcement de l'aversion pour le risque tout au long du printemps 2020. En revanche, les taux d'intérêt à terme non garantis ont enregistré une forte hausse de plus de 20 points de base, s'agissant par exemple de l'Euribor et des taux des *commercial papers*. En outre, le coût d'emprunt de dollars contre euro a fortement augmenté sur le marché des *swaps* de change (cf. le graphique A dans lequel la zone bleue représente la période correspondant au pic de la crise de la COVID-19).

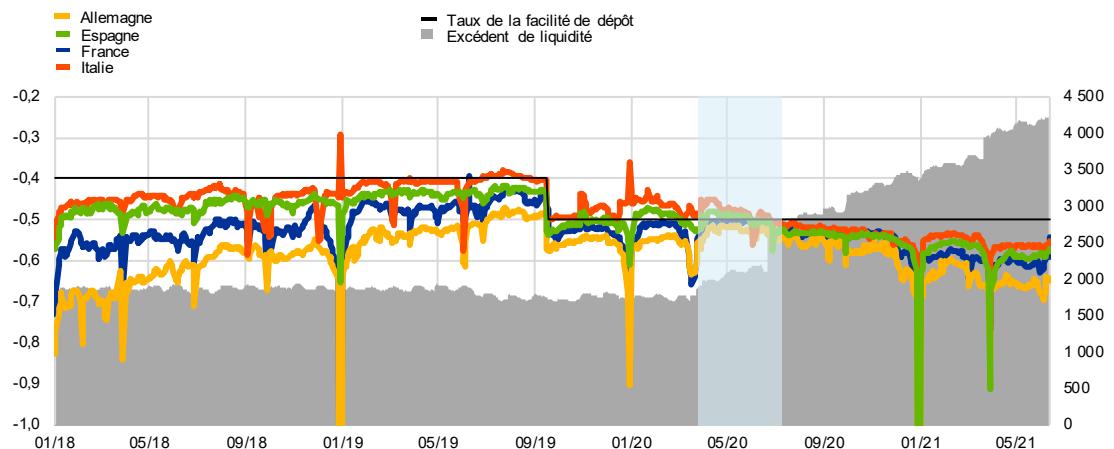
¹¹ Cf. Arce (O.), Gimeno (R.) et Mayordomo (S.), « *Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE* » *Review of Finance*, vol. 25, n° 1, Oxford University Press, Oxford, 2020, p. 43–84.

Graphique A

Vue d'ensemble des taux sur les marchés monétaires de l'euro

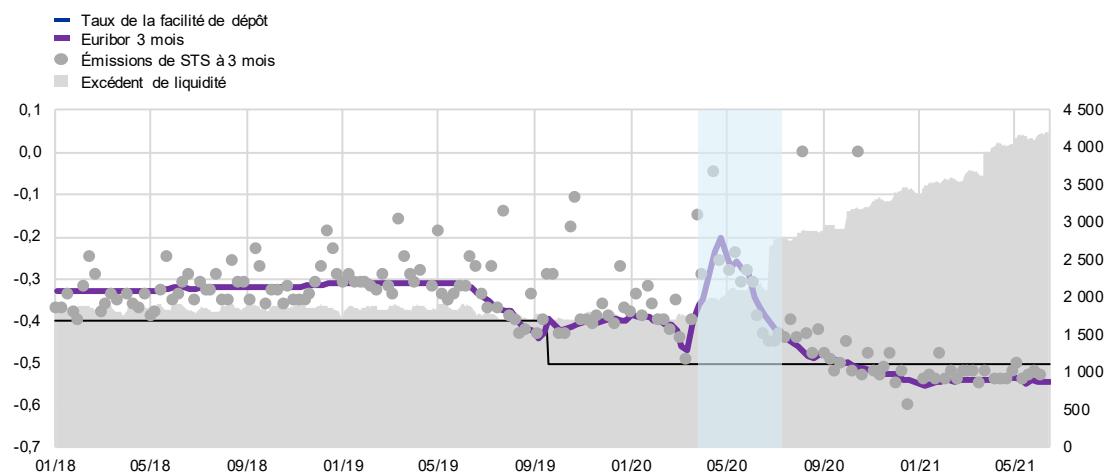
a) Taux garantis

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : en milliards d'euros)



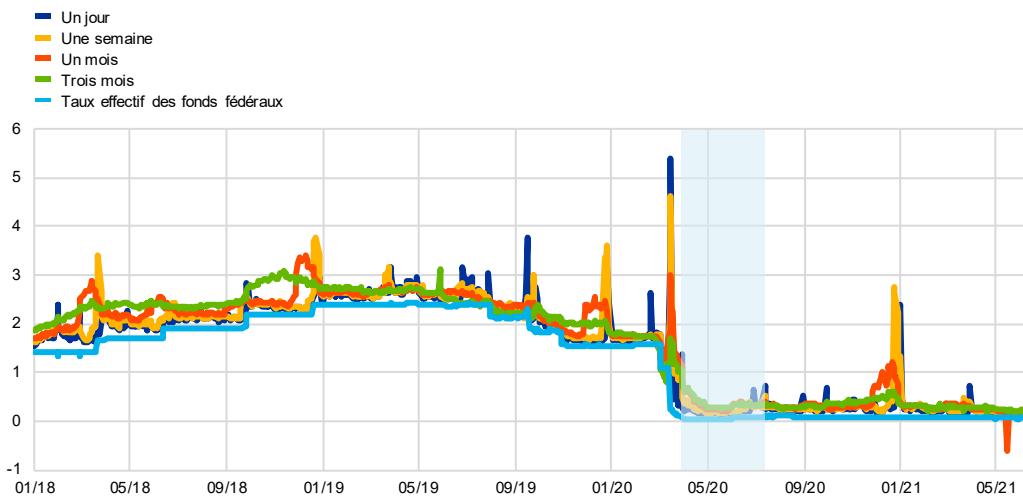
b) Taux des opérations en blanc (STS, Euribor)

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : en milliards d'euros)



c) Taux de change EUR/USD (spread de base du swap en points de pourcentage)

(en points de pourcentage)



Sources : Partie a) – Dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire de la BCE (*Money Market Statistical Reporting, MMSR*) ;

partie b) – MMSR de la BCE, Bloomberg et calculs de la BCE ; partie c) – STS (Banque de France).
Notes : La partie a) présente le taux moyen pondéré par les volumes selon la date de règlement et par juridiction des garanties et n'inclut que les garanties des administrations publiques. L'échelle est limitée à 1 % par souci de lisibilité. Points limites : fin 2019 pour l'Allemagne (2,74 %) et pour la France (2,13 %) ; fin 2020 pour l'Allemagne (2,09 %), pour la France (1,57%) et pour l'Espagne (1,59 %). Uniquement les transactions assorties d'échéances O/N, S/N et T/N. Le taux inclut à la fois les opérations d'emprunt et de prêt. Dans la partie b), STS correspond aux émissions de dette à court terme en se fondant sur les données NEU CP (*Negotiable European Commercial Paper*). La zone bleue met en évidence la période de la crise de la COVID-19. Dans la partie c), le spread de base du swap de change correspond au taux implicite du dollar moins le taux OIS en dollars pour l'échéance sélectionnée. L'axe est coupé à 300 points de base par souci de lisibilité. Les transactions à un jour combinent les échéances O/N, S/N et T/N pour un jour de règlement donné.

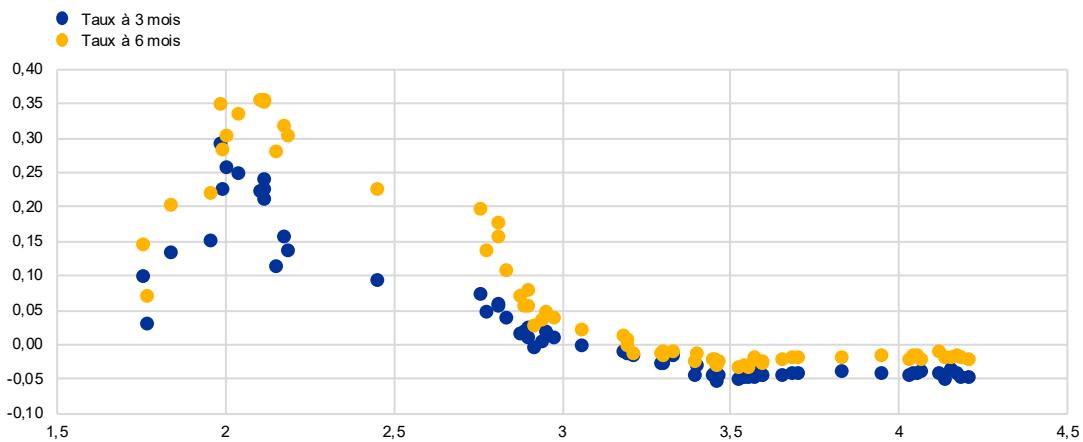
Pour stabiliser les taux du marché monétaire sous tension et assouplir les conditions de financement, l'Eurosystème a introduit plusieurs mesures. Les nouvelles opérations de prêts recalibrées pour les banques ont exercé des pressions à la baisse significatives sur les taux à terme des opérations en blanc, en raison des excédents de liquidité importants et de la moindre nécessité pour les banques d'émettre du *commercial paper*. L'inclusion des *commercial papers* émis par les sociétés non financières dans les achats effectués dans le cadre du PEPP, les facilités de prêt de titres plus importantes offertes par les banques centrales nationales et l'élargissement de l'éligibilité des garanties ont soutenu la poursuite des transactions avec du *commercial paper* du secteur des entreprises et l'offre de collatéral au marché pour les opérations de pension. Enfin, la fourniture de liquidité en dollars à des prix garantis (*backstop prices*) via le réseau de lignes de swap des principales banques centrales a rapidement remédié aux distorsions sur le compartiment des *swaps* de change. Le rétablissement du fonctionnement normal de tous les compartiments du marché monétaire au cours du second semestre 2020 s'est manifesté par la normalisation des taux de marché des opérations en blanc.

Le recalibrage des modalités des TLTR III sur deux paramètres spécifiques a été déterminant pour obtenir l'effet d'assouplissement voulu sur le financement. Le fait d'offrir des financements conditionnels à un taux inférieur à celui de la facilité de dépôt durant deux périodes de prêt spéciales, quand les effets de la pandémie étaient les plus prononcés, a constitué une incitation très efficace qui a favorisé une participation élevée. De plus, l'augmentation du montant d'emprunt autorisé a permis aux banques d'accroître leurs tirages de 300 milliards d'euros en mars 2020 à 2 200 milliards en juin 2021. Cette importante injection de liquidité a contribué à une baisse des taux de référence du marché monétaire, tels que les taux Euribor 3 mois et 6 mois, ce qui a assoupli les conditions de financement pour l'économie au sens large via le canal du marché monétaire (graphique B).

Graphique B

Relation entre excédent de liquidité et taux à terme des opérations en blanc

(axe des abscisses : excédent de liquidité en milliers de milliards d'euros ; axe des ordonnées : moyenne hebdomadaire de l'écart entre l'Euribor et le taux de la facilité de dépôt en points de pourcentage)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Les données couvrent la période allant du 12 mars 2020 au 11 juin 2021. R2 pour les taux à trois mois : 77 % et R2 pour les taux à six mois : 75 %.

3 Impact sur les conditions du crédit bancaire

Éléments ressortant des données de bilan des banques

Les TLTRO III ont permis aux banques de répondre à la hausse de grande ampleur de la demande de crédit déclenchée par la pandémie. Pour les participants aux TLTRO III, la croissance des crédits bancaires au secteur privé a été importante depuis le début de la pandémie sur la période de 13 mois couverte par la valeur de référence introduite en mars 2020 pour la performance en matière d'octroi des prêts (cf. la partie a) du graphique 3) ¹². La croissance des prêts s'est poursuivie pour les participants aux TLTRO III depuis le début de la période d'évaluation de la performance en matière d'octroi de prêts supplémentaire en octobre 2020 ¹³, notamment si l'on compare avec le chiffre pour les non-participants à ces opérations sur la même période (cf. la partie b) du graphique 3). Conjugué à un allongement des échéances des prêts, qui a également été favorisé par la disponibilité des dispositifs de garanties publiques, cela suggère que les opérations ont aidé les banques à saisir de manière durable une demande accrue de crédit, permettant une transition de la demande de crédit d'urgence initiale vers des prêts couvrant des

¹² Afin de bénéficier du taux d'intérêt minimum sur les opérations TLTRO III, les banques participantes doivent atteindre un niveau supérieur à leur valeur de référence fixée pour les prêts sur une période d'évaluation donnée. Une nouvelle période d'évaluation de la performance des banques en matière d'octroi de prêts a été introduite en mars 2020. Elle a été modifiée en avril 2020 pour inclure la période de 13 mois débutant en mars 2020 afin d'inciter davantage les banques à maintenir le niveau de soutien au crédit qu'elles ont fourni depuis le début de la pandémie.

¹³ Le recalibrage du 10 décembre 2020 a prolongé le taux d'intérêt de – 1 % jusqu'en juin 2022, avec une exigence supplémentaire à respecter en matière de prêts fondée sur la performance en matière d'octroi de prêts mesurée entre octobre 2020 et décembre 2021.

objectifs à plus long terme, notamment l'investissement¹⁴. Parallèlement, les acquisitions de titres d'État ont augmenté dans un premier temps, reflétant l'augmentation des émissions et de la demande de liquidité de la part des gouvernements afin de financer les mesures de soutien public. Après cette période initiale, les flux nets sur titres d'État ont été négatifs depuis octobre 2020, ce qui est cohérent avec le fait que les banques privilégient l'octroi de nouveaux prêts au secteur privé plutôt que d'éventuelles acquisitions de titres d'État et ce qui reflète également l'absorption importante de ces titres par les achats d'actifs.

L'accumulation temporaire de liquidité par les différents emprunteurs dans le cadre des TLTRO peut également donner une indication sur l'expansion du crédit que ces prêteurs peuvent fournir à l'avenir. Une hausse très marquée des dépôts auprès de l'Eurosystème a été constatée depuis le début de la pandémie. Cette hausse au niveau agrégé est entièrement mécanique, dans la mesure où la liquidité injectée par le biais des TLTRO (et des achats d'actifs conduits en parallèle) circule au sein du système fermé des banques détenant des comptes de réserve auprès de l'Eurosystème et ne diminue pas lorsque les banques accroissent les crédits consentis aux entreprises et aux ménages, qui ne font pas partie de ce circuit fermé¹⁵. De plus, l'accumulation toujours importante de liquidité déposée auprès de l'Eurosystème depuis l'introduction des TLTRO III résulte d'une série de facteurs, comme analysé dans l'encadré 3¹⁶. Au niveau des banques, il est important de noter que les banques de la zone euro se sont engagées activement pour répondre aux besoins urgents de liquidité du secteur des entreprises et des ménages. L'objectif étant de soutenir la reprise post-crise compte tenu des conditions difficiles sur les marchés de financement de gros. Au début de la crise, les banques ont répondu aux besoins de liquidité d'urgence des entreprises en s'appuyant sur leurs coussins de liquidité. Compte tenu de l'incertitude généralisée et de l'aversion au risque des investisseurs, recourir aux marchés pour obtenir les fonds nécessaires à la mise en œuvre un tel processus aurait pu générer des tensions sur les marchés de financement de gros ou des épisodes de véritable rationnement. Les banques individuelles ont accumulé de la liquidité dans leur bilan afin d'être mieux à même d'amortir les chocs dans la mesure où elles ont accru leur activité de prêt. La baisse des taux du marché monétaire observée après l'opération TLTRO III de juin et décrite dans l'encadré 2 constitue un nouveau signal montrant que les fonds provenant des TLTRO sont essentiels pour exercer la pression baissière nécessaire sur le coût des différentes options de financement dont disposent les banques. Actuellement, les banques continuent d'accompagner la sortie des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement provoquées par le choc lié à la pandémie, tout en protégeant également le secteur des entreprises des poches de besoins de liquidité

¹⁴ Cf. l'encadré intitulé « *Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020 et Falagiarda (M.) et Köhler-Ulbrich (P.) « *Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?* », *European Economy*, Issue 1, avril 2021.

¹⁵ L'accumulation de dépôts auprès de l'Eurosystème est également constatée pour les banques qui n'ont pas participé aux TLTRO III (cf. partie a), graphique 3.

¹⁶ Les banques individuelles peuvent organiser une réduction de leur propre excédent de liquidité, par exemple en l'utilisant pour accorder un nouveau prêt. Toutefois, sauf si l'emprunteur retire le montant total du prêt et le conserve en billets de banque, les fonds se retrouveront sous la forme d'un dépôt auprès de la même banque ou d'une autre, compensant ainsi la diminution initiale de l'excédent de liquidité. Pour plus de détails, cf. la note explicative de la BCE « *Qu'est-ce qu'un excédent de liquidité et pourquoi faut-il s'en préoccuper ?* »

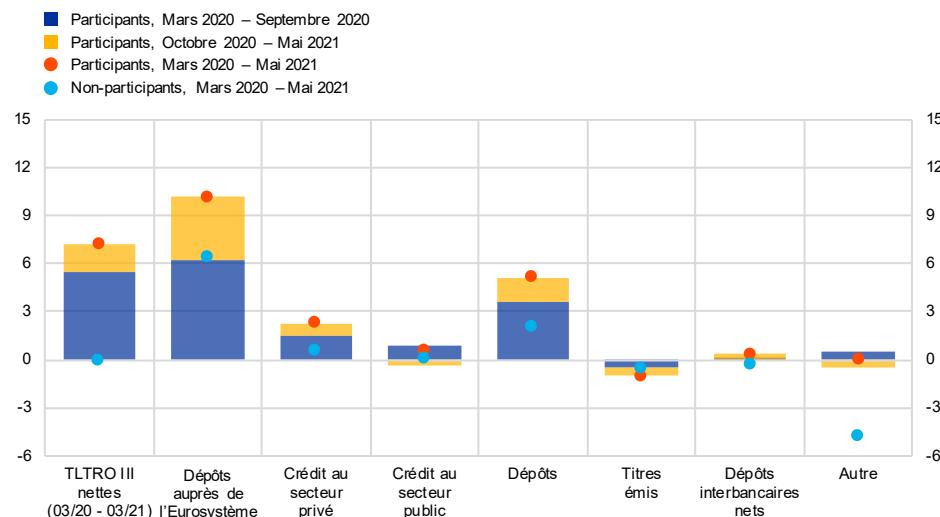
que des confinements isolés pourraient encore entraîner alors que le déploiement des vaccins permet une normalisation du fonctionnement de l'économie.

Graphique 3

Évolution des postes du bilan pour les participants et pour les non-participants aux TLTRO III

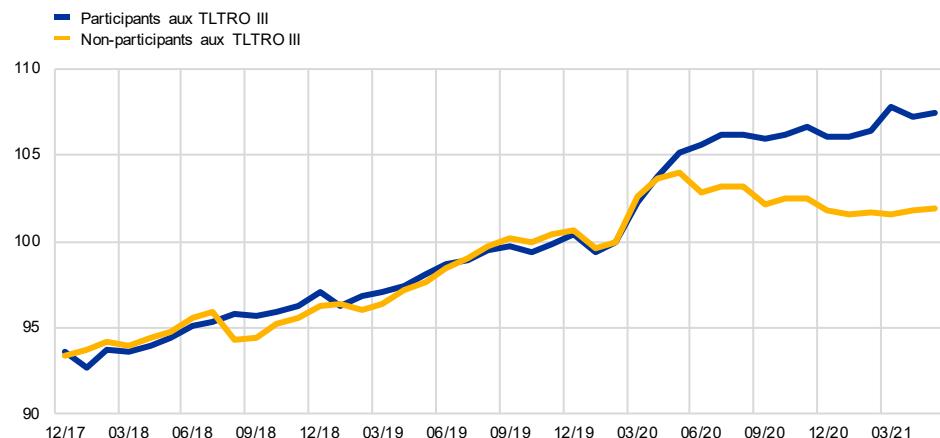
a) Évolutions des actifs et des passifs

(en pourcentage des principaux actifs)



b) Volume des prêts

(stock notionnel, février 2020 = 100)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) présente les flux cumulés pour les principaux actifs et passifs de mars 2020 à septembre 2020 (barres bleues), d'octobre 2020 à mai 2021 (barres jaunes) et de mars 2020 à mai 2021 (points rouges) pour les participants aux TLTRO III couverts par l'ensemble de données de la BCE relativ aux différents postes de bilan ; les évolutions pour les non-participants entre mars 2020 et mai 2021 sont représentées par des points bleu clair ; les données sont recalculées en fonction de la taille des deux groupes, participants et non-participants, telle que mesurée par les principaux actifs à fin février 2020. Les TLTRO sont nettes des autres financements provenant de l'Eurosystème à mars 2021 pour l'échantillon de banques iBSI (hors groupes de micro-données afin d'éviter une double comptabilisation et réduit au niveau des participants aux TLTRO). À l'actif, les crédits au secteur privé recouvrent les prêts aux sociétés non financières et aux ménages ainsi que les avoirs en titres du secteur privé ; les crédits au secteur public recouvrent les avoirs en titres souverains et les crédits aux administrations publiques. Au passif, les dépôts sont vis-à-vis des institutions financières non monétaires ; le financement interbancaire (net) correspond aux dépôts moins les prêts consentis par d'autres institutions financières monétaires, hors Eurosystème. La partie b) présente l'évolution des prêts éligibles pour les banques participantes (ligne bleu) et les banques non participantes (ligne jaune) aux TLTRO III jusqu'en mai 2021.

Éléments ressortant des données d'enquêtes

Les informations qualitatives tirées d'enquêtes confirment que la plupart des banques ont participé aux TLTRO III avec l'intention d'utiliser les fonds pour accorder des prêts. Les données quantitatives relatives aux bilans des banques disponibles jusqu'en mars 2021 laissent penser que les fonds provenant des TLTRO ont renforcé la capacité du système bancaire de la zone euro à répondre à la demande de liquidité initiale sans précédent émanant du secteur privé non financier depuis le début de la pandémie et à favoriser la transition des expositions des entreprises de la liquidité d'urgence vers des prêts à terme. D'une part, ces opérations ont renforcé la capacité des banques de la zone euro à accorder des prêts et les incitations à le faire. D'autre part, les évolutions de la demande de prêts ont joué un rôle essentiel. Les informations qualitatives tirées d'enquêtes, telles que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, fournissent des indications sur les utilisations de ces fonds jusqu'à présent et à l'avenir. La comparaison des réponses au fil du temps apporte également un éclairage sur la manière dont le système bancaire a réagi aux évolutions des caractéristiques des TLTRO III.

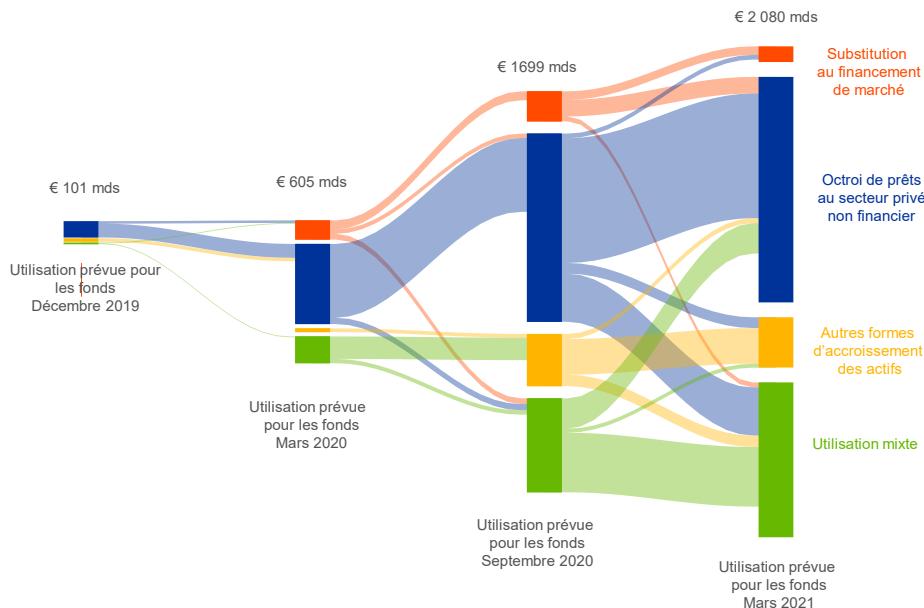
L'évolution des réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre comment les utilisations initialement prévues par les banques des fonds provenant des TLTRO se sont adaptées à l'évolution du contexte (graphique 4). Avant les tensions associées à la pandémie de COVID-19, les banques prévoient principalement d'utiliser les fonds provenant des TLTRO III pour accorder des prêts au secteur privé non financier ou pour renouveler les fonds échus des TLTRO II. Avec la propagation de la crise liée à la pandémie, certaines banques ont commencé à envisager d'utiliser les fonds des TLTRO comme un substitut à leur financement de marché, même si l'octroi de prêts est restée la principale destination prévue pour la liquidité supplémentaire. Le recalibrage des TLTRO le 30 avril 2020 a introduit des incitations plus fortes à consacrer au moins une partie des fonds à l'accroissement des bilans sous différentes formes, notamment, au moins temporairement, en détenant des dépôts auprès de l'Eurosystème et en achetant des titres de créance des administrations publiques. Dans le même temps, la détention d'excédents de liquidité provenant de la participation aux TLTRO III a également été motivée par les comportements de précaution des banques dans un contexte de niveaux d'incertitude sans précédent¹⁷. Les prêts au secteur privé s'étant concrétisés, les fonds restants provenant des TLTRO ont suscité une progression des utilisations mixtes. Dans tous les cas, les utilisations prévues par les banques pour ces fonds ont continué de suggérer la grande efficacité des TLTRO pour soutenir les conditions du crédit.

¹⁷ Cette situation est cohérente avec les réponses individuelles des participants à l'enquête d'octobre 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro aux questions portant sur la motivation à participer aux futures TLTRO.

Graphique 4

Évolution de l'utilisation prévue des fonds des TLTRO III

(proportion de participants pondérée par les montants des TLTRO III)



Sources : BCE, enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et calculs de la BCE.

Notes : Les quatre barres de la quatrième colonne à droite représentent les encours des TLTRO III en mars 2021 répartis en fonction des réponses à l'enquête d'avril 2021 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. La barre rouge représente le tirage des banques qui ont déclaré qu'elles utiliseraient les fonds des TLTRO pour remplacer des sources de financement de marché. La barre bleue représente ce même tirage par les banques ayant l'intention d'utiliser les fonds pour accorder des prêts. La barre jaune regroupe le tirage par les banques qui prévoient d'utiliser les fonds à des fins autres que le remplacement du financement de marché ou l'octroi de prêts (titres du secteur public, détention en espèces, financement d'autres entités financières, etc.). La barre verte représente le tirage par les banques qui ne prévoient pas d'allouer les fonds à une seule catégorie. Les barres de la première colonne représentent les encours des TLTRO III en décembre 2019 répartis en fonction des réponses à l'enquête de janvier 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Les barres de la deuxième colonne représentent les encours des TLTRO III en mars 2020 et le montant des bridge TLTRO répartis en fonction des réponses à l'enquête d'avril 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Les barres de la troisième colonne représentent les encours des TLTRO III en septembre 2020 répartis en fonction des réponses à l'enquête d'octobre 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Les zones ombrées représentent le tirage des banques qui ont modifié leur utilisation prévue pour les fonds entre les campagnes d'enquête.

Impacts estimés des TLTRO

Les TLTRO III apportent un soutien substantiel aux conditions du crédit

bancaire (graphique 5). Un large échantillon d'études englobant un éventail de méthodes économétriques, de périodes d'échantillonnage et de juridictions montre un effet d'assouplissement marqué sur les conditions du crédit bancaire. Ces études couvrent toute la palette des canaux de transmission évoqués plus haut. Une approche holistique combinant toutes ces études devrait par conséquent annuler les biais introduits par l'absence de canaux spécifiques au sein d'une même étude. Les résultats de chaque étude sont classés en fonction de leur période de référence et du tirage TLTRO correspondant, en normalisant les impacts pour tenir compte des différences en matière de données, d'échantillons et de méthodologies¹⁸. Cela permet une refonte des élasticités respectives en termes de hausse en pourcentage

¹⁸ De plus, les données d'enquêtes analysées plus haut laissent penser que l'ampleur même des emprunts dans le cadre des TLTRO III à la suite de la pandémie pourrait conduire à une utilisation plus diversifiée des fonds. Dans une approche prudente, l'exercice utilise ces informations pour normaliser les estimations des études réalisées à partir de données antérieures à la pandémie. Les estimations fondées sur les données postérieures à la pandémie ne sont pas affectées.

des volumes de prêts par an et en points de base de l'impact sur les taux des prêts pour chaque unité de tirage sur les TLTRO. Cela donne comme résultat un impact sur les volumes de prêts supérieur à 2 points de pourcentage chaque année et un impact sur les taux des prêts de plus de 60 points de base après la dernière opération en décembre 2021, par rapport au scénario contrefactuel d'une participation nulle. Point important, cela peut être considéré comme une évaluation prudente de l'impact effectif des opérations, en particulier s'agissant de leur rôle en tant que filet de sécurité contre une forte détérioration des coûts d'emprunt. Cela reflète le fait que la période d'échantillonnage de la majeure partie des études n'intègre pas d'épisodes de tensions financières ni de tensions sur l'économie réelle de l'ampleur observée depuis le début de la crise de la COVID-19. De plus, l'absence de programme TLTRO aurait pu provoquer une forte détérioration des conditions de financement des banques, entraînant un épisode de désendettement massif. Les effets d'un tel scénario sont très difficiles à quantifier. Enfin, d'autres mesures prises face à la pandémie pour soutenir le crédit bancaire, telles que l'élargissement de l'éligibilité des garanties, les mesures d'allègement des exigences de fonds propres et les dispositifs de garanties de l'État devraient avoir renforcé encore davantage l'efficacité des TLTRO¹⁹.

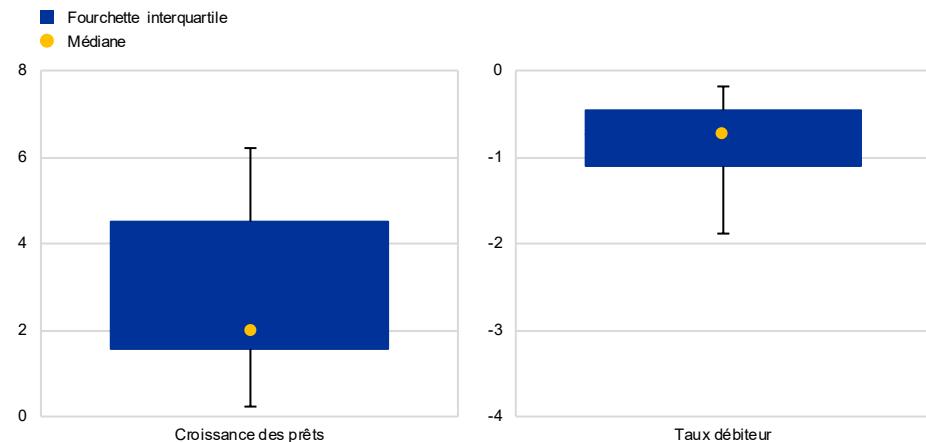
¹⁹ Cf., par exemple, Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.), « *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions* », Working Paper Series, n° 2465, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2020.

Graphique 5

Méta-analyse des impacts estimés des TLTRO

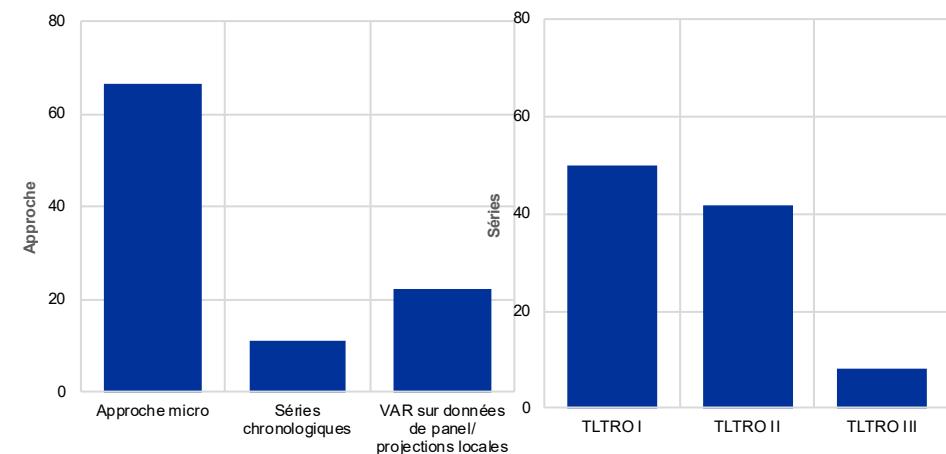
a) Impact estimé du tirage sur les TLTRO

(en points de pourcentage par an)



b) Distribution des études par approche et série

(en pourcentages)



Sources : Afonso (A.) et Sousa-Leite (J.), « *The transmission of unconventional monetary policy to bank credit supply: evidence from the TLTRO* » *Working Papers*, n° 201901, Banco de Portugal, Lisbonne, 2019 ; Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.), *op. cit.* ; Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 110, Issue C, Elsevier, 2020, p. 81-98 ; Andreeva (D. C.) et García-Posada (M.), *op. cit.* ; Arce (O.), Gimeno (R.) et Mayordomo (S.), *op. cit.* ; Balfousia (H.) et Gibson (H. D.), « *Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)* », *Applied Economics Letters*, vol. 23, n° 6, Taylor & Francis, London, 2016, p. 449-456 ; Barbiero (F.), Burlon (L.), Dimou (M.), Toczyński (J.), « *Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III* », à paraître en 2021 ; Bats (J.) et Hudepohl (T.), « *Impact of targeted credit easing by the ECB: Bank-level evidence* », *Working Papers*, n° 631, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2019 ; Benetton (M.) et Fantino (D.), « *Targeted Monetary Policy and Bank Lending Behavior* », *Journal of Financial Economics*, à paraître en 2021 ; Boeckx (J.), de Sola Perea (M.) et Peersman (G.), « *The transmission mechanism of credit support policies in the euro area* », *European Economic Review*, vol. 124, Issue C, Elsevier, 2020 ; Cravo Ferreira (M.), « *What happens when the ECB opens the cash tap? An application to the Portuguese credit market* », dissertation, Universidade Católica Portuguesa, 2019 ; Esposito (L.), Fantino (D.) et Sung (Y.), « *The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence* », *Working Papers*, n° 1264, Banca d'Italia, Rome, 2020 ; Flanagan (T.), « *Stealth Recapitalization and Bank Risk Taking: Evidence from TLTROs* », disponible dans SSRN n° 3442284 ; Gibson (H. D.), Hall (S. G.), Petroulou (P.) et Tavlas (G. S.), « *On the effects of the ECB's funding policies on bank lending* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 102, Issue C, Elsevier, 2020, p. 1021-12 ; Laine (O.), « *The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending* », *Journal of Banking and Financial Economics*, à paraître en 2021 ; Offermans (C. J.) et Blaes (B. A.), « *The Effects of Unconventional Monetary Policies on the Lending Activity of German Banks* », mimeo, 2021 ; Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint Guilhem (A.), Yianguo (J.) *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, Oxford, 2021 ; van Dijk (M.) et Dubovik (A.), « *Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit* », *Discussion Papers*, n° 372, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 2018.

Notes : La partie a) présente l'impact annuel moyen des TLTRO sur la croissance des prêts aux sociétés non financières pour un tirage de 2 200 milliards d'euros. Les estimations de chaque étude sont recalculées pour tenir compte des différences en matière de données, d'échantillons et de méthodologies. Les barres jaunes représentent l'impact médian entre les différentes études. Les zones bleu foncé correspondent à la fourchette interquartile, les boîtes à moustaches représentent la fourchette entre le 10^e et le 90^e centiles. La partie b) présente les pourcentages d'études sur les TLTRO couvertes dans la méta-analyse par approche et par programme de référence. Les études couvrant davantage d'approches ou de programmes sont comptées plusieurs fois si nécessaire, et les pourcentages sont calculés par rapport au nombre total.

Les TLTRO ont permis de dissiper une part importante de l'incertitude relative aux conditions de financement des banques et continuent d'assurer une fonction de filet de sécurité, sous réserve de la disponibilité de montants d'emprunts autorisés non utilisés. La seule présence des TLTRO garantit que les banques ont accès à un financement abondant à des conditions attractives, sans stigmatisation liée à la participation au programme, ce qui renforce la confiance des investisseurs et réduit la probabilité de chocs négatifs sur les marchés des obligations bancaires. L'examen de l'encours des obligations bancaires en fonction du rendement à l'échéance suggère que si des chocs importants sur les coûts de financement des banques devaient néanmoins se matérialiser, cela pourrait les inciter à remplacer une grande partie de leur financement de marché par des TLTRO. Cela souligne l'importance de la fonction de filet de sécurité des TLTRO. Concrètement, environ 20 % de l'encours des obligations bancaires des banques est actuellement assorti d'un taux inférieur au taux de la facilité de dépôt et plus de la moitié de ces obligations ont des rendements inférieurs au taux d'entrée des TLTRO III. Certaines banques peuvent par conséquent toujours trouver plus pratique de recourir au financement de marché, ne serait-ce que pour maintenir leur accès au marché et pour respecter la réglementation. Toutefois, un choc soudain affectant le coût du financement obligataire pourrait rendre le financement de marché beaucoup plus coûteux que le financement de banque centrale. À ce moment-là, les banques pourraient progressivement remplacer l'encours de leur dette arrivant à échéance par des emprunts dans le cadre des TLTRO III, au niveau maximum possible compte tenu des contraintes réglementaires et de la capacité résiduelle disponible en termes de montant d'emprunt autorisé. Le programme actuel sert par conséquent de filet de sécurité en cas de matérialisation de graves difficultés sur les marchés de financement des banques, mais son efficacité serait dans tous les cas limitée par la capacité d'emprunt résiduelle des banques. En effet, la disponibilité d'une capacité d'emprunt inutilisée dans le cadre des TLTRO facilite la décision pour les banques de se lancer dans l'octroi de nouveaux prêts, même en période d'incertitude, en offrant un niveau confortable de liquidité et de coussins de financement accessibles à la demande. Les simulations d'un modèle microstructurel du système bancaire de la zone euro montrent également que la disponibilité de TLTRO attractives a contribué à éviter des équilibres négatifs en termes de risque pour les banques, aidant à préserver des conditions de financement accommodantes, au-delà de la réduction effective du coût du financement associé au recours aux TLTRO²⁰.

En outre, la transmission des TLTRO aux conditions de prêt est complétée par d'autres mesures publiques. Le dispositif incitatif des TLTRO favorise l'orientation des fonds empruntés vers les prêts éligibles. Cependant, une fois les valeurs de référence pour les prêts atteintes, les banques sont susceptibles de fonder leurs choix d'investissement sur le rendement relatif corrigé du risque des options d'investissement alternatives. Si ce rendement est plus élevé pour les prêts au secteur privé que pour les utilisations alternatives des fonds des TLTRO, alors les

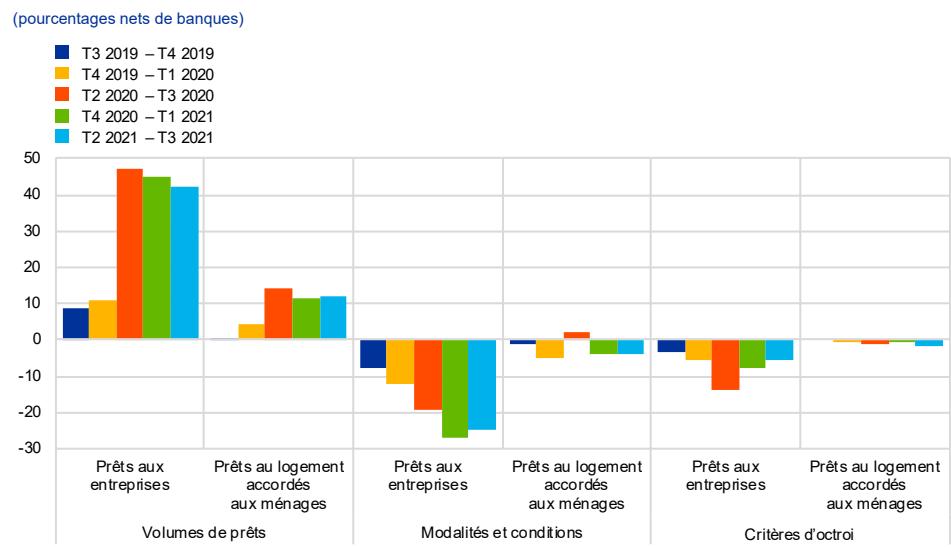
²⁰ En particulier, on estime qu'une réduction de 1 point de pourcentage du taux des TLTRO réduit le risque de défaut médian d'une banque de 50 % environ, avec une efficacité accrue pour les banques plus exposées au risque fondamental. Cf. Albertazzi (U.), Burlon (L.), Jankauskas (T.), Pavani (N.), « *The (Unobservable) value of central bank's refinancing operations* », *Working Paper Series*, n° 2480, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2020.

banques sont incitées à consacrer leur capacité à supporter le risque nécessaire à l'octroi de nouveaux prêts. À l'inverse, si le rendement des prêts corrigé du risque passe en dessous de celui des autres actifs, ou si les banques sont confrontées *de facto* à des contraintes quantitatives en matière de fonds propres, elles pourraient juger plus rentable de réallouer au moins une partie des fonds pour acquérir des obligations souveraines ou pour effectuer un arbitrage sans risque avec la facilité de dépôt de la BCE. Cela n'a pas été le cas jusqu'à présent, en partie grâce au soutien complémentaire apporté par d'autres mesures de politique monétaire et domaines d'action publique. Les programmes d'achats d'actifs ont contenu les tensions à la hausse sur les rendements sans risque et souverains, tandis que les mesures microprudentielles et macroprudentielles ont donné une marge de manœuvre en matière de fonds propres permettant une expansion des crédits au secteur privé et que les garanties publiques ont considérablement réduit l'exposition des banques au risque de crédit associé. Dans une perspective à plus long terme, l'instrument budgétaire commun du programme *Next Generation EU* a conforté les anticipations des marchés autour d'un scénario de soutien budgétaire substantiel au cours des prochaines années. Toutefois, cet équilibre pourrait évoluer pour certains compartiments du système bancaire de la zone euro en cas de modifications de la configuration des politiques mises en place, par exemple un durcissement prématûr des politiques réglementaires, prudentielles ou macroprudentielles, ou des retards dans le déploiement de l'instrument budgétaire commun.

Les informations qualitatives et l'analyse économétrique de l'impact des TLTRO sur les volumes de prêts et sur leurs modalités et conditions confirment que, parallèlement à la relance de la création de prêts, il n'y a pas d'augmentation substantielle de la prise de risque par les banques bénéficiant du programme (graphique 6). Tout en évoquant la rentabilité comme motif principal de la participation à ce programme et leur intention récurrente d'utiliser à l'avenir les fonds des TLTRO pour l'octroi de prêts au secteur privé, les banques de la zone euro ont systématiquement déclaré que les TLTRO entraînaient une augmentation de leurs volumes de prêts et une baisse de leurs taux débiteurs, en particulier pour les prêts aux entreprises. Toutefois, même s'il va dans le sens d'un assouplissement global des critères, l'impact sur les critères d'octroi des crédits s'est atténué au fil du temps et en particulier par rapport aux premières phases de la pandémie, quand les incitations liées aux TLTRO ont fonctionné en forte interaction avec les dispositifs de garantie d'État et les mesures d'allégement des garanties et des exigences en fonds propres. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro présentés dans le graphique 6 font apparaître une contribution négligeable à l'assouplissement des critères d'octroi des prêts. Cela suggère un comportement de prêt relativement prudent de la part des participants. Les résultats de cette enquête font également état d'un resserrement continu des marges sur les prêts plus risqués depuis le début de la pandémie, contrairement à une stabilité globale des marges sur les prêts moyens. En outre, les données économétriques tirées du registre des crédits à l'échelle de la zone euro confirment que l'exposition des banques aux TLTRO a été associée à une augmentation de l'activité de prêt qui s'est concentrée

sur des emprunteurs plus sûrs *ex ante*, et que l'augmentation enregistrée n'a pas été associée à une augmentation des arriérés *ex post*²¹.

Graphique 6
Impact déclaré des TLTRO III sur les conditions du crédit bancaire



Source : Enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Notes : Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages pour les réponses « a considérablement contribué à un resserrement ou à une augmentation » et « a légèrement contribué à un resserrement ou à une augmentation » et la somme des pourcentages pour les réponses « a légèrement contribué à un assouplissement ou à une diminution » et « a considérablement contribué à un assouplissement ou à une diminution ». La dernière période correspond aux anticipations indiquées par les banques dans la dernière campagne disponible (avril 2021) de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Combiné au stimulus apporté par l'assouplissement des conditions de financement à l'activité économique réelle, l'impact des TLTRO sur l'emploi a probablement été significatif. Il est généralement difficile d'analyser les effets des TLTRO III sur l'économie réelle, en particulier à un stade aussi précoce relativement à la participation effective à ces opérations. Toutefois, les expériences antérieures de programmes de TLTRO, dans des situations où ces opérations jouaient un rôle moins essentiel pour les conditions du crédit bancaire, montrent que les TLTRO III peuvent avoir des effets économiques réels significatifs, en particulier en conjonction avec les autres actions mises en œuvre pendant la pandémie, telles que les garanties publiques et les mesures d'allégement des fonds propres. Selon une étude, les entreprises davantage exposées aux TLTRO et aux mesures d'allégement des exigences de fonds propres ont tendance à accroître sensiblement leurs niveaux d'emploi. Les impacts prévus à l'heure actuelle en se fondant sur les régularités historiques sont économiquement significatifs. Compte tenu de la réduction du coût de financement des banques découlant des TLTRO et de l'allégement des exigences de fonds propres observés au cours de la période comprise entre mars et avril 2020, l'incidence globale des mesures mises en œuvre en réponse à la pandémie est

²¹ Cf. Barbiero (F.), Burlon (L.), Dimou (M.), Toczynski (J.) « *Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III* », à paraître en 2021.

susceptible de prévenir une possible baisse de l'emploi dans le secteur des entreprises à hauteur de plus d'un million de travailleurs sur la période 2020-2022²².

Encadré 3

La redistribution des réserves de banque centrale empruntées dans le cadre des TLTRO III

Sebastiaan Pool

Les banques reçoivent des réserves de banque centrale lorsqu'elles empruntent auprès de l'Eurosystème par le biais de ses opérations de refinancement, telles que les TLTRO III, ou lorsqu'elles vendent des titres ou jouent le rôle d'intermédiaire pour des ventes de titres à l'Eurosystème dans le cadre des programmes d'achat d'actifs (cf. tableau A). Ces réserves de banque centrale ne peuvent être détenues que sur les comptes des banques auprès de l'Eurosystème. En conséquence, le volume agrégé des avoirs des banques en réserves de banque centrale auprès de l'Eurosystème reflète mécaniquement la liquidité injectée par les opérations de refinancement et les achats d'actifs.

Tableau A

Création de réserves de banque centrale

(en euros)

Eurosystème			
Opérations de refinancement	+ 10	Réserves de banque centrale	+ 15
Obligations d'État	+ 5		
Banque A			
Réserves de banque centrale	+ 10	Opérations de refinancement	+10
Banque B			
Obligations d'État	- 5		
Réserves de banque centrale	+ 5		

Source : BCE.

Note : Le tableau présente la variation des postes du bilan après une opération de refinancement de 10 euros de la part de la banque A et un achat ferme d'actif de 5 euros de la part de la banque B.

Malgré cette dynamique agrégée, les avoirs en réserves de banque centrale peuvent circuler entre banques lorsqu'ils sont utilisés pour régler les transactions interbancaires. Par exemple, lorsqu'une banque achète un titre, comme une obligation souveraine, auprès d'une autre banque, elle pourrait payer l'autre banque en transférant une partie de ses réserves de banque centrale. En outre, lorsque les ménages et les entreprises effectuent des opérations de paiement régulières, les réserves de banque centrale sont transférées entre les différentes banques. Une banque qui enregistre une sortie de dépôts pourrait régler la transaction en transférant une partie de ses réserves de banque centrale à la banque qui enregistre une entrée. Enfin, les banques pourraient émettre ou rembourser des prêts interbancaires et ainsi redistribuer les réserves de banque centrale²³.

²² Cf., par exemple, Altavilla (C.), Barbiero (F.), Boucinha (M.) et Burlon (L.), « *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions* », Working Paper Series, n° 2465, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2020.

²³ En particulier, les banques ne peuvent pas utiliser directement les réserves de banque centrale pour accorder des prêts aux ménages et aux entreprises parce que ces derniers n'ont pas de compte auprès de l'Eurosystème.

Graphique A

La circulation et la vitesse de circulation des réserves de banque centrale

(échelle de gauche : en milliards d'euros; échelle de droite : ratio)

- Circulation des réserves de banque centrale
- Vitesse de circulation des réserves de banque centrale
- Tendance de la circulation avant juin 2020
- Tendance de la circulation après juin 2020



Source : BCE.

Notes : Le graphique présente la circulation des réserves de banque centrale, qui est calculée comme la moyenne mobile sur 30 jours de la somme de toutes les variations quotidiennes en termes absolus des excédents de liquidité des banques, corrigée des variations liées au règlement des opérations de refinancement et aux cessions d'actifs à l'Eurosystème, divisée par deux. La vitesse de circulation des réserves de banque centrale est obtenue en divisant ce dernier indicateur par l'excédent de liquidité total des banques (réserves de banque centrale au-delà de leurs réserves obligatoires) afin d'obtenir le pourcentage de l'excédent de liquidité agrégé utilisé pour les transactions interbancaires quotidiennes. La dernière observation se rapporte au 1^{er} mai 2021.

La redistribution des réserves de banque centrale a nettement diminué depuis l'annonce des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (LTRO) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en mars 2020. Elle a encore diminué après le règlement de l'opération TLTRO III de juin 2020. Avant la pandémie, la circulation totale des réserves de banque centrale – mesurée par la somme de tous les flux de réserves de banque centrale entre banques – augmentait de façon régulière au fil du temps (ligne bleue dans le graphique A). La circulation des réserves de banque centrale s'est étroitement reflétée dans la vitesse de circulation de ces réserves : le pourcentage d'avoirs agrégés en réserves de banque centrale détenus au-delà des réserves obligatoires des banques qui est utilisé pour les transactions interbancaires quotidiennes (ligne jaune dans le graphique A). Après le début des LTRO supplémentaires et du PEPP en mars 2020 et de façon plus prononcée après le règlement de l'opération TLTRO III de juin 2020 (la première opération après que le recalibrage des TLTRO III en avril a introduit des conditions plus favorables), la circulation des réserves de banque centrale s'est stabilisée, tandis que leur vitesse de circulation a fortement diminué²⁴. Une approche statistique plus formelle confirme que la redistribution des réserves de banque centrale a diminué. Si, historiquement, seule la moitié environ des réserves empruntées a été conservée sur les comptes propres des banques auprès de l'Eurosystème dans les semaines qui ont suivi le règlement des TLTRO (lignes jaunes dans le graphique B), depuis l'opération TLTRO III de juin 2020, les banques semblent stocker la quasi-totalité des réserves empruntées sur leurs comptes auprès de l'Eurosystème (lignes bleues du graphique B).

²⁴ La vitesse de circulation des réserves observée dépend des avoirs des banques en réserves de banque centrale en fin de journée. Par conséquent, il est possible d'avoir une vitesse de circulation intrajournalière et/ou intra-banque élevée, alors que le montant des réserves détenues par chaque banque en fin de journée reste relativement stable.

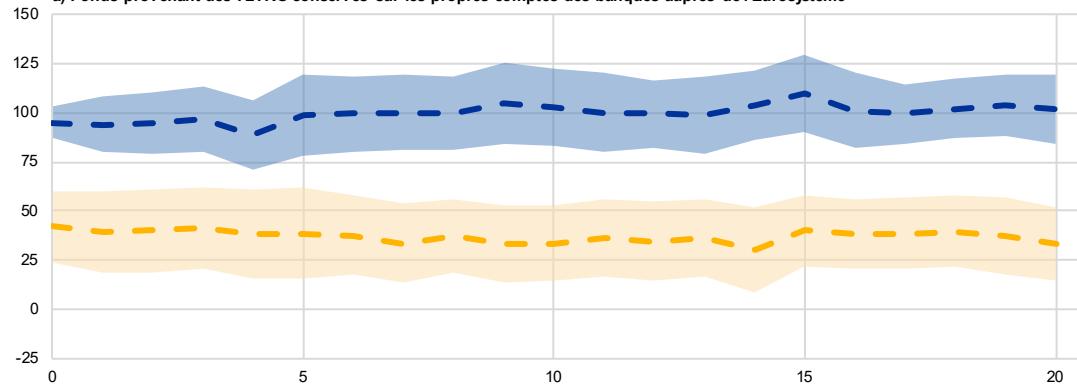
Graphique B

Pourcentage estimé des fonds provenant des TLTRO conservés et redistribués par les banques

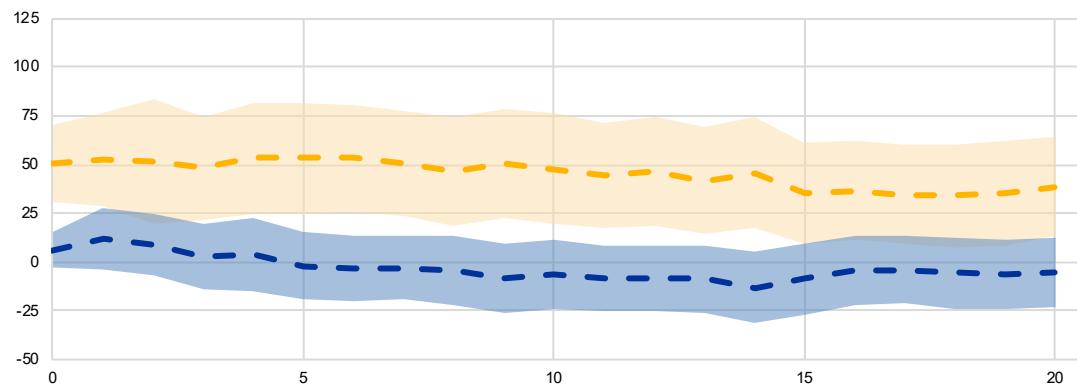
(axe des ordonnées : en pourcentages ; axe des abscisses : nombre de jours après le règlement des opérations TLTRO)

- Avant le règlement de la TLTRO III de juin 2020
- Après le règlement de la TLTRO III de juin 2020

a) Fonds provenant des TLTRO conservés sur les propres comptes des banques auprès de l'Eurosystème



b) Fonds provenant des TLTRO redistribués aux autres banques



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les coefficients estimés dans le graphique sont fondés sur un modèle de projections locales en données de panel, qui établit un lien entre les variations quotidiennes des excédents de liquidité d'une banque et : son propre emprunt par le biais des TLTRO, partie a) ; les emprunts contractés dans le cadre des TLTRO par d'autres banques au sein de l'Eurosystème, partie b), en incluant les autres opérations de refinancement ; les propres cessions d'actifs de la banque et les cessions d'actif d'autres banques à l'Eurosystème ; les remboursements d'actifs achetés par l'Eurosystème ; et les facteurs autonomes au niveau de la zone euro. La première période d'estimation va d'août 2014 au 31 mai 2020 pour un règlement avant l'opération TLTRO de juin 2020, et du 1^{er} juin 2020 au 1^{er} mai 2021 pour un règlement après l'opération TLTRO III de juin 2020. Étant donné que les résultats sont fondés sur des modèles et en raison de bruits dans les données et de l'incapacité à prendre pleinement en compte les facteurs autonomes au niveau des banques (ces données n'étant pas disponibles), la somme des fonds conservés sur les comptes propres des banques de l'Eurosystème et des fonds des TLTRO redistribués à d'autres banques n'est pas exactement égale à 100 % et est entourée d'incertitude, comme le montrent les zones ombrées qui indiquent les intervalles de confiance de 90 %.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer la diminution de la redistribution des réserves de banque centrale. Premièrement, la baisse de l'activité économique et l'augmentation de l'épargne des ménages et des entreprises ont réduit les flux de paiement et, ainsi, la nécessité pour les banques d'utiliser les réserves de banque centrale pour régler les opérations de paiement. Deuxièmement, les taux plus favorables appliqués aux TLTRO III et l'allègement des obligations réglementaires durant la période d'urgence liée à la pandémie ont permis aux banques de constituer un coussin de liquidité de précaution à des coûts faibles voire nuls. Cela a probablement accru la participation aux TLTRO III, tout en réduisant l'incitation pécuniaire à redistribuer les réserves de banque centrale obtenues. Enfin, l'augmentation du nombre de banques participant aux TLTRO III a potentiellement réduit la possibilité de redistribuer les réserves de banque centrale aux banques non participantes.

4 Conclusions

Les TLTRO III ont été efficaces pour protéger la transmission par le canal bancaire durant la pandémie. Les TLTRO précédentes soutenaient déjà les conditions d'emprunt pour les ménages et les entreprises bien avant que la pandémie de COVID-19 ne frappe la zone euro. Les recalibrages des TLTRO III au premier semestre 2020 ont propulsé le programme vers un rôle beaucoup plus large, comme principal rempart contre les perturbations du mécanisme de transmission de la politique monétaire via le canal bancaire dans un contexte de tensions financières sans précédent pour le système bancaire de la zone euro. L'injection de liquidité la plus importante de l'histoire de la BCE, intervenue en juin 2020, suivie d'une participation robuste aux opérations suivantes, a fourni de la liquidité de banque centrale à des taux attractifs sous réserve que les banques de la zone euro respectent des objectifs de prêts exigeants mais néanmoins réalisables. Le stimulus découlant des opérations renforcées s'est transmis de différentes manières aux conditions de crédit au-delà des critères explicites en matière de prêt inscrits dans le programme. Cela a contribué à assurer des conditions de financement favorables aux ménages et aux entreprises tout au long de la pandémie. Étant donné que le stimulus apporté aux conditions de crédit par l'intermédiaire des banques se transmet généralement avec un certain décalage, l'impact global des TLTRO ne s'est pas encore pleinement fait sentir.

Rien ne montre que les TLTRO aient eu jusqu'à présent des effets secondaires non désirés notables ou aient entraîné une dilution du stimulus, le programme interagissant positivement avec le train plus large de mesures publiques.

En soutenant les marges de crédit, le programme a donné aux banques une marge de manœuvre suffisante pour accroître les crédits au secteur privé sans nécessairement augmenter le spectre des risques, en particulier dans le contexte de la demande sans précédent de liquidités d'urgence formulée par les entreprises au cours des premières phases de la pandémie. Des éléments montrent également que la conception des TLTRO a permis de garantir que le stimulus atteignait les ménages et les entreprises comme prévu, sans être excessivement dilué par des utilisations injustifiées des fonds telles que des prêts aux gouvernements. L'efficacité des TLTRO dans la transmission des conditions accommodantes au secteur ciblé a été largement soutenue par la contribution des autres instruments de politique monétaire tels que les achats d'actifs, la *forward guidance* et la politique de taux d'intérêt négatifs ainsi que les mesures d'assouplissement des garanties, qui ont fonctionné conjointement avec les TLTRO, de même que par les contributions d'autres domaines d'action publique, tels que les politiques microprudentielles et macroprudentielles ou la politique budgétaire, par exemple, via la fourniture de garanties publiques.

Offrant un financement conditionnel à des taux inférieurs au taux de la facilité de dépôt, les TLTRO constituent un outil efficace et souple pour une politique monétaire accommodante à proximité du plancher effectif des taux, en particulier dans un environnement caractérisé par un niveau élevé d'incertitude. L'élément relatif au ciblage est une caractéristique essentielle de ces opérations, qui renforce les incitations à prêter pour les banques. Le fait que les taux

appliqués aux TLTRO puissent être inférieurs au taux de la facilité de dépôt a créé une marge de manœuvre supplémentaire pour assouplir les conditions de financement des banques dans un environnement de taux d'intérêt négatifs et offre un filet de sécurité efficace contre les difficultés rencontrées par les banques pour accéder au financement de marché. En outre, le lien étroit avec le taux de la facilité de dépôt a permis à la politique de taux d'intérêt négatifs de continuer à stimuler l'octroi de nouveaux prêts, même lorsque les taux des dépôts ont continué à baisser.

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	2,9	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	2,3	1,4	0,0	6,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,8	-4,7	2,3	-6,3	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 T3	7,8	7,5	16,9	5,4	3,0	12,6	1,2	1,6	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
T4	1,9	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,4	1,2	1,5	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 T1	0,8	1,5	-1,6	-1,1	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
T2	.	1,6	4,8	0,5	1,3	2,2	3,8	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
2021 Mars	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,4	0,4	1,3
Avril	-	-	-	-	-	-	3,4	2,4	4,2	1,5	-1,1	0,9	1,6
Mai	-	-	-	-	-	-	3,9	2,9	5,0	2,1	-0,8	1,3	2,0
Juin	-	-	-	-	-	-	4,1	3,2	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2	.
Août ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0	.

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises ¹⁾			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,5	-4,7
2020 T3	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,4	8,7	8,1
T4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,6	4,9	4,2
2021 T1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,3	1,6	7,2
T2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	2,2	1,8	2,5
2021 Mars	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,3	1,6	7,2
Avril	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,3	1,7	7,2
Mai	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,5	53,6	4,4	2,7	6,1
Juin	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	2,2	1,8	2,5
Juillet	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	.	.	.
Août ³⁾	51,3	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,7	51,5	49,5	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (ESTR) 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
2021 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
Juillet	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Août	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (ESTR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1^{er} octobre 2019. Les données relatives aux périodes précédentes se rapportent au pré-ESTR 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 instantané			
	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	
2021 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	
Juillet	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16	
Août	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16	

Source : Calculs de la BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021 Février	410,0	3 667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3 883,4	29 458,8
Mars	422,4	3 813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3 910,5	29 315,3
Avril	440,1	3 987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4 141,2	29 426,8
Mai	443,8	4 003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4 169,6	28 517,1
Juin	455,3	4 105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4 238,5	28 943,2
Juillet	453,8	4 062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4 363,7	28 118,8
Août	468,5	4 177,0	1 014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4 454,2	27 692,7

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt				
	À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾						
			≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			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	Août	0,02	0,35	0,18	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	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,75	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32				
	Juin	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,70	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32				
	Juillet ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,59	4,78	15,57	5,29	5,24	5,85	1,98	1,35	1,45	1,27	1,30	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 :		Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux			≤ 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	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	1,61	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	1,32	1,33	1,38	1,56				
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46				
	Juin	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46				
	Juillet ^(p)	-0,02	-0,31	0,14	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,44	1,37	1,26	1,32	1,16	1,47				

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours								Émissions brutes ¹⁾								
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		
			Sociétés 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	1 215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35			
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38			
2020	1 530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49			
2021	Janvier	1 587	496	142	.	100	718	131	495	246	46	.	38	121	43		
	Février	1 547	477	145	.	103	702	121	372	165	45	.	32	103	27		
	Mars	1 587	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43		
	Avril	1 560	475	145	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47		
	Mai	1 532	463	147	.	100	692	130	409	187	47	.	37	105	33		
	Juin	1 538	482	147	.	90	694	126	449	216	55	.	34	105	39		
	Long terme																
2018		15 745	3 688	3 162	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6		
2019		16 313	3 817	3 398	.	1 321	7 151	626	247	69	74	.	20	78	7		
2020		17 201	3 892	3 126	.	1 451	8 006	725	296	68	71	.	27	114	16		
2021	Janvier	17 311	3 897	3 130	.	1 455	8 093	736	315	90	52	.	21	133	19		
	Février	17 505	3 905	3 187	.	1 453	8 209	751	324	57	84	.	18	144	19		
	Mars	17 701	3 968	3 227	.	1 469	8 274	763	371	107	94	.	27	125	17		
	Avril	17 704	3 954	3 217	.	1 465	8 308	760	316	64	77	.	17	146	12		
	Mai	17 844	3 945	3 250	.	1 488	8 393	768	271	46	69	.	22	121	12		
	Juin	18 010	3 968	3 288	.	1 504	8 472	779	330	74	77	.	28	135	15		

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance								Actions cotées											
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières							
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	Sociétés financières autres que les IFM		Véhicules financiers	Sociétés non financières									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11					Encours				
2018	16 960,6	4 190,4	3 332,3	.	1 318,6	7 445,8	673,5	7 024,3	465,0	1 099,2	5 460,1									
2019	17 595,6	4 367,4	3 578,4	.	1 406,0	7 557,2	686,5	8 587,9	538,4	1 410,6	6 639,0									
2020	18 730,5	4 347,3	3 270,9	.	1 548,7	8 720,3	843,3	8 448,7	469,3	1 321,5	6 658,0									
2021	Janvier	18 898,3	4 393,8	3 271,7	.	1 555,0	8 810,9	866,8	8 331,8	446,6	1 317,4	6 567,8								
	Février	19 052,7	4 382,0	3 331,2	.	1 555,9	8 911,4	872,2	8 649,0	520,6	1 407,6	6 720,8								
	Mars	19 287,7	4 455,4	3 376,5	.	1 564,2	8 999,1	892,5	9 237,8	542,9	1 467,6	7 227,3								
	Avril	19 263,7	4 429,0	3 361,6	.	1 563,5	9 013,8	895,8	9 457,6	554,3	1 467,6	7 435,6								
	Mai	19 376,4	4 408,6	3 396,8	.	1 587,7	9 085,1	898,3	9 665,6	575,7	1 508,7	7 581,2								
	Juin	19 548,2	4 449,2	3 434,9	.	1 594,0	9 165,9	904,1	9 792,4	564,8	1 521,4	7 706,3								
	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		7,2	1,2	1,4	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8								
2021	Janvier	7,2	0,4	1,5	.	11,7	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7								
	Février	7,5	-0,3	2,8	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9								
	Mars	8,3	2,2	2,9	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1								
	Avril	6,8	0,9	3,4	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5								
	Mai	5,3	0,1	3,8	.	5,5	8,1	12,2	2,3	1,4	6,1	1,6								
	Juin	4,3	-0,4	3,1	.	4,3	6,6	9,6	2,5	1,8	6,4	1,7								

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2018	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	94,6	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	94,1	95,0	-	-	-	121,9	94,9
2021	Mars	100,3	94,1	94,7	-	-	-	121,2	94,8
	Avril	100,6	94,2	95,0	-	-	-	121,9	95,1
	Mai	100,8	94,3	95,1	-	-	-	122,3	95,2
	Juin	100,2	93,7	94,8	-	-	-	121,5	94,5
	Juillet	99,7	93,5	94,2	-	-	-	120,8	94,2
	Août	99,3	93,2	93,9	-	-	-	120,4	93,9
2021	Août	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,3
				<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>					
2021	Août	-2,1	-1,7	-1,9	-	-	-	-1,7	-2,0

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181	
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119	
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142	
2020	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	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
	Juillet	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
	Août	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2021	Août	-0,4	-0,1	-0,6	0,0	-1,5	-0,8	0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,9	-0,4
				<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2021	Août	-7,0	-0,2	-2,7	-0,1	0,8	3,1	3,8	-5,3	1,8	-0,9	-0,1	-0,5

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	259,8	260,9	-1,0	99,3	84,3	100,3	114,7	-1,0	53,8	61,9	7,5	135,2
Flux													
2020	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	-
	T2	215,2	119,3	95,9	-1,4	38,0	241,7	49,6	12,5	-45,1	31,6	7,5	-
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	209,2	208,4	0,8	38,8	13,9	62,2	46,0	4,6	102,9	148,5	0,7	-
	Mai	84,6	47,9	36,7	19,1	12,4	64,9	-6,8	-2,3	1,6	42,3	1,4	-
	Juin	-78,7	-137,1	58,4	-59,2	11,7	114,7	10,4	10,2	-149,6	-159,2	5,3	-
flux cumulés sur 12 mois													
2021	Juin	944,6	540,0	404,6	-4,0	56,9	952,6	53,8	-31,7	17,8	429,3	10,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2021	Juin	8,0	4,6	3,4	0,0	0,5	8,1	0,5	-0,3	0,2	3,6	0,1	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

Total	PIB											Solde extérieur ¹⁾		
	Demande intérieure											Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾
	Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2018	11 601,3	11 130,8	6 221,6	2 369,0	2 431,1	1 176,6	747,5	500,5	109,1	470,5	5 581,2	5 110,7		
2019	11 976,8	11 568,0	6 375,6	2 456,4	2 647,2	1 247,0	772,3	621,2	88,8	408,8	5 764,1	5 355,4		
2020	11 391,2	10 966,2	5 902,0	2 573,4	2 484,6	1 206,4	684,6	586,5	6,1	425,1	5 179,6	4 754,5		
2020 T3	2 915,4	2 775,1	1 529,3	649,2	619,3	309,1	180,2	128,1	-22,6	140,3	1 302,8	1 162,5		
T4	2 924,1	2 784,5	1 485,8	660,6	639,3	316,0	184,0	137,5	-1,2	139,5	1 365,6	1 226,0		
2021 T1	2 936,6	2 804,3	1 473,2	662,3	642,7	322,1	186,0	132,9	26,1	132,3	1 396,0	1 263,7		
T2	3 006,7	2 883,3	1 535,3	669,4	656,1	332,3	188,2	133,7	22,5	123,4	1 452,1	1 328,7		
en pourcentage du PIB														
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,8	10,6	6,0	5,1	0,1	3,7	—	—		
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2020 T3	12,6	10,5	14,4	5,6	13,9	14,7	25,1	0,0	—	—	16,6	11,8		
T4	-0,4	-0,3	-3,1	0,7	2,8	1,8	1,9	6,4	—	—	4,1	4,8		
2021 T1	-0,3	-0,4	-2,1	-0,5	-0,2	0,5	1,1	-3,7	—	—	0,7	0,4		
T2	2,2	2,3	3,7	1,2	1,1	1,3	0,7	1,3	—	—	2,2	2,3		
variations annuelles en pourcentage														
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,0	3,8	3,8	0,4	—	—	3,6	3,7		
2019	1,5	2,4	1,3	1,8	6,5	2,8	2,0	22,0	—	—	2,4	4,5		
2020	-6,3	-6,2	-7,9	1,4	-7,2	-5,0	-12,2	-5,9	—	—	-9,0	-9,0		
2020 T3	-4,0	-4,2	-4,5	2,9	-4,2	-3,1	-8,1	-1,3	—	—	-8,6	-9,4		
T4	-4,4	-6,5	-7,5	3,3	-10,2	-0,6	-4,9	-30,7	—	—	-4,8	-9,2		
2021 T1	-1,2	-3,9	-5,4	2,9	-6,2	2,7	6,1	-31,5	—	—	-0,5	-6,1		
T2	14,3	12,2	12,6	7,1	18,2	18,9	29,8	3,7	—	—	24,8	20,4		
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2020 T3	12,6	10,2	7,5	1,3	2,9	1,5	1,4	0,0	-1,6	2,4	—	—		
T4	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	-0,1	—	—		
2021 T1	-0,3	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,8	0,1	—	—		
T2	2,2	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	—	—		
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2018	1,9	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	—	—		
2019	1,5	2,3	0,7	0,4	1,3	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	—	—		
2020	-6,3	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	—	—		
2020 T3	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,3	-0,5	-0,1	-1,3	0,0	—	—		
T4	-4,4	-6,3	-4,0	0,7	-2,4	-0,1	-0,3	-2,0	-0,6	1,9	—	—		
2021 T1	-1,2	-3,7	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,1	2,5	—	—		
T2	14,3	11,8	6,5	1,7	3,8	2,0	1,7	0,2	-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	10396,3	175,5	2056,7	528,0	1961,2	502,3	477,5	1169,0	1210,5	1958,6	357,2	1204,9
2019	10735,3	179,2	2096,6	563,3	2036,9	531,8	480,4	1204,7	1250,3	2023,9	368,2	1241,5
2020	10259,1	177,2	1963,8	553,2	1797,6	544,9	468,5	1213,2	1166,2	2053,5	321,2	1132,1
2020 T3	2624,8	44,3	504,0	142,6	473,3	140,0	116,8	305,9	294,4	519,7	83,8	290,7
T4	2631,9	44,0	519,9	146,8	458,5	139,6	116,7	306,3	301,0	521,7	77,4	292,1
2021 T1	2646,6	44,3	531,9	146,2	453,2	141,8	118,8	307,1	303,5	522,8	77,0	290,1
T2	2699,1	45,5	535,0	149,8	477,9	145,4	117,3	309,7	307,5	529,6	81,3	307,7
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2020	100,0	1,7	19,1	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2020 T3	12,5	0,9	16,3	15,1	23,3	7,7	2,7	3,0	11,8	9,4	23,8	13,3
T4	-0,4	0,4	3,4	2,1	-3,7	-0,7	-0,4	-0,4	1,7	-1,3	-11,5	-0,5
2021 T1	0,1	-2,1	1,0	-1,0	-1,2	2,1	1,2	-0,3	0,6	0,0	-0,6	-3,4
T2	1,9	1,1	0,5	1,1	4,8	2,4	0,3	1,0	1,5	1,7	6,6	4,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2018	1,9	-0,8	1,9	2,4	1,4	6,8	0,1	1,4	4,1	0,7	1,1	1,7
2019	1,5	1,9	0,3	2,0	2,3	5,2	0,6	1,6	1,5	1,0	1,7	1,5
2020	-6,3	-0,2	-6,9	-5,7	-13,3	1,1	-1,6	-1,0	-8,0	-2,6	-17,0	-6,8
2020 T3	-4,0	0,5	-5,1	-3,7	-9,2	3,0	-1,0	-0,3	-7,3	0,4	-11,5	-3,6
T4	-4,4	-0,4	-1,3	-1,1	-12,4	1,3	-1,3	-1,1	-5,7	-1,2	-21,8	-4,1
2021 T1	-1,3	0,1	3,3	0,7	-8,1	3,9	1,1	-0,2	-2,6	0,9	-16,5	-0,7
T2	14,3	0,4	22,0	17,7	22,9	11,8	3,9	3,4	16,1	9,9	16,1	14,1
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2020 T3	12,5	0,0	3,1	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,9	0,7	-
T4	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 T1	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
T2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,5	0,0	0,1	0,1	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 T3	-4,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	0,0	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
T4	-4,4	0,0	-0,2	-0,1	-2,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,7	-
2021 T1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
T2	14,3	0,0	4,1	0,9	3,7	0,7	0,2	0,4	1,8	2,0	0,5	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personnes employées														
en pourcentage du nombre total de personnes employées														
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8	
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	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	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6	
variations annuelles en pourcentage														
2018	1,5	1,8	0,1	-0,5	1,4	2,7	1,5	3,8	-1,0	2,0	2,8	1,3	0,2	
2019	1,2	1,4	0,1	-1,8	1,1	2,1	1,2	3,3	-0,4	1,5	1,2	1,5	0,5	
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-3,1	-1,9	0,7	-3,6	1,4	-0,7	-0,1	-2,3	0,8	-3,3	
2020 T3	-2,0	-2,0	-1,9	-2,9	-2,7	1,0	-4,2	1,0	-0,8	0,5	-3,3	0,7	-3,5	
T4	-1,8	-1,8	-1,4	-2,2	-2,4	0,8	-4,6	1,5	-0,6	1,0	-2,1	1,0	-3,7	
2021 T1	-1,8	-1,9	-1,3	-0,4	-2,2	1,5	-5,6	2,3	-0,7	0,9	-1,6	1,3	-4,9	
T2	1,9	2,2	0,0	3,1	-0,4	4,8	0,3	4,5	0,5	1,6	4,4	2,4	1,5	
Heures travaillées														
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées														
2018	100,0	81,0	19,0	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	13,8	21,8	6,1	
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,7	
variations annuelles en pourcentage														
2018	1,7	2,0	0,0	0,0	1,3	3,4	1,4	3,9	-0,9	2,6	3,2	1,3	0,4	
2019	1,0	1,3	-0,3	-2,7	0,6	1,9	1,0	3,5	-0,2	1,8	1,0	1,6	0,5	
2020	-7,7	-6,9	-11,0	-3,7	-7,4	-6,3	-13,6	-1,8	-2,9	-6,5	-7,8	-2,0	-13,1	
2020 T3	-4,6	-4,5	-5,4	-2,1	-5,6	-0,8	-8,8	-2,0	-1,9	-2,9	-6,5	0,0	-5,7	
T4	-6,2	-5,6	-8,6	-2,4	-5,4	-2,8	-13,1	-0,5	-1,6	-2,9	-5,4	-0,7	-11,9	
2021 T1	-2,9	-3,1	-2,0	1,8	-1,3	5,0	-11,4	2,0	0,6	2,4	-1,8	2,0	-8,6	
T2	16,1	14,9	21,6	6,9	15,0	24,9	23,2	11,6	5,6	18,0	18,1	8,3	24,3	
Heures travaillées par personne employée														
variations annuelles en pourcentage														
2018	0,1	0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,2	
2019	-0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	
2020	-6,3	-5,5	-9,4	-0,6	-5,7	-6,9	-10,4	-3,1	-2,2	-6,4	-5,6	-2,8	-10,1	
2020 T3	-2,7	-2,5	-3,5	0,9	-3,0	-1,8	-4,8	-3,0	-1,1	-3,3	-3,3	-0,7	-2,2	
T4	-4,5	-3,9	-7,2	-0,1	-3,1	-3,6	-8,9	-2,0	-1,1	-3,9	-3,4	-1,7	-8,5	
2021 T1	-1,1	-1,2	-0,7	2,1	0,9	3,4	-6,1	-0,2	1,2	1,5	-0,1	0,7	-3,9	
T2	13,9	12,4	21,7	3,7	15,4	19,2	22,8	6,8	5,1	16,1	13,2	5,7	22,5	

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⁾ % du total des postes	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge			Par sexe					
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
	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 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
T2	.	.	13,043	8,0	.	10,471	7,0	2,572	17,9	6,577	7,5	6,467	8,5	2,1
2021 Février	—	—	13,161	8,1	—	10,596	7,2	2,566	18,5	6,772	7,8	6,390	8,5	—
Mars	—	—	13,070	8,1	—	10,480	7,1	2,589	18,4	6,610	7,6	6,460	8,6	—
Avril	—	—	13,321	8,2	—	10,652	7,2	2,669	18,7	6,715	7,7	6,605	8,7	—
Mai	—	—	13,124	8,0	—	10,557	7,1	2,567	17,9	6,639	7,6	6,485	8,5	—
Juin	—	—	12,684	7,8	—	10,205	6,8	2,479	17,2	6,375	7,3	6,309	8,3	—
Juillet	—	—	12,334	7,6	—	9,995	6,7	2,339	16,5	6,152	7,1	6,182	8,1	—

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						Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants			
	Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie	6			7	8	9	10			
	1	2	3	4	5	6			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	-2,1	2,1	-4,3	2,4	1,0	3,7	0,8	1,8		
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,8	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0		
2020 T3	-6,8	-7,2	-5,6	-11,8	-2,1	-4,1	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,7	-4,9	-6,9		
T4	-1,5	-1,6	1,5	-3,3	-2,6	-1,8	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,3	-13,8	-9,2		
2021 T1	3,5	3,6	4,9	5,1	0,4	0,6	3,0	6,8	2,4	2,6	3,2	-5,2	3,4		
T2	22,1	23,8	25,3	29,0	16,5	7,6	16,5	45,6	11,7	1,9	18,5	29,4	53,8		
2021 Février	-1,8	-2,0	-0,7	-2,7	-2,7	-2,2	-5,2	1,3	-1,3	2,6	-3,2	-11,9	-20,8		
Mars	12,0	12,8	13,9	17,3	6,5	4,0	20,0	23,5	13,8	-0,4	28,0	18,6	88,2		
Avril	39,7	42,9	38,6	64,6	26,2	13,7	45,6	68,9	23,6	3,8	42,8	62,1	262,5		
Mai	20,6	22,4	23,9	27,4	14,5	6,2	12,2	47,6	8,6	0,2	14,0	28,3	49,5		
Juin	9,7	10,5	15,7	6,3	10,4	2,9	2,8	26,8	5,4	1,9	7,1	11,6	5,4		
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	28,0	3,1	1,1	4,8	0,6	.
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)															
2021 Février	-1,2	-1,1	-0,9	-2,5	0,5	-1,6	-1,8	1,4	4,3	-0,6	8,9	4,7	-1,1		
Mars	0,6	0,7	0,9	-0,4	2,7	1,6	4,0	3,3	4,1	2,0	6,2	-0,8	0,2		
Avril	0,7	0,6	0,8	0,9	2,1	2,0	-0,2	3,1	-3,8	-1,6	-6,0	-1,0	-0,4		
Mai	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	-0,4	-1,4	4,1	-0,6	8,2	8,1	1,7		
Juin	-0,3	-0,4	0,1	-1,5	1,2	-0,6	-1,7	3,6	1,8	-1,2	3,4	2,7	-0,6		
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	3,8	-2,3	-0,7	-3,5	-1,6	.

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	103,7	-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
	T4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0
2021	T1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9
	T2	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7
2021	Mars	100,9	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6
	Avril	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,5	62,9	63,2	50,5
	Mai	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2
	Juin	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	59,3
	Juillet	119,0	14,5	82,9	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8
	Août	117,5	13,7	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0

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	35,6	5,8	76,9	2,0	7,1	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,4	5,9	76,3	2,1	6,2	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	31,1	4,1	83,9	3,2	-14,2	2,0
2020 T2	17,1	94,9	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	32,1	4,8	81,9	2,2	-27,5	1,7
T3	18,2	95,6	1,0	3,7	-3,3	3,6	4,2	31,6	4,3	82,8	2,7	-14,8	1,9
T4	19,8	96,2	0,6	4,2	0,4	5,1	4,7	31,1	4,1	83,7	3,2	-20,6	2,0
2021 T1	20,8	96,4	0,2	4,9	6,8	7,5	4,6	32,0	4,8	84,7	3,9	-11,2	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	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	1011,9	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	1051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7		
	T2	1048,3	990,0	58,3	615,1	544,4	224,6	197,9	178,9	177,1	29,7	70,6	16,4	11,5		
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	349,5	327,0	22,5	204,6	179,2	75,1	66,0	59,1	58,3	10,8	23,5	4,6	3,5		
	Mai	349,1	335,2	13,9	206,2	182,8	74,1	67,7	59,6	61,2	9,2	23,5	5,2	3,0		
	Juin	349,7	327,8	21,8	204,2	182,5	75,4	64,2	60,2	57,5	9,8	23,6	6,6	4,9		
							<i>flux cumulés sur 12 mois</i>									
2021	Juin	4 064,6	3 748,4	316,2	2 348,4	1 976,5	862,7	780,1	735,6	704,3	117,9	287,4	66,6	58,1		
							<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>									
2021	Juin	34,5	31,8	2,7	19,9	16,8	7,3	6,6	6,2	6,0	1,0	2,4	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)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>													
2020	T3	-8,7	-11,4	531,7	248,4	108,3	165,4	448,3	469,3	242,7	84,8	133,9	359,9	34,2
	T4	-2,8	-5,9	568,3	265,4	114,1	178,1	478,3	492,5	261,7	86,7	135,0	379,3	35,3
2021	T1	0,7	0,4	582,1	280,2	114,9	174,5	470,9	512,8	284,6	91,0	129,9	372,2	46,1
	T2	34,3	33,4	594,8				486,6	555,3				396,4	
2021	Janvier	-8,9	-14,1	191,7	92,4	37,5	57,7	155,6	163,7	89,7	29,2	41,8	119,1	14,0
	Février	-2,3	-2,8	192,6	92,3	39,1	57,3	161,5	169,2	93,4	30,0	42,8	126,3	15,6
	Mars	12,6	19,5	197,8	95,5	38,3	59,5	153,8	179,9	101,5	31,9	45,3	126,7	16,5
	Avril	46,7	37,8	197,9	94,9	39,5	60,2	164,5	184,6	105,8	30,5	45,8	133,0	16,9
	Mai	35,0	34,8	199,2	97,1	38,9	58,9	162,8	185,4	107,0	30,6	44,6	133,3	17,9
	Juin	23,7	28,1	197,7				159,3	185,3				130,1	
	<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>													
2020	T3	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,7	97,9	101,8	97,1	106,1	110,4	104,3	81,2
	T4	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,6	106,4	103,4	105,5	102,6	107,6	110,9	109,1	84,7
2021	T1	0,8	0,3	104,5	108,3	100,7	101,7	100,4	104,9	103,3	112,0	105,5	105,2	83,8
	T2													
2020	Décembre	3,8	3,5	104,9	106,8	101,4	105,3	103,2	104,9	101,8	108,9	109,5	109,9	86,7
2021	Janvier	-7,9	-10,8	103,6	107,3	98,6	102,0	99,5	102,3	100,6	107,1	103,1	101,7	85,0
	Février	-1,9	-3,3	104,1	107,4	103,4	100,4	103,7	103,8	101,5	111,1	104,2	107,0	85,1
	Mars	11,5	15,7	105,7	110,2	100,0	102,6	97,9	108,5	107,7	117,8	109,3	106,8	81,5
	Avril	41,6	25,0	104,4	107,2	103,4	103,2	103,6	109,8	110,3	112,2	109,3	110,6	83,2
	Mai	29,4	20,5	104,7	108,9	100,8	101,5	102,2	109,6	110,1	112,7	107,1	111,0	86,3

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 harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)	Services			
		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	-0,1	-0,2	-2,0	0,2	0,9	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
T4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	-0,8	0,5	0,3	-0,4	-0,4	0,5
2021 T1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,3	1,6	6,5	0,6	1,0	1,0	1,4
T2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,2	2,4
2021 Mars	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,3	2,6	0,1	1,3	1,3	1,4
Avril	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,2	0,2	1,4	0,0	0,7	0,0	1,5	2,2	2,2
Mai	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,1	1,9	2,4	2,4
Juin	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,2	1,3	0,1	1,8	2,5	2,5
Juillet	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,2	2,0	0,1	2,0	3,5	3,5
Août ³⁾	108,0	3,0	1,6	—	1,1	0,3	0,3	0,8	0,1	1,0	0,2	—	—	—
Biens														
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		22		23	24	25		
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 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		
Juillet	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,3	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7		
Août ³⁾	2,0	1,7	2,9	—	2,7	15,4	—	—	—	—	—	—		

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3) Estimation rapide.

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-turier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
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	5,4	1,7			
2020 T3	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,3	1,1			
T4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9			
2021 T1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8	6,3	.			
T2	109,3	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	.	.	.			
2021 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	4,5	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	—	—	—			
Avril	107,9	7,6	5,8	3,6	7,0	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	—	—	—			
Mai	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	—	—	—			
Juin	110,8	10,2	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	—	—	—			
Juillet	113,4	12,1	8,3	6,7	12,6	2,5	2,6	2,7	1,9	28,9	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾	Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾					
			Total	Consom-mation privée	Consom-mation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,9	1,5	1,9	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,0	1,6	1,1	0,5	3,4	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 T3	106,6	1,0	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	1,2	0,8	0,0	2,6	0,5	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 T1	108,1	1,6	1,6	1,1	2,2	1,1	0,9	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
T2	108,3	0,6	1,6	1,5	-1,5	2,2	4,2	7,0	57,0	38,2	20,1	56,4	35,6	20,1	54,4
2021 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	41,0	20,5	61,9	37,2	19,1	59,5
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	59,5	30,3	29,8	30,7	31,9	31,9	31,8

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	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
2021 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
Juillet	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
Août	37,3	27,4	11,7	27,5	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
% du total en 2018	1	2	3	4	5	6	7
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 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
T2	.	.	.	.	.	.	1,7

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 manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	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	1,3	1,4	2,3	2,3	-0,1	1,1	3,9	1,4	2,7	2,1
2019	105,3	1,8	-0,9	2,2	1,7	0,7	0,9	0,8	2,0	2,5	2,8	1,6
2020	109,9	4,4	-2,3	2,9	5,0	6,0	0,6	0,5	1,6	5,7	6,0	13,5
2020 T3	108,3	2,7	-2,4	1,0	6,4	4,0	-1,7	-0,3	3,6	5,2	2,8	9,9
T4	109,7	3,6	-1,4	-1,2	3,4	4,9	1,6	1,5	4,3	5,1	5,8	22,2
2021 T1	110,0	1,3	1,7	-3,2	4,8	1,2	0,2	1,5	4,3	2,8	2,5	15,2
T2	109,3	-3,8	5,6	-10,6	-0,8	-6,8	0,1	-1,0	8,7	-2,1	-4,0	-2,6
Rémunération par tête												
2018	105,3	2,2	1,0	2,0	2,1	2,2	2,8	2,3	3,3	2,7	2,0	3,0
2019	107,5	2,1	2,8	1,4	1,7	1,8	2,8	1,7	2,1	2,8	2,2	2,8
2020	106,7	-0,7	0,6	-2,4	-1,6	-4,7	0,3	-0,4	0,7	-0,5	2,5	-2,6
2020 T3	108,6	0,6	1,0	-1,5	1,4	-1,5	0,2	-0,5	2,8	0,9	2,4	0,9
T4	109,1	0,9	0,5	-0,1	1,5	-3,6	1,3	0,8	2,2	1,2	3,5	-0,8
2021 T1	109,2	1,9	2,2	2,2	3,9	-1,5	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	1,2
T2	110,2	8,0	2,7	9,5	11,3	14,2	7,1	2,4	10,6	8,9	3,0	11,4
Productivité par personne employée												
2018	101,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,1	2,9	1,2	-0,6	1,2	-0,7	0,9
2019	102,1	0,3	3,8	-0,8	0,0	1,1	1,8	0,9	0,1	0,3	-0,6	1,1
2020	97,1	-4,9	3,0	-5,1	-6,3	-10,1	-0,3	-0,9	-0,9	-5,8	-3,4	-14,2
2020 T3	100,2	-2,0	3,4	-2,4	-4,6	-5,3	2,0	-0,2	-0,7	-4,1	-0,4	-8,2
T4	99,4	-2,7	1,9	1,1	-1,9	-8,1	-0,2	-0,7	-2,1	-3,7	-2,2	-18,8
2021 T1	99,3	0,6	0,5	5,6	-0,8	-2,7	1,6	1,8	-1,1	-1,0	-0,4	-12,2
T2	100,8	12,2	-2,7	22,5	12,2	22,5	7,0	3,4	1,7	11,2	7,2	14,4
Rémunération par heure travaillée												
2018	105,0	2,0	0,7	2,0	1,0	1,9	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	2,6
2019	107,3	2,2	3,3	1,9	1,8	1,9	2,5	1,4	2,0	2,9	2,2	3,0
2020	112,8	5,1	2,8	3,1	4,1	5,7	2,8	1,2	5,8	4,6	4,8	6,5
2020 T3	111,1	3,2	0,9	1,5	2,5	3,6	3,0	0,1	5,7	4,2	2,8	3,2
T4	113,4	5,0	2,1	2,8	3,5	5,5	2,4	1,4	6,1	4,1	4,9	6,5
2021 T1	114,2	3,1	0,9	1,0	0,3	5,5	2,2	2,1	3,6	2,3	1,6	4,4
T2	113,0	-3,9	-1,9	-4,3	-5,6	-5,8	0,9	-1,8	0,4	-2,4	-1,8	-5,5
Productivité horaire du travail												
2018	102,0	0,2	-0,8	0,6	-0,9	0,0	2,8	1,1	-1,2	0,9	-0,6	0,7
2019	102,5	0,5	4,7	-0,3	0,1	1,3	1,6	0,8	-0,2	0,4	-0,6	1,2
2020	104,0	1,5	3,6	0,6	0,7	0,4	2,9	1,3	5,8	-0,2	-0,6	-4,5
2020 T3	103,4	0,7	2,6	0,6	-2,9	-0,5	5,2	0,9	2,7	-0,8	0,4	-6,1
T4	104,7	1,9	2,0	4,4	1,8	0,8	1,8	0,3	1,9	-0,3	-0,5	-11,3
2021 T1	104,9	1,7	-1,6	4,6	-4,1	3,7	1,8	0,5	-2,6	-0,8	-1,1	-8,6
T2	104,4	-1,5	-6,1	6,1	-5,8	-0,3	0,2	-1,6	-12,4	-1,7	1,5	-6,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires¹⁾

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11	12		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6	7							
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	8 898,4	10 257,6	1 039,9	2 447,3	3 487,2	13 744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14 520,9	
2020	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	2,0	712,7	14 160,5
	T4	1 359,2	8 898,4	10 257,6	1 039,9	2 447,3	3 487,2	13 744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14 520,9
2021	T1	1 391,8	9 146,4	10 538,2	985,5	2 483,7	3 469,2	14 007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14 742,0
	T2	1 419,5	9 360,7	10 780,3	932,4	2 489,8	3 422,2	14 202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14 947,3
2021	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	30,8	748,4	14 663,7
	Mars	1 391,8	9 146,4	10 538,2	985,5	2 483,7	3 469,2	14 007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14 742,0
	Avril	1 402,4	9 182,3	10 584,7	965,6	2 486,4	3 451,9	14 036,7	109,3	608,7	20,3	738,3	14 774,9
	Mai	1 411,7	9 241,0	10 652,6	964,3	2 486,3	3 450,5	14 103,2	107,2	609,7	28,4	745,4	14 848,5
	Juin	1 419,5	9 360,7	10 780,3	932,4	2 489,8	3 422,2	14 202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14 947,3
	Juillet ^(p)	1 426,9	9 416,1	10 842,9	935,2	2 487,3	3 422,5	14 265,4	116,8	612,3	29,2	758,3	15 023,7
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	1 255,9	1 393,5	-27,2	85,7	58,5	1 452,0	19,2	124,0	8,8	152,0	1 604,0	
2020	T3	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-12,2	23,6	348,9
	T4	28,6	296,1	324,7	-35,0	24,0	-10,9	313,8	-3,5	41,3	27,6	65,4	379,2
2021	T1	32,6	235,5	268,1	-58,0	37,9	-20,1	247,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	207,1
	T2	27,7	218,7	246,5	-52,0	6,2	-45,8	200,6	2,8	-1,0	9,4	11,2	211,8
2021	Février	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	6,0	-17,9	60,2
	Mars	1,2	69,3	70,6	-1,3	11,1	9,8	80,4	0,3	3,6	-17,5	-13,7	66,7
	Avril	10,6	45,1	55,7	-17,5	2,8	-14,7	41,0	0,4	-3,7	7,7	4,4	45,4
	Mai	9,3	60,9	70,2	-0,6	-0,1	-0,8	69,4	-1,9	1,6	8,5	8,3	77,7
	Juin	7,8	112,7	120,5	-33,8	3,6	-30,3	90,3	4,3	1,1	-6,9	-1,5	88,7
	Juillet ^(p)	7,3	54,5	61,8	3,1	-2,5	0,5	62,4	4,8	1,5	7,2	13,5	75,8
Taux de croissance													
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2	
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3	
2020	T3	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-93,3	11,9	10,4
	T4	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2021	T1	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
	T2	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
2021	Février	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	-16,7	13,5	12,2
	Mars	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
	Avril	9,8	12,8	12,4	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,6	11,7	-49,3	10,1	9,2
	Mai	9,1	12,0	11,6	-11,5	4,1	-0,8	8,3	8,9	10,1	1,5	11,0	8,5
	Juin	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
	Juillet ^(p)	8,9	11,3	11,0	-13,5	3,4	-1,8	7,6	5,1	3,9	219,6	7,7	7,6

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾	
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours														
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	237,9	508,9	
2020	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	237,9	508,9
2021	T1	3 071,4	2 618,4	301,3	143,8	7,8	7 825,3	5 109,5	422,2	2 292,9	0,8	1 127,1	209,4	492,0
	T2	3 105,4	2 667,0	290,0	139,7	8,7	7 908,0	5 199,4	407,5	2 300,4	0,7	1 171,3	219,3	490,9
2021	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	3 071,4	2 618,4	301,3	143,8	7,8	7 825,3	5 109,5	422,2	2 292,9	0,8	1 127,1	209,4	492,0
	Avril	3 051,4	2 606,1	294,9	143,0	7,4	7 844,1	5 129,7	417,5	2 295,9	0,9	1 128,7	225,5	493,8
	Mai	3 059,6	2 615,9	295,2	141,7	6,8	7 874,6	5 165,7	411,6	2 296,5	0,8	1 144,4	229,4	490,7
	Juin	3 105,4	2 667,0	290,0	139,7	8,7	7 908,0	5 199,4	407,5	2 300,4	0,7	1 171,3	219,3	490,9
	Juillet ^(p)	3 109,6	2 681,4	284,7	135,8	7,7	7 939,1	5 234,2	399,0	2 305,1	0,8	1 183,2	232,1	491,4
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	22,3	41,1	
2020	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	-1,9	39,2
2021	T1	81,1	85,1	-9,0	0,7	4,4	176,3	152,6	-16,0	39,7	0,0	11,8	-29,1	-16,8
	T2	36,3	50,5	-11,1	-4,0	0,9	83,5	90,5	-14,5	7,6	-0,1	46,8	10,1	-1,0
2021	Février	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,6	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
	Mars	39,0	28,2	8,2	0,6	2,1	62,5	56,4	-4,7	11,0	-0,2	1,3	-17,9	-5,5
	Avril	-15,4	-8,7	-5,7	-0,7	-0,3	20,3	21,3	-4,3	3,1	0,1	7,4	16,5	2,0
	Mai	9,4	10,8	0,7	-1,4	-0,6	30,9	36,3	-5,9	0,6	-0,2	17,2	4,0	-3,2
	Juin	42,4	48,5	-6,1	-1,8	1,8	32,3	32,8	-4,4	3,9	0,0	22,3	-10,4	0,2
	Juillet ^(p)	11,8	18,8	-5,2	-0,7	-1,0	22,8	29,8	-8,6	1,5	0,1	12,0	12,7	0,5
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	10,3	8,8	
2020	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	10,3	8,8
2021	T1	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
	T2	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
2021	Février	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,6
	Mars	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
	Avril	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,6	-10,4	5,4	4,0	8,8	-0,5	6,0
	Mai	8,9	11,6	-5,8	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,7	11,5	-0,7	6,5
	Juin	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
	Juillet ^(p)	6,9	10,4	-14,1	-5,5	47,0	7,3	10,6	-12,6	4,2	-28,6	15,0	-3,9	3,6

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires				
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance						
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Encours																	
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	14 343,2	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,0					
2020	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	14 343,2	11 927,3	12 301,1	4 723,6	6 119,9	916,1	167,7	1 549,9	866,0				
2021	T1	6 092,3	993,9	5 096,8	14 461,3	12 059,3	12 419,4	4 782,8	6 173,4	947,9	155,2	1 521,2	880,8				
	T2	6 185,9	1 005,9	5 178,4	14 485,0	12 072,5	12 436,1	4 745,0	6 240,2	937,6	149,7	1 523,6	888,9				
2021	Février	5 986,6	993,7	4 991,3	14 394,1	11 973,3	12 337,0	4 731,6	6 153,5	941,7	146,5	1 549,4	871,4				
	Mars	6 092,3	993,9	5 096,8	14 461,3	12 059,3	12 419,4	4 782,8	6 173,4	947,9	155,2	1 521,2	880,8				
	Avril	6 098,7	1 002,7	5 093,7	14 417,2	12 037,9	12 393,8	4 751,4	6 191,4	944,6	150,4	1 505,5	873,8				
	Mai	6 133,9	1 004,4	5 127,7	14 455,7	12 064,9	12 415,6	4 745,8	6 213,8	948,2	157,1	1 505,0	885,8				
	Juin	6 185,9	1 005,9	5 178,4	14 485,0	12 072,5	12 436,1	4 745,0	6 240,2	937,6	149,7	1 523,6	888,9				
	Juillet ^(p)	6 290,1	1 009,9	5 278,5	14 530,3	12 113,3	12 472,6	4 743,9	6 275,5	945,7	148,0	1 526,7	890,4				
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	424,9	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4					
2020	1 050,4	13,3	1 037,0	735,1	539,6	560,6	288,8	209,2	25,8	15,8	167,2	28,3					
2020	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	156,7	83,6	119,9	3,5	60,8	9,6	9,7	30,0	43,1				
2021	T1	162,2	-1,7	174,4	144,4	132,5	114,8	59,5	56,6	28,9	-12,6	3,7	8,2				
	T2	109,8	11,9	97,2	46,5	37,9	37,9	-26,2	78,8	-9,2	-5,5	2,5	6,0				
2021	Février	60,9	5,1	55,8	36,7	31,3	31,3	9,9	18,9	4,6	-2,0	0,2	5,2				
	Mars	67,1	0,6	66,5	91,8	83,0	75,3	49,4	20,6	4,5	8,6	4,5	4,3				
	Avril	25,3	8,5	16,1	-20,6	-0,7	-8,8	-22,8	27,6	-0,8	-4,7	-12,6	-7,3				
	Mai	37,6	1,8	35,7	40,6	30,7	23,0	-3,9	23,1	4,7	6,7	-0,4	10,4				
	Juin	47,0	1,6	45,5	26,4	7,9	23,7	0,5	28,1	-13,2	-7,4	15,5	3,0				
	Juillet ^(p)	77,9	4,0	74,0	44,2	42,1	46,0	10,7	23,8	9,3	-1,7	3,9	-1,7				
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	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4					
2020	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	5,3	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	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4				
	T2	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6				
2021	Février	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,4	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8				
	Mars	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4				
	Avril	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	6,5	9,0				
	Mai	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,6	1,8	5,1	9,6				
	Juin	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6				
	Juillet ^(p)	12,4	1,1	15,1	3,4	3,0	3,0	1,2	4,5	4,3	-5,0	4,5	7,1				

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾						
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts	
	Prêts corrigés ⁴⁾	1				2	3				
Encours											
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	2 812,6	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6	
2020	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	2 812,6	6 119,9	6 390,1	700,2	4 725,1	694,6
2021	T1	4 782,8	4 900,8	895,4	1 017,5	2 869,9	6 173,4	6 435,8	695,4	4 785,0	693,1
	T2	4 745,0	4 865,3	831,7	972,1	2 941,1	6 240,2	6 496,9	693,5	4 851,1	695,6
2021	Février	4 731,6	4 848,4	892,5	1 005,0	2 834,1	6 153,5	6 421,5	698,5	4 761,7	693,3
	Mars	4 782,8	4 900,8	895,4	1 017,5	2 869,9	6 173,4	6 435,8	695,4	4 785,0	693,1
	Avril	4 751,4	4 870,4	870,6	996,2	2 884,7	6 191,4	6 451,6	690,6	4 809,0	691,8
	Mai	4 745,8	4 859,5	871,1	972,9	2 901,8	6 213,8	6 472,1	691,7	4 830,0	692,0
	Juin	4 745,0	4 865,3	831,7	972,1	2 941,1	6 240,2	6 496,9	693,5	4 851,1	695,6
	Juillet ^(p)	4 743,9	4 857,3	828,3	966,5	2 949,2	6 275,5	6 533,2	696,0	4 875,0	704,6
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	143,3	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	41,0	168,6	-9,2	
2020	288,8	325,1	-54,0	138,8	203,9	209,2	195,1	-11,8	210,8	10,2	
2020	T3	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
	T4	3,5	22,3	-25,5	-1,5	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	1,0
2021	T1	59,5	59,4	-3,6	5,8	57,4	56,6	51,0	-3,1	60,4	-0,7
	T2	-26,2	-26,8	-59,9	-42,3	76,0	78,8	72,7	3,1	72,9	2,8
2021	Février	9,9	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,7	16,7	0,4
	Mars	49,4	50,4	2,2	12,3	34,9	20,6	16,7	-2,7	23,2	0,1
	Avril	-22,8	-25,8	-21,4	-19,4	18,0	27,6	25,5	-0,7	28,1	0,1
	Mai	-3,9	-11,6	1,1	-22,8	17,7	23,1	21,3	1,4	21,1	0,6
	Juin	0,5	10,6	-39,6	-0,2	40,2	28,1	25,8	2,3	23,7	2,1
	Juillet ^(p)	10,7	8,2	-2,4	-4,0	17,2	23,8	28,6	1,4	23,3	-0,8
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	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	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
	T2	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
2021	Février	6,4	7,0	-4,8	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,2
	Mars	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
	Avril	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,4	5,4	1,3
	Mai	1,5	1,9	-7,7	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
	Juin	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
	Juillet ^(p)	1,2	1,7	-11,4	-3,3	7,1	4,5	4,2	0,2	5,7	0,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		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	6 967,2	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,6	1 428,9	539,5	130,1	139,2
2020	T3	806,2	7 039,6	1 934,3	43,0	2 059,7	3 002,6	1 569,1	499,5	139,9
	T4	748,8	6 967,2	1 916,7	42,1	1 994,9	3 013,6	1 428,9	539,5	130,1
2021	T1	699,4	6 892,4	1 897,4	41,2	1 984,7	2 969,1	1 392,7	387,4	127,3
	T2	657,0	6 847,8	1 868,6	40,4	1 953,6	2 985,3	1 448,8	332,4	123,7
2021	Février	684,7	6 880,0	1 905,2	41,4	1 971,9	2 961,5	1 431,8	416,0	145,4
	Mars	699,4	6 892,4	1 897,4	41,2	1 984,7	2 969,1	1 392,7	387,4	127,3
	Avril	726,3	6 839,2	1 869,7	41,2	1 968,1	2 960,1	1 444,4	380,1	132,8
	Mai	690,4	6 835,3	1 868,2	40,8	1 944,2	2 982,1	1 467,6	317,1	133,4
	Juin	657,0	6 847,8	1 868,6	40,4	1 953,6	2 985,3	1 448,8	332,4	123,7
	Juillet ^(p)	683,2	6 893,5	1 860,3	39,4	1 966,8	3 027,0	1 483,4	296,6	133,4
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	-49,3	156,6	-48,8	-48,0
2020	T3	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,0	9,0	26,9	-11,2	-19,3
	T4	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-110,3	100,8	-9,8
2021	T1	-49,4	-31,9	-22,7	-0,9	-33,5	25,2	2,8	-183,6	-2,8
	T2	-42,5	-19,9	-22,1	-0,7	-26,1	29,1	37,3	-44,1	-3,7
2021	Février	5,9	4,2	-7,3	-0,5	-1,8	13,7	-2,9	-24,4	-2,0
	Mars	14,8	2,2	-9,7	-0,3	-1,1	13,2	-33,7	-41,4	-18,1
	Avril	26,9	-18,0	-20,0	0,0	-3,2	5,3	49,7	-0,1	5,5
	Mai	-36,0	-27,4	-1,0	-0,3	-20,5	-5,6	-5,6	-58,3	0,6
	Juin	-33,4	25,5	-1,2	-0,4	-2,4	29,4	-6,8	14,3	-9,7
	Juillet ^(p)	26,2	-2,3	-8,0	-1,0	14,6	-8,0	12,0	-34,5	9,7
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	T3	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	—	—	-24,1
	T4	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	—	—	-27,3
2021	T1	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	—	—	-30,7
	T2	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	—	—	-22,3
2021	Février	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	—	—	-18,3
	Mars	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	—	—	-30,7
	Avril	27,8	-0,3	-2,4	-10,8	-4,2	4,0	—	—	-29,2
	Mai	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,1	—	—	-32,1
	Juin	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	—	—	-22,3
	Juillet ^(p)	-9,6	-0,6	-3,0	-9,4	-3,9	3,6	—	—	-17,9

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
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 T2	-4,0	.	.	.	.	-2,4
T3	-5,3	.	.	.	.	-3,8
T4	-7,3	.	.	.	.	-5,8
2021 T1	-8,4	.	.	.	.	-6,9

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			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 T2	46,7	46,2	13,1	12,9	15,4	0,5	50,6	46,6	10,4	5,7	1,6	24,2	4,0	
T3	46,7	46,2	13,0	12,9	15,5	0,5	52,0	47,8	10,5	5,8	1,6	24,9	4,2	
T4	46,7	46,3	13,0	12,8	15,6	0,5	54,0	49,4	10,7	6,0	1,5	25,6	4,6	
2021 T1	46,7	46,2	13,0	12,7	15,7	0,5	55,1	50,4	10,8	6,1	1,5	25,9	4,7	

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises											
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	IFM	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises									
								1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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 T2	94,8	3,1	14,3	77,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	97,1	3,2	14,0	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	97,8	3,2	14,3	80,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 T1	100,5	3,2	14,3	83,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit									Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mément : besoin de financement		
		Total	Opérations sur les principaux actifs financiers						Autres					
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement	Effets de valo- risation et autres change- ments de volume						
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 T2	8,8	2,4	3,1	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,2	7,3		
T3	11,4	3,8	2,9	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,7	8,5		
T4	13,9	5,8	2,2	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,2	5,9	9,5		
2021 T1	14,4	6,9	1,9	2,1	1,6	0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,7	10,4		

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾									
	Total	Principal		Intérêts Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Encours				Opérations					
		7	8				9	10	11	12	13					
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	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8			
2020 T2	15,3	13,9	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	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8			
2021 T1	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			
2021 Février	15,4	13,9	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	15,8	14,4	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6			
Mai	15,7	14,3	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6			
Juin	15,6	14,2	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5			
Juillet	15,3	14,0	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	2,0	-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 T2	-6,1	-1,4	-3,1	-2,0	-2,7	-6,9	-6,7	-5,4	-2,4	
T3	-7,3	-2,9	-3,6	-3,4	-5,7	-8,2	-7,3	-7,4	-4,3	
T4	-9,4	-4,5	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7	
2021 T1	-9,3	-6,1	-4,7	-5,8	-12,3	-11,5	-10,3	-10,1	-7,6	
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 T2	114,0	67,3	18,5	62,1	191,3	110,2	113,1	149,4	113,2	
T3	113,1	70,0	18,5	61,2	199,8	114,0	115,6	154,4	119,5	
T4	114,1	69,7	18,2	58,4	205,6	119,9	115,1	155,8	119,1	
2021 T1	118,6	71,1	18,5	60,5	209,3	125,2	118,0	160,0	125,7	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
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 T2	-1,6	-2,4	-2,2	-5,3	-1,3	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,0
T3	-3,4	-4,1	-2,9	-7,3	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,0
T4	-4,5	-7,4	-4,1	-10,2	-4,2	-8,8	-5,7	-8,4	-6,1	-5,4
2021 T1	-6,3	-7,3	-3,0	-10,6	-5,8	-10,9	-6,8	-8,8	-6,8	-6,0
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 T2	43,0	41,3	23,9	50,1	55,0	82,2	125,7	78,2	59,9	68,9
T3	44,7	45,9	26,0	52,8	55,1	78,6	130,5	78,4	60,2	67,2
T4	43,5	47,1	24,8	54,8	54,3	83,5	133,6	80,8	60,3	69,5
2021 T1	45,7	45,6	28,1	59,0	54,9	87,4	137,2	86,0	60,3	70,3

Source : Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2021

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 8 septembre 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-21-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général