



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2022



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	10
2 Évolutions financières	23
3 Activité économique	30
4 Prix et coûts	37
5 Monnaie et crédit	44
6 Évolutions budgétaires	52
Encadrés	56
1 Goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement dans la zone euro et aux États-Unis : où en sommes-nous ?	56
2 Le rôle du risque de crédit dans les récentes valorisations des obligations d'entreprises à l'échelle mondiale	60
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 novembre 2021 au 8 février 2022	68
4 Le taux d'épargne des entreprises durant la pandémie	76
5 Le rôle du cycle des stocks dans la reprise actuelle	82
6 La reprise du marché du travail dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs	88
7 Quelles sous-composantes déterminent les coûts des logements occupés par leur propriétaire ?	93
Articles	97
1 Les risques financiers dans le secteur des entreprises en Chine vont au-delà du secteur de l'immobilier	97
2 Évaluer les vulnérabilités des entreprises dans la zone euro	117
Statistiques	S1

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

L'invasion de l'Ukraine par la Russie aura des effets significatifs sur l'activité économique et l'inflation en raison du renchérissement de l'énergie et des matières premières, des perturbations des échanges commerciaux et du recul de la confiance. L'ampleur de ces effets dépendra de la suite du conflit, des retombées des sanctions en vigueur et d'éventuelles mesures supplémentaires.

Les répercussions de la guerre doivent être envisagées dans le contexte d'une économie de la zone euro reposant sur des fondamentaux solides, notamment grâce à l'important soutien apporté par les politiques publiques. L'atténuation des effets du variant Omicron du coronavirus (COVID-19) favorise la reprise de l'économie. Des signes de réduction des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sont apparus et la situation a continué de s'améliorer sur le marché du travail. Dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE, qui contiennent une première évaluation des implications de la guerre en Ukraine, la croissance du PIB a été révisée à la baisse à court terme du fait du conflit.

Sous l'effet de coûts de l'énergie plus élevés que prévu, l'inflation a continué de surprendre à la hausse. Les hausses des prix sont également devenues plus généralisées. Dans les nouvelles projections des services de la BCE, le scénario de référence pour l'inflation a été nettement revu à la hausse. Selon plusieurs mesures, les anticipations d'inflation à plus long terme sont à nouveau ancrées au niveau de la cible d'inflation de la BCE. Le Conseil des gouverneurs estime de plus en plus probable que l'inflation se stabilise à sa cible de 2 % à moyen terme.

Selon des scénarios alternatifs concernant les effets économiques et financiers de la guerre, l'activité économique pourrait être largement freinée par une augmentation plus rapide des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que par une détérioration plus importante des échanges commerciaux et du climat économique. L'inflation pourrait être nettement plus élevée à court terme. Cependant, dans l'ensemble des scénarios, elle devrait se ralentir progressivement et s'établir en 2024 à des niveaux proches de la cible de 2 %.

Sur la base de son évaluation actualisée des perspectives d'inflation et en tenant compte de l'environnement incertain, le Conseil des gouverneurs a ajusté le rythme des achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pour les mois à venir. Les achats nets mensuels au titre de l'APP s'élèveront à 40 milliards d'euros en avril, 30 milliards en mai et 20 milliards en juin. Le calibrage des achats nets qui seront effectués au troisième trimestre tiendra compte des données et de l'évolution de l'évaluation des perspectives par le Conseil des gouverneurs. Si les données à venir confirment

l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, au-delà même de la fin de ses achats nets d'actifs, le Conseil des gouverneurs mettra un terme aux achats nets dans le cadre de l'APP au troisième trimestre. En cas de modification des perspectives d'inflation à moyen terme et si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers la cible de 2 %, le Conseil des gouverneurs est prêt à réviser tant le volume que la durée de ses achats nets d'actifs. Toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira quelque temps après la fin des achats nets au titre de l'APP et sera progressive. L'évolution des taux directeurs de la BCE restera déterminée par la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs et par son engagement stratégique à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a également confirmé l'ensemble de ses autres mesures de politique monétaire.

Activité économique

L'économie mondiale a enregistré une croissance soutenue en 2021, en dépit de facteurs défavorables liés à la résurgence de la pandémie de coronavirus et à des goulets d'étranglement du côté de l'offre. Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'activité au premier trimestre 2022. Toutefois, la guerre entre la Russie et l'Ukraine fait planer une incertitude significative sur des perspectives mondiales par ailleurs robustes. Les enquêtes récentes relatives à l'activité économique laissent penser que la dynamique de la croissance s'est accélérée entre janvier et février, grâce à l'atténuation des tensions liées à la pandémie et à l'offre. Toutefois, en raison des conséquences économiques de la guerre et du retrait progressif des mesures de relance, les projections relatives à la croissance mondiale ont été révisées à la baisse par rapport aux projections de décembre, en particulier pour 2022 et 2023. Selon les estimations, le PIB mondial en volume (hors zone euro) a augmenté de 6,3 % en 2021, et le rythme de la croissance devrait se ralentir, revenant à 4,1 % en 2022 et à 3,6 % en 2023 et 2024. La demande étrangère adressée à la zone euro devrait revenir de 9,9 % en 2021 à 4 % en 2022, 3,2 % en 2023 et 3,6 % en 2024. Comparée aux importations mondiales, la demande étrangère adressée à la zone euro est plus lourdement touchée par le conflit, compte tenu de la part relativement importante des échanges commerciaux de la zone euro qui s'effectuent avec la Russie et les pays d'Europe centrale et orientale, qui sont particulièrement exposés aux conséquences défavorables du conflit. Par rapport aux projections précédentes, le taux de croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro a été laissé inchangé pour 2022 (l'impact de l'invasion compensant en totalité l'acquis de croissance positif de 2021) et il a été révisé à la baisse pour 2023 et 2024. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre devraient commencer à s'atténuer en 2022 et se résorber entièrement en 2023. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont

été révisés à la hausse pour 2022 et 2023 dans un contexte où coïncident un renchérissement des matières premières, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et une reprise de la demande. Si l'évolution future de la pandémie demeure un important facteur de risque affectant le scénario de référence des projections pour l'économie mondiale, la guerre entre la Russie et l'Ukraine amplifie fortement l'incertitude. Les risques baissiers extrêmes liés à une nouvelle escalade pourraient être significatifs et compromettre la reprise mondiale, tout en alimentant les tensions inflationnistes.

La guerre entre la Russie et l'Ukraine aura des effets importants sur l'activité économique dans la zone euro via le renchérissement de l'énergie et des matières premières, les perturbations des échanges commerciaux et le recul de la confiance. Toutefois, les conditions sous-jacentes sont solides, sous l'effet du soutien important apporté par les politiques publiques. L'économie a enregistré une croissance de 5,3 % en 2021, le PIB retrouvant, à la fin de l'année, son niveau d'avant la pandémie. La croissance s'est cependant ralentie, revenant à 0,3 % au dernier trimestre 2021 et elle devrait rester faible au premier trimestre 2022. Les perspectives économiques dépendront de l'évolution de la guerre entre la Russie et l'Ukraine ainsi que des effets des sanctions économiques et financières et des autres mesures. Dans le même temps, d'autres facteurs défavorables à la croissance s'atténuent. Selon le scénario de référence des projections établies par les services de la BCE, l'économie de la zone euro devrait toujours afficher une croissance soutenue en 2022, mais à un rythme plus lent qu'attendu avant le déclenchement de la guerre. Les mesures visant à contenir la propagation du variant Omicron ont eu des retombées moins fortes que celles prises lors des vagues précédentes, et elles sont progressivement levées. Les perturbations de l'offre causées par la pandémie commencent également à s'atténuer et le marché du travail a continué de se renforcer. Les effets, pour les ménages et les entreprises, du choc massif sur les prix de l'énergie pourraient être partiellement amortis par le recours à l'épargne accumulée pendant la pandémie et par des mesures budgétaires compensatoires.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE, après les déficits très élevés qui avaient été enregistrés en raison de la crise du coronavirus, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro continue de s'améliorer. Toutefois, les risques entourant ce scénario de référence sont importants et de plus en plus orientés vers une augmentation des déficits budgétaires, principalement en raison de la guerre en Ukraine. Selon le scénario de référence, le ratio de déficit devrait être revenu à 5,5 % du PIB en 2021 après un pic à 7,2 % en 2020. Il devrait poursuivre sa baisse pour ressortir à 3,1 % en 2022 et à 2 % à la fin de l'horizon de projection. Concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, la forte expansion de 2020 a été suivie d'un resserrement modéré en 2021, après correction des subventions accordées dans le cadre du plan *Next Generation EU* (NGEU). En 2022, l'orientation devrait encore se resserrer, principalement en raison du retrait d'une part significative de l'aide d'urgence mise en place face à la crise du coronavirus. Le resserrement devrait être seulement marginal au cours des deux dernières années de l'horizon de projection et un soutien important à l'économie est maintenu. Au vu des risques élevés qui proviennent actuellement de

plusieurs sources, et qui se matérialisent déjà en partie, des mesures budgétaires, notamment au niveau de l'UE, contribueraient à protéger l'économie. Les politiques budgétaires doivent demeurer agiles, car la situation est changeante. La volonté de recourir à des mesures budgétaires n'est pas incompatible avec la nécessité d'une normalisation à moyen terme crédible des finances publiques.

À moyen terme, et conformément aux projections de référence des services de la BCE, la croissance sera tirée par une demande intérieure robuste, elle-même soutenue par un marché du travail plus vigoureux. Grâce au plus grand nombre de personnes disposant d'un emploi, les ménages devraient bénéficier de revenus plus élevés et consommer davantage. La reprise mondiale et la poursuite du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaire contribuent également à ces perspectives de croissance. Un soutien budgétaire et monétaire reste crucial, en particulier dans cet environnement géopolitique difficile. La croissance devrait toujours être robuste en 2022, mais à un rythme plus lent qu'attendu avant le déclenchement de la guerre. Les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 5,4 % en 2021, 3,7 % en 2022, 2,8 % en 2023 et 1,6 % en 2024. Par comparaison avec les projections de décembre, les perspectives ont été revues à la baisse pour 2022 et 2023. Les projections de référence reposent sur l'hypothèse que les perturbations actuelles de la fourniture d'énergie et les effets négatifs sur la confiance liés au conflit sont temporaires et que les chaînes d'approvisionnement mondiales ne seront pas profondément déstabilisées. Dans un scénario défavorable, dans lequel des sanctions plus strictes sont imposées à la Russie, avec pour conséquences des perturbations des chaînes de valeur mondiale, une hausse des coûts de l'énergie et des réductions temporaires de la production de la zone euro, ainsi que des répercussions financières supplémentaires et une incertitude plus persistante, la croissance de la zone euro serait inférieure de 1,2 point de pourcentage à la valeur du scénario de référence en 2022. L'écart serait limité en 2023 et la croissance serait légèrement plus forte en 2024, en raison des effets de rattrapage. Dans le cas d'un scénario sévère (qui suppose, outre les caractéristiques du scénario défavorable, une réaction plus marquée des prix de l'énergie à des ruptures d'approvisionnement plus fortes et une réévaluation plus prononcée des prix sur les marchés financiers), la croissance du PIB pourrait au final être inférieure de 1,4 point de pourcentage à la valeur du scénario de référence en 2022 et de 0,5 point de pourcentage en 2023, avec des effets de rattrapage relativement modestes en 2024.

Inflation

L'inflation a atteint 5,8 % en février après 5,1 % en janvier et devrait continuer d'augmenter à court terme. La hausse des prix de l'énergie, qui a atteint 31,7 % en février, demeure la principale explication du fort taux d'inflation global et pousse à la hausse les prix dans de nombreux autres secteurs. Les prix des produits alimentaires ont également augmenté, du fait de facteurs saisonniers, des coûts de transport importants et du renchérissement des engrais. L'augmentation des prix de l'énergie s'est poursuivie ces dernières semaines, et la guerre en Ukraine fera peser

des tensions plus fortes sur les prix de certains produits alimentaires et matières premières. Les hausses des prix sont désormais plus généralisées. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente se sont accrues ces derniers mois et ont atteint des niveaux supérieurs à 2 %. Toutefois, la pérennité de l'augmentation de ces indicateurs est incertaine, étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie. Les indicateurs extraits des instruments du marché suggèrent que les prix de l'énergie demeureront élevés plus longtemps qu'escompté, avant de se modérer au cours de l'horizon de projection. Les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre devraient également s'affaiblir. La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer, le taux de chômage ayant reculé à 6,8 % en janvier. La progression des salaires reste globalement modérée, même si de plus en plus de secteurs subissent des pénuries de main-d'œuvre. À terme, le retour de l'économie à son plein potentiel devrait favoriser une hausse légèrement plus rapide des salaires. Plusieurs mesures des anticipations d'inflation à plus long terme issues des marchés financiers et d'enquêtes se situent autour de 2 %. Ces facteurs continueront de contribuer à l'inflation sous-jacente et permettront à l'inflation totale de s'établir durablement à la cible de 2 %.

Les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE prévoient une inflation annuelle de 5,1 % en 2022, 2,1 % en 2023 et 1,9 % en 2024 – des niveaux nettement supérieurs aux projections précédentes de décembre, en particulier pour 2022. L'inflation hors produits alimentaires et énergie devrait être de 2,6 % en 2022, 1,8 % en 2023 et 1,9 % en 2024, en hausse également par rapport aux projections de décembre. Si le scénario défavorable décrit précédemment devait se matérialiser, l'inflation pourrait être plus élevée de 0,8 point de pourcentage en 2022. Les flambées des prix de l'énergie s'atténueraient progressivement à mesure que les marchés du pétrole et du gaz reviendront à l'équilibre, entraînant une baisse du taux d'inflation, qui s'établirait au-dessous du niveau du scénario de référence, en particulier en 2024. Dans le scénario plus sévère, l'inflation serait plus élevée de 2 points de pourcentage en 2022, et significativement plus élevée également en 2023. En 2024, des effets de second tour plus forts compenseraient l'impact négatif sur l'inflation de la baisse des prix de l'énergie, laissant l'inflation inchangée par rapport au scénario de référence.

Évaluation des risques

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques pesant sur les perspectives économiques se sont nettement accrus et sont désormais orientés négativement. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine pourrait avoir une incidence plus marquée sur le climat économique et accentuer encore les contraintes d'offre. Le niveau durablement élevé des coûts de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande davantage que prévu et freiner la consommation et l'investissement. Les mêmes facteurs font peser des risques sur les perspectives d'inflation, qui sont orientées à la hausse à court terme. La guerre en Ukraine représente un important risque à la hausse, particulièrement pour les prix de l'énergie. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus

élevées qu'attendu, ou si elles ont des répercussions négatives durables du côté de l'offre, l'inflation pourrait aussi être plus forte à moyen terme. Toutefois, un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme pourrait aussi atténuer les tensions sur les prix.

Conditions financières et monétaires

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers. Sous l'effet de la guerre, la hausse des taux d'intérêt de marché sans risque observée depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de février s'est partiellement inversée, et les prix des actions ont chuté. Les sanctions financières contre la Russie, notamment l'exclusion de certaines banques russes de SWIFT, n'ont, jusqu'à présent, pas entraîné de tensions graves sur les marchés monétaires ni de pénurie de liquidité au sein du système bancaire de la zone euro. Les bilans des banques demeurent globalement sains, grâce à la solidité de leur situation de fonds propres et à la baisse de l'encours de leurs prêts non performants. Elles ont désormais retrouvé leur rentabilité d'avant la pandémie. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises ont légèrement augmenté, tandis que ceux des crédits hypothécaires aux ménages se maintiennent à des niveaux historiquement bas. Les flux de financement aux entreprises ont diminué après avoir fortement augmenté au dernier trimestre 2021. L'activité de prêt aux ménages se maintient, particulièrement pour l'achat de logements.

Décisions de politique monétaire

Sur la base de son évaluation actualisée et en tenant compte de l'environnement incertain, le Conseil des gouverneurs a ajusté le rythme de ses achats dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP) pour les mois à venir. Les achats nets mensuels au titre de l'APP s'élèveront à 40 milliards d'euros en avril, 30 milliards en mai et 20 milliards en juin. Le calibrage des achats nets qui seront effectués au troisième trimestre tiendra compte des données et de l'évolution de l'évaluation des perspectives par le Conseil des gouverneurs. Si les données à venir confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, au-delà même de la fin de ses achats nets d'actifs, le Conseil des gouverneurs mettra un terme aux achats nets dans le cadre de l'APP au troisième trimestre. En cas de modification des perspectives d'inflation à moyen terme et si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers la cible de 2 %, le Conseil des gouverneurs est prêt à réviser tant le volume que la durée de ses achats nets d'actifs.

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

Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,50 %.

Toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira quelque temps après la fin des achats nets au titre de l'APP et sera progressive. L'évolution des taux directeurs de la BCE restera déterminée par la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs et par son engagement stratégique à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme.

Au premier trimestre 2022, le Conseil des gouverneurs ralentit le rythme des achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) par rapport au trimestre précédent. Il interrompra les achats nets d'actifs au titre du PEPP fin mars 2022.

Le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

La pandémie a montré que, en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des achats d'actifs a contribué à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et a renforcé l'efficacité des efforts déployés par le Conseil des gouverneurs pour atteindre son objectif. Dans le cadre du mandat du Conseil des gouverneurs, en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix. En particulier en cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà des montants provenant du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de la politique monétaire dans l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore des retombées de la pandémie. Les achats nets au titre du PEPP pourraient aussi reprendre, si nécessaire, pour contrer des chocs négatifs liés à la pandémie.

Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave pas la transmission harmonieuse de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

Comme annoncé, il s'attend à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prennent fin en juin de cette année. Le Conseil des gouverneurs va également évaluer le caractère approprié du calibrage de son système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation des banques dans un environnement d'excédents de liquidité abondants.

Compte tenu de l'environnement très incertain à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et du risque de répercussions régionales susceptibles de peser négativement sur les marchés financiers de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger la facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023. La facilité EUREP continuera donc de compléter les accords réguliers de fourniture de liquidité en euros aux banques centrales hors zone euro. Ces dispositifs constituent un ensemble complet de filets de sécurité visant à répondre à d'éventuels besoins de liquidité en euros en cas de dysfonctionnement des marchés en dehors de la zone euro qui pourraient peser sur la transmission harmonieuse de la politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs évaluera au cas par cas les demandes, par les banques centrales hors zone euro, de lignes de liquidité en euros spécifiques.

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 sa cible de 2 % à moyen terme.

1 Environnement extérieur

Les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro font état d'une faiblesse de l'activité économique mondiale vers la fin de l'année, le variant Omicron du coronavirus (COVID-19) commençant à se propager rapidement, tandis que les goulets d'étranglement du côté de l'offre persistaient et que les prix des matières premières restaient élevés. La guerre entre la Russie et l'Ukraine fait planer une incertitude significative sur les perspectives mondiales, en particulier à court terme. Selon les estimations, le PIB mondial en volume (hors zone euro) a augmenté de 6,3 % en 2021, et le rythme de la croissance devrait se ralentir, revenant à 4,1 % en 2022 et à 3,6 % en 2023 et 2024. Par rapport aux projections précédentes, la croissance mondiale a été révisée à la hausse pour 2021, période où le soutien important des politiques publiques a alimenté la demande mondiale de biens, et à la baisse pour 2022 et 2023 en particulier, en raison des conséquences économiques de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et du retrait progressif des mesures de relance. Après un fort rebond en 2021 (12,1 %), la croissance des importations mondiales devrait se ralentir en 2022 sous l'effet d'un fléchissement de l'activité et de l'impact négatif de la guerre entre la Russie et l'Ukraine sur les échanges commerciaux. En 2023 et 2024, les importations mondiales devraient augmenter plus lentement, reflétant l'impact du conflit en cours, un ralentissement concernant l'ensemble des régions et l'hypothèse selon laquelle la demande de biens de consommation va se normaliser progressivement. La demande étrangère adressée à la zone euro devrait revenir de 9,9 % en 2021 à 4 % en 2022, 3,2 % en 2023 et 3,6 % en 2024. Comparée aux importations mondiales, la demande étrangère adressée à la zone euro est plus lourdement touchée par le conflit, dans la mesure où la Russie et les pays d'Europe centrale et orientale, qui sont plus exposés aux conséquences défavorables du conflit que d'autres pays n'appartenant pas à la zone euro, représentent un poids plus important dans les échanges commerciaux de la zone euro. Par rapport aux projections précédentes, le taux de croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro a été laissé inchangé pour 2022, l'impact de l'invasion compensant en totalité l'acquis de croissance positif de 2021, et il a été révisé à la baisse pour 2023 (- 1,1 point de pourcentage) et 2024 (- 0,3 point de pourcentage). Les goulets d'étranglement du côté de l'offre devraient commencer à s'atténuer en 2022 et se résorber entièrement en 2023. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été révisés à la hausse pour 2022 et 2023, dans un contexte marqué à la fois par un renchérissement des matières premières, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et une reprise de la demande. Si l'évolution future de la pandémie demeure un important facteur de risque affectant les projections de référence pour l'économie mondiale, la guerre entre la Russie et l'Ukraine amplifie fortement l'incertitude. À plus long terme, des risques baissiers extrêmes liés à une nouvelle escalade du conflit pourraient être significatifs et compromettre la reprise mondiale, tout en alimentant les tensions inflationnistes.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

L'économie mondiale a enregistré une croissance soutenue en 2021, en dépit de facteurs défavorables liés à la résurgence de la pandémie et à des goulets d'étranglement du côté de l'offre.

En 2021, les infections à la COVID-19 ont fortement augmenté à différents moments à travers le monde et ont pesé sur l'activité économique même là où l'on n'imposait pas de mesures d'endiguement sévères. Toutefois, le PIB en volume a continué de se redresser, sous l'effet du soutien important apporté par les politiques publiques et du fort rebond de la demande mondiale de produits manufacturés, la demande des consommateurs s'étant détournée des services en réponse aux mesures d'endiguement liées à la pandémie. Dans la mesure où les producteurs s'efforçaient de répondre à la hausse de la demande en augmentant d'autant l'offre de biens et où des perturbations dans le secteur de la logistique empêchaient la fourniture rapide d'intrants, des tensions sévères sur les réseaux de production mondiaux avaient déjà commencé à peser sur le cycle d'activité mondial vers la fin 2020, créant ainsi des obstacles à la reprise économique en 2021¹. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a été révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2021, à 6,3 %.

Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'activité au premier trimestre 2022 et montrent que les perturbations du côté de l'offre ont atteint un pic depuis fin 2021.

En février, l'indice composite mondial des directeurs d'achat (hors zone euro) est passé de 51 en janvier à 53,1, essentiellement sous l'effet du secteur des services, qui a rebondi après une baisse au tournant de l'année provoquée par la propagation du variant Omicron. L'indice PMI relatif à la production mondiale dans le secteur manufacturier a également augmenté, mais dans une moindre mesure, indiquant une croissance positive, quoique modérée. Globalement, l'impact économique du variant Omicron devrait être modéré et cantonné au premier trimestre 2022. Toutefois, l'apparition de nouveaux variants plus agressifs du virus ne peut être exclue et la COVID-19 continue de représenter un risque à la baisse pour l'économie mondiale en dépit de la protection importante offerte par les vaccins. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) pour le premier trimestre 2022 a été révisée à la baisse de 0,7 point de pourcentage, à 0,5 % en rythme trimestriel, principalement en raison de l'impact du variant Omicron. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs (hors zone euro) s'est légèrement amélioré dernièrement, mais il demeure tendu et continue de faire état de délais de livraison longs, tandis que la congestion du transport maritime demeure importante. Dans le même temps, au vu de la forte croissance des échanges de marchandises et de la production automobile ces derniers mois, les contraintes pesant sur l'offre dans certains secteurs semblent en voie de diminution. Globalement, les projections macroéconomiques de mars 2022

¹Cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

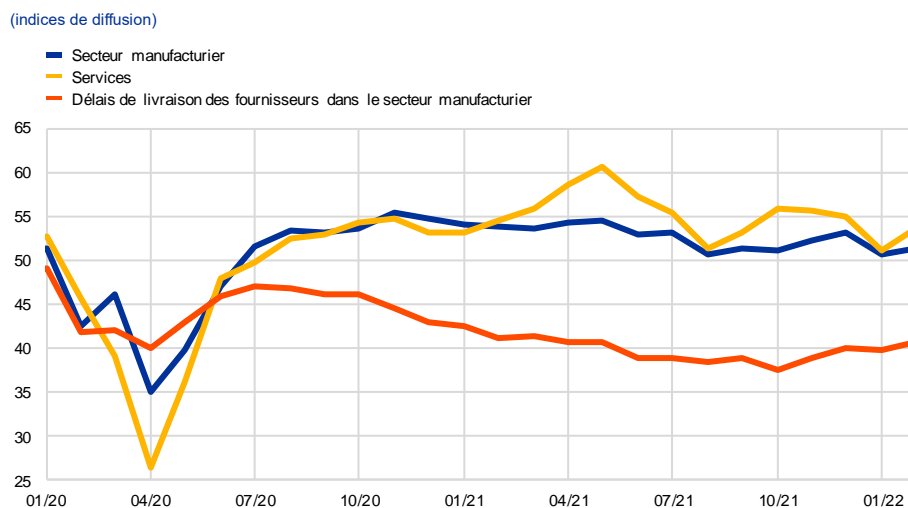
établies par les services de la BCE continuent de tabler sur une atténuation progressive des goulets d'étranglement au niveau de l'offre courant 2022 et sur leur résorption totale en 2023. Cela se produira une fois que la demande des consommateurs se sera réorientée des biens vers les services et que les capacités de transport maritime et l'offre de semi-conducteurs auront augmenté à la faveur des investissements prévus.

La guerre entre la Russie et l'Ukraine fait planer une incertitude significative sur des perspectives mondiales par ailleurs robustes. L'invasion de l'Ukraine par la Russie fait trembler l'économie mondiale et devrait peser sur les perspectives d'activité mondiales via trois canaux. Premièrement, les importantes sanctions financières et commerciales (hors énergie) imposées à la Russie affecteront sévèrement l'activité économique et les échanges commerciaux dans le pays sur l'horizon de projection. L'exclusion de certaines banques russes de SWIFT se traduit par des perturbations plus importantes, qui affectent également le commerce mondial, en compromettant gravement le financement du commerce pour les entreprises russes. Deuxièmement, le conflit exerce de fortes tensions à la hausse sur les prix des matières premières, la Russie jouant un rôle essentiel sur les marchés de l'énergie de l'UE, tandis que l'Ukraine est un exportateur majeur de matières premières alimentaires, principalement de céréales, à destination de l'Europe. Les prix des matières premières avaient déjà été fortement affectés par la montée des tensions géopolitiques tout au long de 2021 et l'invasion de l'Ukraine les a fait augmenter encore plus². Enfin, la guerre entre la Russie et l'Ukraine nuit à la confiance au niveau mondial, induisant des effets négatifs tant pour le secteur financier que pour l'économie réelle. La détérioration des conditions financières qui en résulte, ainsi que les tensions géopolitiques et l'incertitude durables, devraient à leur tour influencer négativement sur l'investissement.

² Même si les sanctions n'ont pas ciblé directement le secteur de l'énergie jusqu'à présent, des perturbations ont probablement déjà affecté l'offre. En effet, les entreprises sont de plus en plus réticentes à acheter du pétrole russe, les grandes entreprises se désengagent des actifs pétroliers russes et les banques et les compagnies d'assurance hésitent de plus en plus à financer et à assurer les échanges de matières premières d'origine russe.

Graphique 1

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



Sources : IHS Markit et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2022.

Le soutien des politiques monétaires à la croissance diminue sur l'horizon de projection. Les surprises continues en matière d'inflation en 2021 ont incité les banques centrales à annoncer un retrait plus rapide des mesures de relance liées à la pandémie, certaines économies de marché émergentes (EME) ayant entamé le cycle de resserrement monétaire dès 2021. En conséquence, les conditions financières se sont durcies, pesant ainsi sur la croissance économique au Brésil et dans d'autres pays. La politique monétaire devient également moins accommodante dans certaines grandes économies avancées. La Banque d'Angleterre a commencé à durcir sa politique monétaire en décembre 2021 et a relevé les taux d'intérêt à trois reprises depuis. Aux États-Unis, le Système fédéral de réserve a commencé à réduire les mesures de relance monétaire et a relevé le taux des fonds fédéraux en mars 2022. On s'attend désormais à ce que le rythme du resserrement monétaire soit plus rapide que ce qui était prévu il y a quelques mois, avec notamment une réduction du rythme mensuel des achats nets d'actifs lors d'une prochaine réunion. L'orientation de la politique monétaire demeure accommodante en Chine, où la banque centrale a récemment diminué les taux des réserves obligatoires pour les banques et abaissé plusieurs taux directeurs en réponse aux facteurs défavorables affectant la croissance. Au Japon également, la politique monétaire demeure accommodante, l'inflation étant inférieure à la cible de la banque centrale.

Les conditions financières mondiales se sont durcies dans les économies avancées et les économies émergentes. Depuis les projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les conditions financières sont devenues moins accommodantes dans les économies avancées, bien qu'elles demeurent favorables aux États-Unis si on les évalue au regard de la position de l'économie dans le cycle conjoncturel. Les évolutions ont été tout d'abord dominées par la dissipation des inquiétudes relatives aux risques à la baisse posés par le variant Omicron et par la hausse des

anticipations relatives à un resserrement de la politique monétaire par le Système fédéral de réserve. Plus récemment, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné un durcissement des conditions financières dans un contexte de détérioration du sentiment à l'égard du risque, en particulier sur les marchés européens. Dans les EME, les conditions financières ont continué de se durcir, un sentiment d'aversion au risque s'étant ajouté au durcissement de la politique monétaire au cours de l'année dernière, en particulier dans les grandes EME, sur fond d'inflation élevée (hors Chine).

La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se ralentir progressivement sur l'horizon de projection. À partir de 2022, le PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait enregistrer des taux de croissance plus modérés. Cela reflète l'effet de courte durée du variant Omicron et, au-delà, l'impact de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. La consommation privée devrait rester modérée en raison de la hausse de l'inflation, tandis que les tensions croissantes sur le marché du travail et la diminution du soutien des politiques publiques, qui sont contrebalancées seulement en partie par la diminution des goulets d'étranglement du côté de l'offre, devraient continuer de freiner l'économie. C'est particulièrement le cas pour les États-Unis où il est supposé que le soutien monétaire sera retiré à partir de 2022. Le stimulus budgétaire intégré dans le scénario de référence actuel est plus faible que ce qui était prévu jusqu'aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème. Dans la mesure où le Congrès américain ne devrait pas approuver la loi *Build Back Better* (reconstruire en mieux), seules les mesures adoptées au cours de l'été sont incluses dans les projections de référence. En Russie, la croissance économique devrait être fortement touchée par les effets de la guerre en Ukraine et les sanctions imposées. En ce qui concerne les autres EME, la croissance devrait décélérer au Brésil, essentiellement en raison d'un resserrement brutal de la politique monétaire en réponse à la montée des tensions inflationnistes, mais aussi en Turquie, compte tenu des turbulences sur les marchés liées à une forte incertitude quant à la politique monétaire et à une inflation très élevée, qui ont un effet négatif sur la consommation et l'investissement. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume a été révisée à la baisse sur l'horizon de projection (– 0,4 point de pourcentage pour 2022, – 0,3 point de pourcentage pour 2023 et – 0,1 point de pourcentage pour 2024). En 2022, l'impact défavorable des facteurs mentionnés précédemment est en partie contrebalancé par un acquis de croissance positif fin 2021, tandis que pour les années ultérieures, les révisions à la baisse sont liées à une croissance mondiale plus faible en raison de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et également d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis et dans certaines grandes EME. La croissance du PIB en volume devrait s'établir au total à 4,1 % en 2022 et 3,6 % en 2023 et 2024.

Aux États-Unis, l'activité économique devrait s'être ralentie en fin d'année, en raison du variant Omicron et de la diminution du soutien public. L'économie américaine a enregistré une forte croissance au quatrième trimestre 2021, principalement grâce à la vigueur de la reconstitution des stocks. La croissance devrait s'être ralentie en fin d'année, en raison de l'impact du variant Omicron et de

la baisse de la consommation privée liée à la réduction des transferts gouvernementaux. L'activité économique devrait rebondir par la suite, mais seulement de manière graduelle, car la guerre entre la Russie et l'Ukraine devrait peser sur l'activité en particulier au deuxième trimestre. La hausse des prix à la consommation, tant l'inflation totale que l'inflation sous-jacente, a continué de surprendre à la hausse au cours des derniers mois, amenant la Réserve fédérale à amorcer un retrait progressif de ses mesures de relance monétaire et à relever ses taux en mars 2022. Dans le même temps, le nombre total de relèvements des taux anticipés pour 2022 a été porté à sept dans les projections de mars 2022 publiées récemment par le Comité fédéral de l'*open market*, dont un dépassement du taux neutre à long terme en 2023-2024. Sur l'horizon de projection, la croissance devrait se ralentir aux États-Unis, dans le sillage de la réduction de la relance budgétaire et du durcissement de la politique monétaire. L'inflation totale devrait culminer à plus de 7 % au premier trimestre 2022 et baisser par la suite, tout en restant supérieure à la cible de 2 % de la Réserve fédérale, ce qui est cohérent avec un écart de production positif.

En Chine, l'activité économique est restée modérée au tournant de l'année, malmenée par la persistance de facteurs défavorables. La croissance du PIB en volume a diminué au second semestre 2021 en termes annuels, reflétant les perturbations dans le secteur de l'immobilier résidentiel et la recrudescence de la COVID-19. Ces facteurs défavorables ont continué de peser sur l'investissement et la consommation au tournant de l'année, de telle sorte que la croissance du PIB et des échanges commerciaux semble se ralentir au premier trimestre 2022. Au deuxième trimestre, les effets de la guerre entre la Russie et l'Ukraine devraient légèrement limiter la vigueur du rebond anticipé. La hausse totale des prix à la consommation a diminué, revenant de 1,5 % en décembre à 0,9 % en janvier (en rythme annuel), principalement en raison de la déflation des prix des produits alimentaires, car les prix du porc se sont normalisés et l'offre de produits alimentaires s'est redressée après des perturbations provoquées par de mauvaises conditions météorologiques. L'IPC sous-jacent, hors produits alimentaires et énergie, est demeuré inchangé à 1,2 % (en rythme annuel). L'augmentation des prix des matières premières a entraîné des révisions à la hausse des anticipations d'inflation début 2022, mais ne devrait pas modifier significativement les perspectives d'inflation pour 2022-2024. La politique monétaire est de plus en plus accommodante afin de contrebalancer les facteurs défavorables pesant sur la croissance économique.

Au Japon, une reprise plus prononcée est attendue à plus long terme, après un ralentissement temporaire de la croissance début 2022. La reprise économique a redémarré vers fin 2021, après que les mesures d'endiguement ont été levées à la fin de l'été et que certaines contraintes d'offre ont commencé à s'atténuer. Même si l'économie devrait s'être encore ralentie début 2022 en raison de l'impact du variant Omicron et de la persistance des contraintes d'offre, on prévoit une reprise plus prononcée à plus long terme, soutenue par les annonces récentes concernant la mise en place de nouvelles mesures de relance budgétaire. On estime que les retombées de la guerre entre la Russie et l'Ukraine sont relativement limitées à ce stade et devraient principalement se manifester à court terme. La

croissance économique devrait ensuite se modérer et revenir progressivement à sa tendance. La hausse annuelle de l'IPC devrait se redresser à court terme, reflétant en partie l'atténuation de certains facteurs temporaires (notamment la baisse des tarifs de téléphonie mobile), mais devrait toutefois rester inférieure à la cible de la banque centrale sur l'horizon de projection.

Au Royaume-Uni, les perspectives d'activité devraient demeurer relativement médiocres dans un contexte de fortes tensions sur les prix et de persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Le rythme de la reprise économique est resté atone au dernier trimestre 2021, principalement en raison de la propagation rapide du variant Omicron en décembre, qui a accentué les tensions résultant des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs. Bien que le ralentissement dû au variant Omicron semble être de courte durée, les retombées de la guerre entre la Russie et l'Ukraine devraient peser sur la croissance à court terme. À plus long terme, d'autres obstacles plus structurels, en partie liés au Brexit, devraient continuer de peser sur l'activité au Royaume-Uni au cours de l'horizon de projection. L'augmentation des prix à la consommation a surpris à la hausse en janvier en raison du niveau élevé des prix des produits alimentaires et de l'augmentation des coûts des services. L'inflation totale devrait atteindre un pic proche de 7 % au deuxième trimestre 2022 – la Banque d'Angleterre prévoyant de nouvelles hausses de son taux directeur – avant de se modérer.

Dans les pays membres d'Europe centrale et orientale, les facteurs défavorables – en particulier ceux liés à la guerre en Ukraine – devraient ralentir le rythme d'expansion économique. L'activité en Europe centrale et orientale a poursuivi son expansion à un rythme soutenu au second semestre 2021 sous l'effet d'une consommation des ménages vigoureuse. Pour l'avenir, la croissance du PIB en volume devrait se modérer en raison des retombées économiques de la guerre en Ukraine, de la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, des tensions sur les prix et de la recrudescence temporaire de la COVID-19. L'activité économique devrait bien résister à moyen terme, soutenue par la reprise de la demande intérieure. Les évolutions sur les marchés de l'énergie et les dernières données indiquent la poursuite des tensions inflationnistes en 2022 et 2023, tandis qu'une normalisation vers des taux plus modérés devrait intervenir à la fin de l'horizon de projection.

En Russie, l'économie devrait entrer en récession en 2022 en raison de l'invasion de l'Ukraine et des sanctions consécutives imposées par les pays occidentaux. La dynamique de la croissance était soutenue vers fin 2021, mais les sanctions sévères et le sentiment négatif devraient réduire significativement les financements interne et externe, peser sur la consommation et l'investissement et perturber les échanges commerciaux internationaux de la Russie. La dépréciation significative du rouble a poussé la banque centrale à relever son taux directeur de 9,5 % à 20 % et à imposer des contrôles des capitaux afin de stabiliser les marchés. À plus long terme, la dépréciation du rouble et les chocs des prix à l'importation dus aux sanctions vont probablement maintenir l'inflation à un niveau élevé. L'inflation ne devrait revenir que progressivement vers la cible à moyen terme de 4 % de la

Banque de Russie. Les perspectives demeurent obscurcies par d'importants risques géopolitiques.

Au Brésil, un durcissement rapide de la politique monétaire et un environnement extérieur moins favorable devraient peser sur la croissance en 2022. La croissance économique a redémarré au dernier trimestre 2021, car les exportations nettes ont moins ralenti l'activité. Dans le même temps, la reprise de la demande intérieure est restée très modérée en raison du niveau élevé de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt, de la détérioration du sentiment de marché et de la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Le durcissement rapide de la politique monétaire et l'environnement extérieur moins favorable devraient peser sur la croissance en 2022, tandis que l'impact du variant Omicron ne devrait être que de courte durée. La croissance économique devrait connaître un léger rebond après 2022, à mesure que le sentiment de marché s'améliorera et que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténueront. Toutefois, la marge de manœuvre budgétaire limitée et les progrès insuffisants en matière de réformes structurelles continueront d'entraver les perspectives de croissance à moyen terme. Compte tenu de l'augmentation récente des prix des matières premières, la hausse des prix à la consommation ne devrait revenir à sa cible qu'en 2023.

En Turquie, l'activité économique devrait nettement se ralentir après avoir affiché une croissance soutenue en 2021, car l'incertitude politique et les déséquilibres macroéconomiques sont exacerbés par une exposition significative aux retombées de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. En 2021, l'activité économique a connu un fort rebond en Turquie sous l'effet de mesures de politique économique accommodantes, de la matérialisation d'une demande latente et d'une demande extérieure soutenue. Malgré la hausse des tensions inflationnistes et des pressions à la dépréciation, la banque centrale a procédé en décembre, pour la quatrième fois consécutive, à un abaissement de son taux directeur, à 14 %. Par conséquent, les marchés des changes et les marchés boursiers ont affiché une volatilité historiquement élevée, qui a plus tard été atténuée par des interventions notables sur les changes et par l'introduction d'un nouveau dispositif de protection des dépôts à terme libellés en livre turque. L'inflation a atteint 36,1 % en décembre 2021 et s'est établie à près de 55 % en février 2022. À plus long terme, un ralentissement de la consommation privée induit par la hausse du coût de la vie, conjugué à une diminution de l'investissement, devrait peser sur les perspectives de croissance. Les retombées économiques de la guerre entre la Russie et l'Ukraine devraient être significatives pour la Turquie, compte tenu des flux touristiques importants provenant de ces deux pays et de la dépendance de la Turquie à l'égard des importations (énergie) en provenance de Russie. Le conflit pourrait donc sérieusement peser sur la croissance et la stabilité macroéconomique, accentuant les tensions inflationnistes, restreignant les exportations et creusant le déficit du compte de transactions courantes, ce qui pourrait alors exacerber la dépréciation, déjà considérable, de la livre turque.

Le commerce mondial (hors zone euro) a affiché une croissance vigoureuse en 2021, soutenue par une forte demande de biens, malgré des perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement. Le commerce mondial s'est révélé

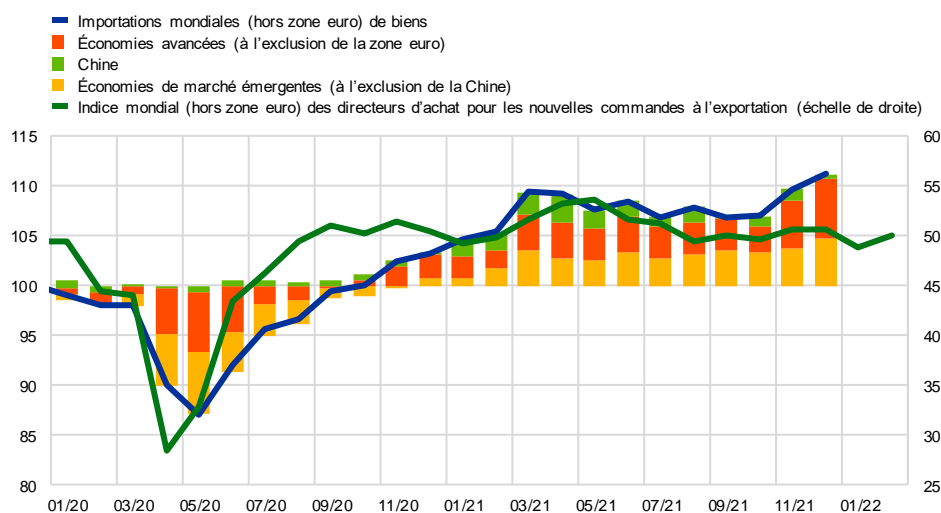
plus dynamique que prévu au second semestre 2021, soutenu par des résultats robustes dans les pays émergents d'Asie et, au quatrième trimestre, aux États-Unis. Les tensions sur les réseaux de production mondiaux ont continué de se faire sentir, en particulier dans le secteur du transport maritime, où les prix sont demeurés élevés. En revanche, la reprise de la production automobile mondiale indique une certaine atténuation des pénuries de semi-conducteurs au cours des derniers mois. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales (hors zone euro) en 2021 a été revue à la hausse de 1 point de pourcentage, à 12,1 %.

Les indicateurs à haute fréquence devenus disponibles vont dans le sens d'une croissance modérée des échanges vers la fin de l'année, même si cette évolution devrait être temporaire. Entre décembre et janvier, les échanges de services (comme le reflètent les indicateurs hebdomadaires relatifs aux réservations d'hôtel et aux nombres de vols) ont diminué avec l'intensification de la pandémie. Cette volatilité s'est révélée n'être que temporaire, les inquiétudes relatives à la gravité de l'impact du variant Omicron commençant à se dissiper. Pour le premier trimestre 2022, les données à haute fréquence indiquent une poursuite de la croissance des échanges tirée par une forte demande, en particulier d'acier et de produits technologiques, et une légère atténuation des perturbations liées aux goulets d'étranglement. Les commandes à l'exportation de Taiwan, baromètre mondial de la demande technologique au niveau mondial, ont fortement augmenté depuis mi-2021 pour atteindre des niveaux record en novembre. La production d'acier s'est fortement redressée vers la fin 2021, après une forte contraction au troisième trimestre dans un contexte de ralentissement du secteur de l'immobilier en Chine et de nouvelles vagues d'infections à la COVID-19. Cette forte reprise devrait s'être poursuivie début 2022.

Graphique 2

Importations mondiales de biens et indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation (hors zone euro)

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2022 pour les données de l'indice des directeurs d'achat et à décembre 2021 pour les importations mondiales de biens.

La croissance des importations mondiales (hors zone euro) devrait se normaliser progressivement sur l'horizon de projection. Le résultat meilleur que prévu au second semestre 2021 donne lieu à un fort acquis de croissance pour 2022, qui contrebalance largement la dynamique plus faible résultant des révisions de l'activité mondiale et des effets négatifs de la guerre entre la Russie et l'Ukraine sur les échanges commerciaux. En 2023, les importations mondiales devraient augmenter à un rythme plus modéré, reflétant l'effet du conflit en cours, un ralentissement généralisé à toutes les régions et l'hypothèse d'une normalisation progressive de la demande de biens de consommation. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales a été révisée à la hausse pour 2022 (de 0,7 point de pourcentage), en raison de l'acquis de croissance positif, et à la baisse pour 2023 et 2024 (de 0,7 point de pourcentage et 0,2 point de pourcentage, respectivement).

La demande extérieure adressée à la zone euro devrait également se ralentir progressivement sur l'horizon de projection, reflétant les retombées de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Après avoir représenté au total 9,9 % en 2021 selon les estimations, la croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro devrait se ralentir, à 4,0 % en 2022, 3,2 % en 2023 et 3,6 % en 2024. Par rapport aux importations mondiales, cet indicateur est plus durement touché par le conflit, compte tenu de la part importante des échanges de la zone euro avec la Russie et les pays d'Europe centrale et orientale, qui sont plus exposés que d'autres pays n'appartenant pas à la zone euro aux facteurs défavorables résultant du conflit. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, le taux de croissance de la demande étrangère adressée

à la zone euro est demeuré inchangé pour 2022, l'incidence de l'invasion contrebalançant intégralement l'acquis de croissance positif de 2021, et a été révisé à la baisse pour 2023 (de 1,1 point de pourcentage) et 2024 (de 0,3 point de pourcentage).

L'incertitude entourant la prévision étant très élevée, la balance des risques entourant les perspectives mondiales est jugée orientée négativement pour l'activité et positivement pour l'inflation. Même si la pandémie demeure un important risque à la baisse pesant sur les perspectives mondiales, l'invasion russe en Ukraine a sensiblement accru l'incertitude au niveau mondial et elle menace la croissance mondiale. À plus long terme, les risques baissiers extrêmes d'une nouvelle escalade du conflit pourraient être importants et compromettre la reprise mondiale tout en alimentant les tensions inflationnistes. Les entreprises pourraient répercuter aux consommateurs le renchérissement des matières premières à l'origine de la hausse des coûts de production sous la forme d'une augmentation des prix des biens finaux. Celle-ci pourrait, à son tour, entraîner des demandes d'augmentation des salaires et alimenter encore les tensions inflationnistes via des spirales salaires-prix. En outre, la guerre entre la Russie et l'Ukraine pourrait aggraver les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, provoquant en particulier des pénuries de produits de base et de matières premières essentielles, mais aussi créer des difficultés dans les secteurs de la logistique et du transport, en raison des interdictions de transport maritime et aérien qui touchent le commerce dans la région.

Évolutions des prix au niveau mondial

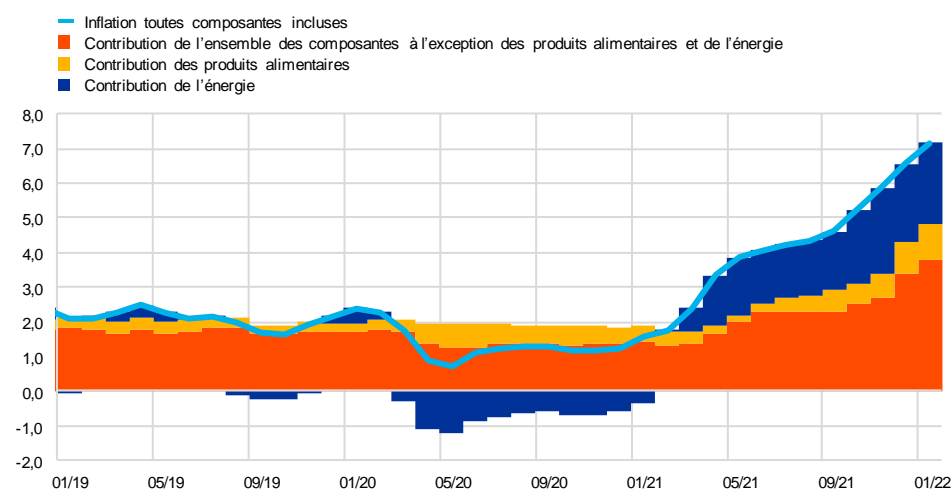
Le niveau élevé et en hausse des prix de l'énergie continue de représenter un facteur défavorable majeur pour l'économie mondiale. Les prix au comptant du pétrole ont augmenté rapidement depuis la date d'arrêt des projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème (+ 57 % depuis le 9 mars) et continuent de refléter la reprise de la demande et des limites du côté de l'offre. Du côté de la demande, les marchés du pétrole semblent refléter la vision optimiste selon laquelle le variant Omicron n'affectera pas la demande mondiale de pétrole autant qu'on ne le craignait précédemment. Plus récemment, les prix du pétrole ont été déterminés principalement par les risques pesant sur l'offre. Premièrement, l'invasion russe en Ukraine a fait naître des inquiétudes relatives aux menaces à court terme pesant sur l'offre de pétrole, la Russie représentant 10 % environ de l'offre mondiale. Deuxièmement, les pays de l'OPEP+ continuent d'accuser un déficit par rapport aux objectifs de production attendus, en particulier le Nigéria et l'Angola, en raison de la vétusté des infrastructures et de l'instabilité politique. Selon le dernier rapport de l'agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), les objectifs pour 2022 ne devraient pas non plus être atteints car certains pays ont des difficultés à remettre en service des capacités de production inutilisées. Les prix des contrats à terme sur le pétrole restent sur une pente descendante, reflétant les tensions actuelles sur le marché du pétrole et un rendement d'opportunité élevé, mais les risques haussiers extrêmes ont augmenté au fur et à mesure que les tensions entre la Russie et l'Ukraine

s'intensifiaient pour aboutir à la guerre. Les prix au comptant du gaz en Europe demeurent très volatils, reflétant les inquiétudes que la Russie puisse rationner l'approvisionnement en énergie à destination de l'Europe dans un conflit qui risque de se prolonger (à la date d'arrêt du 9 mars, ils étaient supérieurs de 62 % aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème). Les prix des matières premières non énergétiques ont également augmenté, en raison de la hausse des prix des métaux et des produits alimentaires, les prix élevés de l'énergie ayant entraîné, entre autres, une hausse des prix des métaux et des engrais. En particulier, le prix du blé a considérablement augmenté à la suite de l'invasion russe en Ukraine, les deux pays comptant parmi les principaux exportateurs mondiaux de céréales, soit au total 25 % de l'offre mondiale.

La hausse des prix à la consommation s'est fortement accélérée dans les économies avancées et les économies émergentes en 2021. Dans plusieurs économies clés, l'inflation mesurée par les prix à la consommation a surpris à la hausse en 2021 en raison de divers facteurs (les prix élevés de l'énergie, les tensions sur les réseaux de production au niveau mondial et les pénuries de main-d'œuvre, par exemple) qui se sont avérés plus persistants qu'initialement prévu. Dans les pays de l'OCDE, la hausse de l'IPC s'est accélérée pour le quatrième mois consécutif en janvier, atteignant 7,2 %, tandis que l'inflation sous-jacente s'est établie à 5,1 %. Cette évolution a représenté une hausse très prononcée par rapport à décembre (+ 0,6 point de pourcentage et + 0,5 point de pourcentage, respectivement), due en grande partie à des évolutions exceptionnelles des prix en Turquie, où l'inflation totale a atteint 48,7 % en janvier. Si l'on exclut la Turquie, la hausse de l'inflation totale a été plus modérée (passant de 5,5 % en décembre à 5,8 %), mais reste importante et généralisée à l'ensemble des pays. Tandis que la hausse des prix dans les EME a porté l'inflation à des niveaux globalement conformes aux observations historiques, l'inflation dans les économies avancées a atteint des sommets pluriannuels.

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 des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

Les tensions inflationnistes chez les principaux partenaires commerciaux de la zone euro devraient persister en 2022, mais avec une intensité décroissante dans certains cas, ce qui implique la poursuite d'une croissance soutenue des prix à l'exportation des concurrents de la zone. Les prix à la production ont

considérablement augmenté au niveau mondial, soutenus par la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières, en particulier des produits alimentaires, sur fond d'inadéquations persistantes entre l'offre et la demande, ce qui a également été favorisé par les mesures de relance adoptées précédemment. Ainsi, le rythme annuel de hausse des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devrait être beaucoup plus soutenu que précédemment anticipé en 2022, avant de se ralentir pour retrouver un rythme plus modéré sur le reste de l'horizon de projection.

2 Évolutions financières

Au cours de la période sous revue (du 16 décembre 2021 au 9 mars 2022), les marchés financiers de la zone euro ont été principalement influencés, avant le 24 février 2022, par des modifications des perspectives d'inflation et par la montée de l'incertitude géopolitique entourant une possible intervention militaire de la Russie en Ukraine et, après le 24 février 2022, par l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie. Reflétant des anticipations croissantes d'une normalisation de la politique monétaire dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation à court terme, la partie courte de la courbe à terme de l'€STR (taux à court terme de l'euro) s'est nettement déplacée vers le haut, une situation qui s'est poursuivie jusqu'à fin février. Par la suite, les taux à terme ont reculé dans une certaine mesure, les marchés ajustant leurs perspectives en matière de politique monétaire face à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. En phase avec les taux à court terme, les taux des swaps au jour le jour (OIS) à long terme sans risque ont fortement augmenté dans un premier temps, avant d'enregistrer des évolutions inverses vers la fin de la période sous revue. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations souveraines sont demeurés globalement inchangés. Le regain d'incertitude géopolitique observé depuis fin février a provoqué une forte volatilité sur l'ensemble des marchés, les actions enregistrant des pertes notables au niveau mondial. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont creusés au cours de la période sous revue, tendance qui s'est accélérée après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'euro s'est déprécié vis-à-vis de la plupart des grandes devises.

Le taux de référence €STR s'est établi en moyenne à – 58 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a augmenté d'approximativement 105 milliards d'euros pour s'établir à 4 483 milliards, reflétant principalement un accroissement de 140 milliards environ³ de la détention de titres à des fins de politique monétaire dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie et du programme d'achats d'actifs, ainsi que le tirage de 51,97 milliards lors de la dixième opération menée dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) le 22 décembre 2021. La croissance des actifs liés à la politique monétaire a été nettement contrebalancée par les remboursements anticipés associés à de précédentes opérations TLTRO III, qui ont représenté 60,21 milliards d'euros de fonds empruntés.

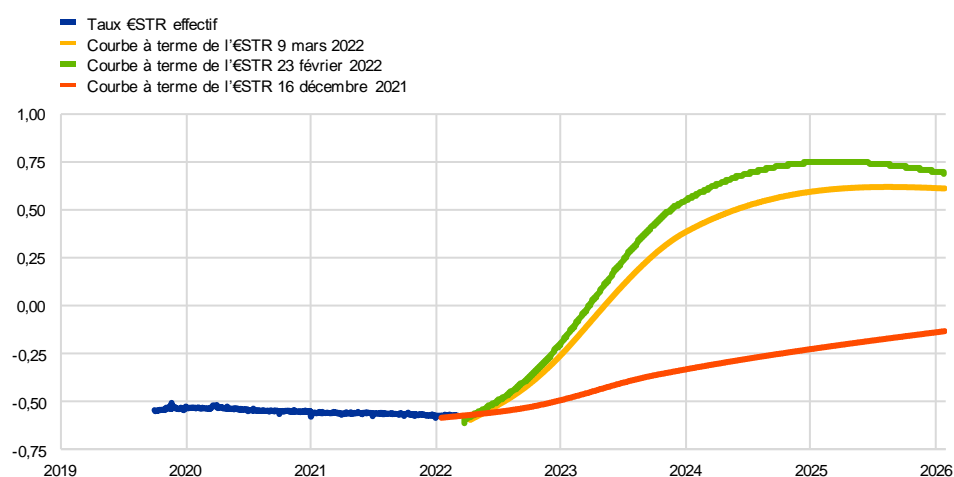
À l'issue de la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, la partie courte de la courbe des taux à terme de l'€STR a enregistré un net déplacement vers le haut, qui s'est accéléré à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de février, ce qui suggère une réévaluation significative des anticipations de hausse des taux par les intervenants de marché, tandis que la courbe s'est légèrement aplatie après l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022 (graphique 4). La partie courte de la courbe des taux à terme de l'€STR s'est déplacée vers le haut durant la première partie de la période sous

³ De la semaine s'achevant le 17 décembre 2021 à la semaine s'achevant le 4 mars 2022.

revue, jusqu'à fin février, dans un environnement caractérisé par des surprises à la hausse de l'inflation totale et une hausse des anticipations d'inflation à court terme. La pentification de la courbe a été particulièrement marquée au regard des anticipations plus fortes d'une normalisation de la politique monétaire suscitées par la réunion de février du Conseil des gouverneurs. Plus tard dans la période sous revue, en réponse à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le déplacement vers le haut de la courbe des taux à terme de l'€STR s'est inversé dans une certaine mesure, compte tenu de l'incertitude accrue entourant les retombées économiques de la guerre toujours en cours. Dans l'ensemble, l'évolution attendue des taux et le calendrier de relèvement sont entourés d'une forte incertitude, ce que reflète la volatilité élevée sur les marchés monétaires.

Graphique 4 Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

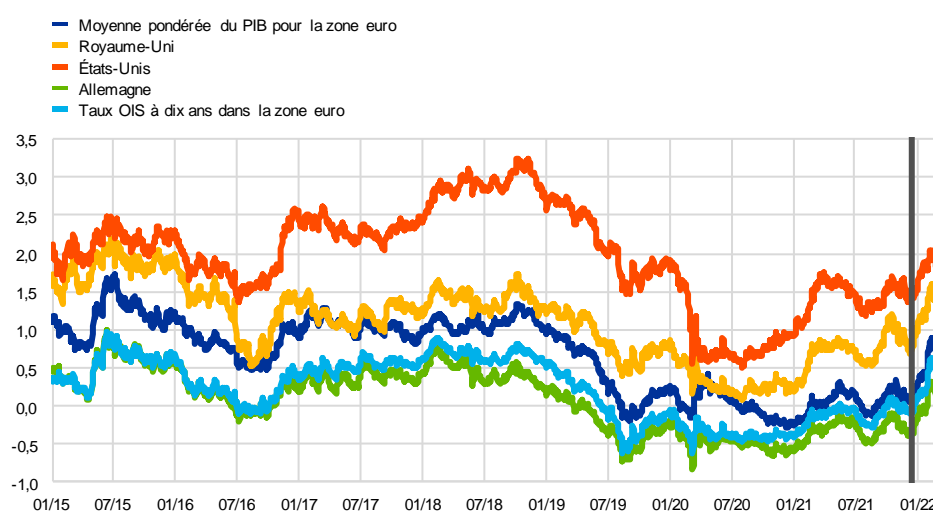
Les rendements moyens des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont augmenté en phase avec les taux sans risque, atteignant des niveaux nettement supérieurs à ceux observés au début de la période sous revue, en dépit d'un recul temporaire après l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022, les profils étant parfois divergents selon les pays de la zone euro (graphique 5). Entre mi-décembre et mi-février, les rendements des obligations souveraines ont augmenté en ligne avec la tendance haussière prononcée des taux sans risque à long terme, ce qui s'est également traduit par une pentification de la courbe des rendements souverains, reflétant une hausse de la compensation de l'inflation dans un contexte de dissipation des inquiétudes relatives au variant Omicron du coronavirus (COVID-19) et de renforcement des anticipations relatives à une normalisation de la politique monétaire. Toutefois, les rendements des obligations souveraines ont ensuite diminué dans le sillage de l'invasion russe de l'Ukraine, les taux réels s'inscrivant en baisse, avec quelques mouvements mineurs de report vers les valeurs sûres mais, globalement, un recul généralisé dans la zone euro, dans un contexte d'anticipations d'une normalisation plus lente de la politique monétaire, compte tenu des incertitudes économiques à venir. Au

cours de la période sous revue, le rendement moyen pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro et le taux OIS sans risque à dix ans basé sur l'€STR ont augmenté d'approximativement 70 points de base pour ressortir, respectivement, à 0,74 % et 0,64 %. Des évolutions comparables ont été observées aux États-Unis, où le rendement des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 50 points de base environ pour s'établir à 1,95 % à la fin de la période sous revue.

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans et taux OIS à dix ans basé sur l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 décembre 2021). La dernière observation se rapporte au 9 mars 2022.

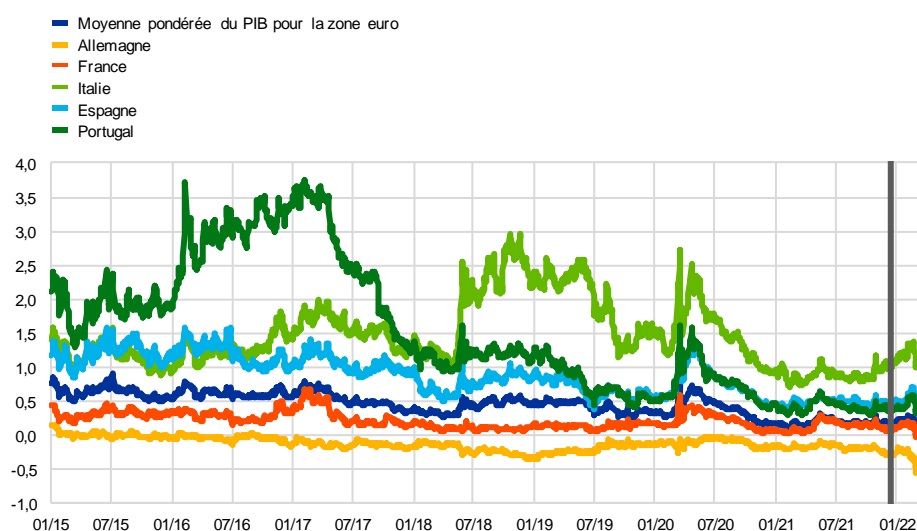
Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro par rapport aux taux OIS basés sur l'€STR se sont accrus dans certaines juridictions, notamment à l'issue de la réunion de février du Conseil des gouverneurs, avant de se resserrer de nouveau en raison de l'intensification de la guerre en Ukraine (graphique 6). Au moment de la réunion de février du Conseil des gouverneurs, plusieurs marchés d'obligations souveraines, qui anticipaient une éventuelle normalisation de la politique monétaire dans un contexte de préoccupations relatives à la hausse de l'inflation, ont enregistré des hausses des écarts de rendement (par exemple 19 points de base en Italie, 12 points de base au Portugal et 11 points de base en Espagne entre le 2 et le 4 février 2022). Toutefois, l'escalade observée plus récemment dans le conflit entre la Russie et l'Ukraine a largement inversé cette tendance haussière, les anticipations de hausse des taux d'intérêt s'inscrivant en baisse. À la fin de la période sous revue, l'écart de rendement moyen pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est établi 7 points de base au-dessous de son niveau de décembre. Cette évolution a été influencée par la baisse des écarts de rendement des obligations souveraines à long terme en Allemagne, qui ont été encore plus négatifs, de près de 20 points de base, durant la deuxième partie de la période sous revue, ce qui

pourrait s'expliquer par un report vers les pays considérés comme refuge sur fond de tensions géopolitiques.

Graphique 6

Écart de rendement des obligations souveraines à dix ans de la zone euro vis-à-vis du taux OIS à dix ans basé sur l'€STR

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

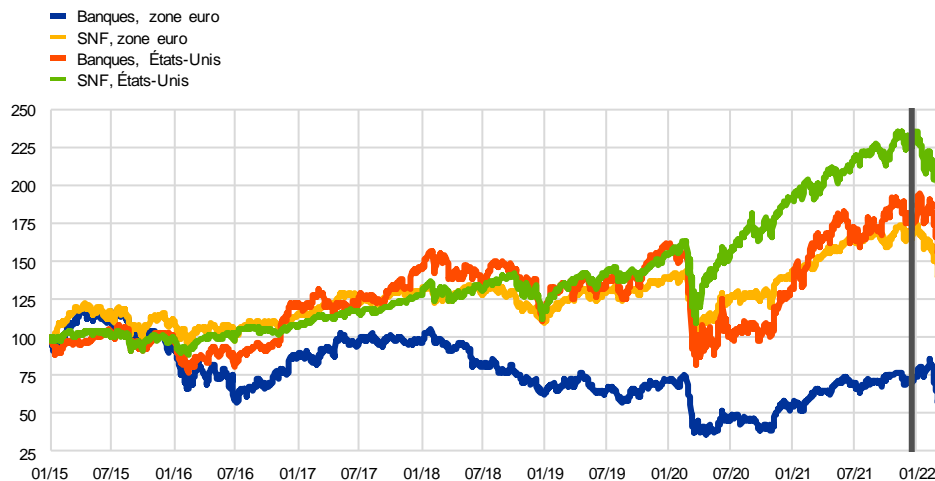
Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS (basé sur l'€STR) à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 décembre 2021). La dernière observation se rapporte au 9 mars 2022.

Après une première hausse à des niveaux record, les marchés boursiers mondiaux ont procédé à des liquidations massives, initialement en réaction à l'augmentation des taux sans risque et ensuite plus fortement, en raison de la montée de l'incertitude géopolitique (graphique 7). Tandis qu'au début de la période sous revue, les anticipations d'une croissance robuste des bénéfices ont globalement soutenu les marchés boursiers, les cours des actions ont diminué par la suite dans la zone euro et aux États-Unis en réaction à la hausse des taux d'actualisation sans risque. Fin février, la concrétisation des tensions entre la Russie et l'Ukraine et les sanctions financières imposées par la suite à la Russie par les pays occidentaux ont exercé de nouvelles pressions à la baisse sur les cours des actions et ont entraîné une forte volatilité sur les marchés de part et d'autre de l'Atlantique. Plus précisément, sur l'ensemble de la période sous revue, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) ont diminué de 12 % dans la zone euro et de 9 % aux États-Unis, tandis que les cours des actions bancaires dans la zone euro et aux États-Unis enregistraient une baisse de 10 % et de 8 %, respectivement. Les moins bonnes performances des marchés boursiers dans la zone euro par rapport aux États-Unis reflètent l'exposition relativement plus importante de l'Europe aux retombées économiques et financières du conflit et des sanctions prises en conséquence.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2018 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

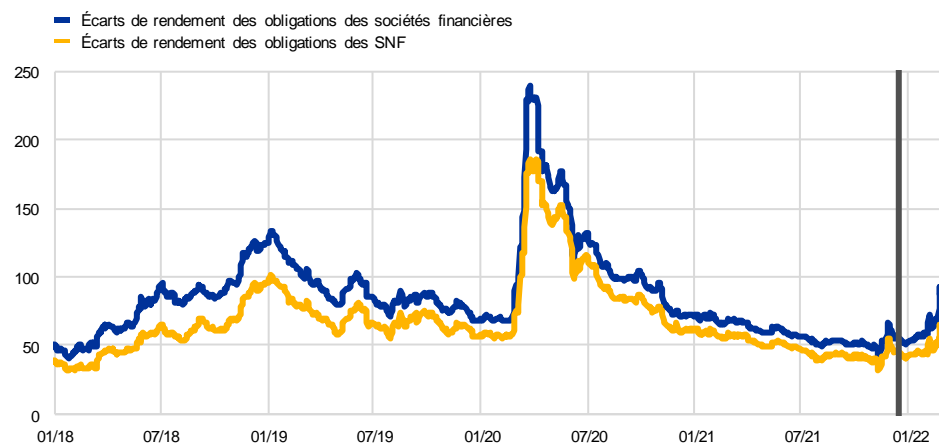
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 décembre 2021). La dernière observation se rapporte au 9 mars 2022.

Reflétant les évolutions des cours des actions, les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont creusés au cours de la période sous revue, en particulier après l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique 8). Au début de la période sous revue, l'écart de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et l'écart de rendement des obligations du secteur financier (par rapport au taux sans risque) ont commencé à s'accroître légèrement sous l'effet de l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire, avant d'augmenter de manière plus significative en réaction aux tensions élevées entre la Russie et l'Ukraine qui se sont manifestées fin février.

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 les obligations les mieux notées d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an). La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 décembre 2021). La dernière observation se rapporte au 9 mars 2022.

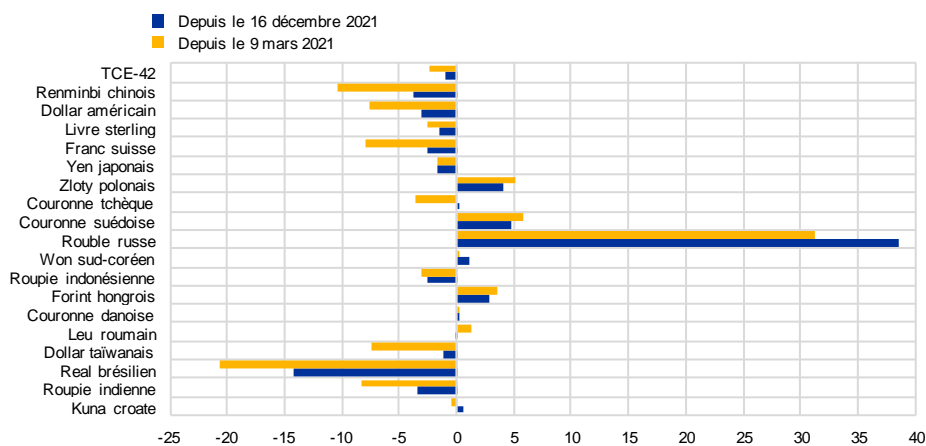
Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 9).

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 affaibli de 1,0 %. S'agissant des variations des taux de change bilatéraux, l'euro a continué de se déprécier vis-à-vis du dollar (- 3,0 %), reflétant un nouveau creusement du différentiel de taux d'intérêt à court terme entre la zone euro et les États-Unis. Ce creusement résulte du rebond plus rapide de l'activité économique et d'une inflation plus forte aux États-Unis, ce qui a affecté la trajectoire attendue de la politique monétaire américaine. L'euro s'est déprécié également vis-à-vis d'autres grandes devises, notamment du franc suisse (- 2,5 %), du yen japonais (- 1,6 %) et de la livre sterling (- 1,5 %). En outre, il s'est déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des grandes économies émergentes, y compris du renminbi chinois (- 3,8 %). Dans le même temps, l'euro s'est nettement apprécié vis-à-vis du rouble russe, le rouble ayant chuté de plus de 30 % en un seul jour après l'imposition de sanctions économiques et financières sans précédent contre la Fédération de Russie, en réponse à son invasion de l'Ukraine en violation du droit international. Étant donné la nature de l'activité de négociation sur le marché du rouble, la BCE a suspendu la publication d'un taux de référence en euro pour le rouble russe à compter du 1^{er} mars 2022. Sur la période de référence, l'euro s'est globalement apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 mars 2022, à l'exception du rouble russe pour lequel l'évolution est calculée en utilisant le taux de change enregistré le 1^{er} mars 2022, la publication d'un taux de référence en euro pour le rouble russe ayant été suspendue.

3 Activité économique

En 2021, le PIB en volume de la zone euro a enregistré une croissance de 5,3 %, dépassant légèrement son niveau d'avant la pandémie à la fin de l'année. Au dernier trimestre 2021, le rythme de progression s'est modéré, en raison de l'atonie de la consommation privée qui s'est contractée de 0,6 % du fait de l'augmentation du nombre d'infections au coronavirus (COVID-19), conjuguée à la hausse des prix de l'énergie qui a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages. Les exportations nettes ont également apporté une contribution négative à la croissance au quatrième trimestre. En revanche, l'investissement et la consommation du secteur public ont contribué positivement à la croissance économique. S'agissant de la production, le redressement en cours de la production industrielle indique toujours la présence d'importants goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui se résorbent toutefois progressivement. Dans l'ensemble, les données disponibles, les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence font état d'une atonie persistante de l'économie au premier trimestre 2022, en raison d'acquis de croissance négatifs liés à la faiblesse de l'activité fin 2021, de perturbations durables des chaînes d'approvisionnement, du niveau élevé des prix de l'énergie et des répercussions de la guerre en Ukraine.

La croissance devrait se redresser courant 2022 à mesure qu'un certain nombre de facteurs défavorables commencent à s'atténuer. L'amélioration attendue se fonde sur l'atténuation de l'impact économique de la pandémie de COVID-19, la persistance de conditions de financement favorables et l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Toutefois, selon les estimations, la guerre en Ukraine pourrait avoir réduit les intentions de dépenses à court terme, principalement via son impact sur les coûts de l'énergie et sur la confiance, donnant lieu à des anticipations de croissance plus faible de l'activité au deuxième trimestre.

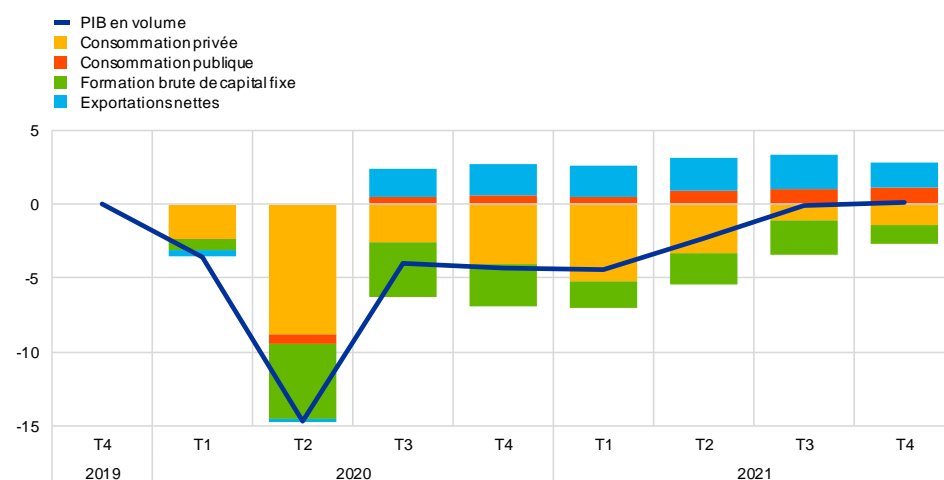
Cette évaluation se reflète largement dans le scénario de référence des projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 3,7 % en 2022, 2,8 % en 2023 et 1,6 % en 2024. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives concernant l'activité économique ont été révisées à la baisse, de 0,5 point de pourcentage pour 2022 et 0,1 point de pourcentage pour 2023, et demeurent inchangées pour 2024. Les révisions pour 2022 reflètent largement l'impact de la crise en Ukraine sur les prix de l'énergie, sur la confiance et sur les échanges commerciaux. Les risques pesant sur les perspectives économiques se sont nettement accrus avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie et sont désormais orientés à la baisse. Même si les risques liés à la pandémie ont diminué, la guerre en Ukraine pourrait avoir une incidence plus marquée qu'anticipé sur le climat économique et aggraver encore les contraintes d'offre. Avant le déclenchement de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, l'économie de la zone euro affichait une reprise soutenue, la croissance ayant atteint son niveau d'avant-crise malgré des facteurs défavorables liés à la pandémie, aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et aux niveaux élevés des prix de l'énergie. Si les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE prévoient une expansion de l'activité économique à un rythme soutenu sur l'horizon de projection à moyen terme, la guerre entre la

Russie et l'Ukraine aura un impact significatif sur l'activité. Dans des scénarios alternatifs prenant en compte l'impact économique de la guerre, la croissance pourrait être nettement freinée par une augmentation plus rapide des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que par une détérioration plus importante des échanges commerciaux et du climat économique.

Après deux trimestres d'expansion dynamique, la croissance du PIB en volume a diminué au quatrième trimestre 2021. La faible croissance de 0,3 % enregistrée au quatrième trimestre résulte principalement de l'atonie de la consommation privée et des exportations nettes, tandis que l'investissement et la consommation du secteur public, ainsi que les variations des stocks, ont contribué positivement à la croissance (graphique 10). Fin 2021, la production avait légèrement dépassé son niveau d'avant la pandémie, affichant une croissance de 5,3 % pour l'ensemble de l'année. S'agissant de la production, les évolutions au quatrième trimestre 2021 ont varié d'un secteur à l'autre. Tandis que la valeur ajoutée dans le secteur des services a diminué après l'adoption de nouvelles mesures d'endiguement face à la recrudescence de la COVID-19 (graphique 11, partie gauche), la production dans le secteur industriel (hors construction) a continué de croître, ce qui indique une dynamique positive au dernier trimestre 2021.

Graphique 10
PIB en volume de la zone euro et composantes

(variations en pourcentage depuis le quatrième trimestre 2019 ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

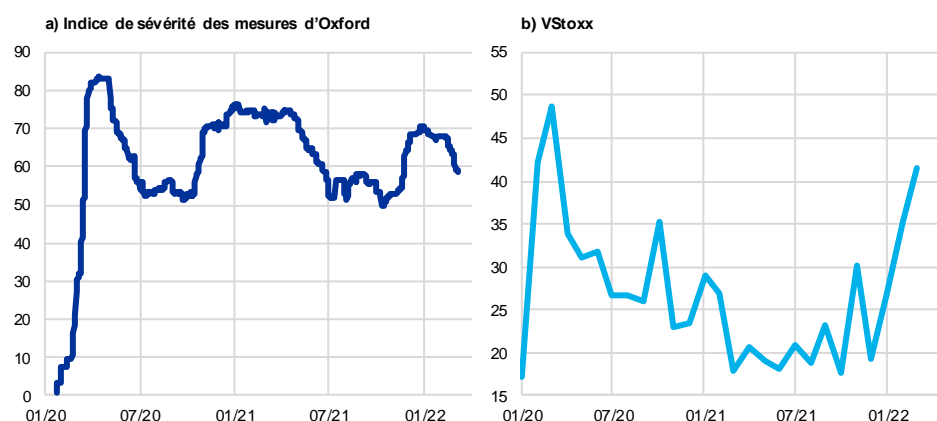
La croissance du PIB de la zone euro devrait rester modérée au premier trimestre 2022, en raison d'acquis de croissance négatifs liés à la faiblesse de l'activité fin 2021, du niveau élevé des prix de l'énergie et des répercussions de la guerre en Ukraine. Même si une normalisation des taux de croissance était attendue après l'apparition de signes indiquant une atténuation progressive des goulots de production (encadré 1) et le recul de la vague Omicron, le ralentissement actuel devrait avoir été amplifié par les effets conjugués des fortes hausses des prix de l'énergie et du niveau élevé d'incertitude dans le contexte de la guerre en Ukraine (graphique 11, partie droite). Les données disponibles pour les premiers mois de

2022 vont également dans le sens d'un taux de croissance modéré à court terme. Dans un contexte d'incertitude durable concernant la pandémie et de tensions inflationnistes élevées, la campagne de février de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs a indiqué que, dans l'ensemble, la confiance des consommateurs et les anticipations des ménages concernant leur situation financière future se sont encore détériorées.

Graphique 11

Indice de sévérité d'Oxford et mesure de l'incertitude dans la zone euro

(indice)



Sources : Bloomberg, Oxford University et calculs des services de la BCE.

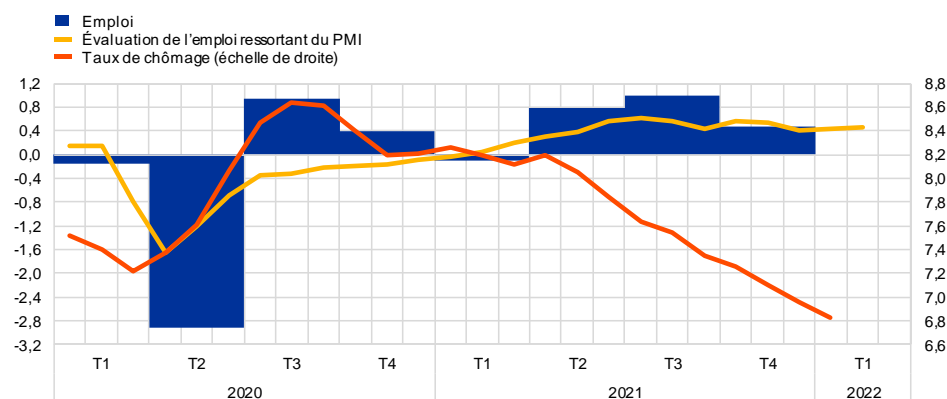
Notes : L'indice d'Oxford relatif à la sévérité des mesures liées à la COVID-19 est une mesure composite basée sur neuf indicateurs de la réaction des pouvoirs publics, incluant les fermetures d'écoles, les fermetures d'entreprises et les interdictions de déplacement, recalculée pour obtenir une valeur comprise entre 0 et 100 (100 = la plus sévère). L'indice VStoxx mesure la volatilité de l'indice EuroStoxx 50. Les dernières observations se rapportent au 9 mars 2022.

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est encore améliorée au quatrième trimestre 2021. L'emploi a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2021 (graphique 12), dépassant son niveau d'avant la pandémie. Le renforcement de la demande de main-d'œuvre s'est également traduit par une nouvelle hausse du taux agrégé de vacance d'emploi, qui a atteint un nouveau point haut de 2,7 % au quatrième trimestre 2021. De plus, cette hausse s'est davantage généralisée à l'ensemble des secteurs. La taille de la population active et le taux d'activité se sont rapprochés de leurs niveaux d'avant la pandémie au quatrième et troisième trimestres 2021, respectivement. Après s'être établi à 7,1 % en moyenne au dernier trimestre 2021, le taux de chômage a continué de diminuer pour se situer à 6,8 % en janvier 2022. Cependant, les dispositifs de maintien de l'emploi ont continué d'apporter un soutien substantiel : le pourcentage de la population active concernée par ces dispositifs a affiché une légère hausse, à 1,5 % en janvier, lorsque de nouvelles mesures d'endiguement ont été imposées.

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 (PMI) relatif à l'emploi et le taux de chômage sont présentés selon une périodicité mensuelle, tandis que 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 quatrième trimestre 2021 pour l'emploi, à février 2022 pour le PMI et à janvier 2022 pour le taux de chômage.

Les données d'enquêtes indiquent la poursuite d'une croissance soutenue de l'emploi au cours des premiers mois de 2022.

Malgré une intensification de la pandémie au cours des premières semaines de l'année et des difficultés à pourvoir les postes vacants, l'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi, qui recouvre l'industrie et les services, est ressorti à 54,5 en février, niveau globalement inchangé par rapport à janvier et bien supérieur au seuil de 50 qui indique une croissance de l'emploi. En revanche, les pressions à la baisse sur le nombre moyen d'heures travaillées résultent probablement en partie des absences liées au variant Omicron, même si ce phénomène a peut-être été atténué par une augmentation des heures travaillées par leurs collègues.

La consommation privée s'est contractée fin 2021 et devrait rester faible au premier trimestre 2022.

Elle a diminué de 0,6 % en rythme trimestriel fin 2021 dans un contexte de recrudescence de la COVID-19 et de durcissement des restrictions dans les secteurs à forte intensité de contact. Fin 2021, la consommation privée s'est établie 2,5 % au-dessous de son niveau d'avant la pandémie. Les données disponibles ne semblent pas indiquer que cet écart se resserrera au premier trimestre 2022. En janvier 2022, les ventes au détail ont enregistré une légère augmentation mensuelle de 0,2 %, après s'être contractées de 3 % en rythme mensuel en décembre, mois où les nouvelles immatriculations de voiture ont également diminué (de 5,4 %). La confiance des consommateurs a continué de diminuer en février, reflétant apparemment toujours l'incertitude durable concernant la pandémie ainsi que les tensions inflationnistes élevées. Globalement, les répercussions négatives liées à la pandémie sur les services à forte intensité de contact, exacerbées par la hausse des prix de l'énergie pesant fortement sur le pouvoir d'achat des ménages, impliquent que la dynamique de consommation sera modérée au premier trimestre 2022. De ce fait, la consommation privée devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique, soutenue par la

poursuite de la normalisation du comportement d'épargne et le fait que les ménages utilisent le surplus d'épargne qu'ils ont accumulée pendant la pandémie. Malgré l'accroissement des motifs de précaution pour épargner lié à la guerre en Ukraine, le niveau élevé du stock d'épargne devrait amortir, dans une certaine mesure, le choc sur les prix de l'énergie.

L'investissement des entreprises (hors construction) a fortement augmenté au quatrième trimestre 2021, car les goulots de production ont montré des signes d'atténuation et la demande de biens d'équipement est restée soutenue.

L'investissement hors construction dans la zone euro a augmenté de 6,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre, affichant un rebond après une baisse au troisième trimestre tout en demeurant inférieur d'environ 13 % à son niveau d'avant la pandémie. Dans les principaux pays de la zone euro, l'investissement hors construction a fortement augmenté en Espagne et aux Pays-Bas, de près de 7 % en rythme trimestriel, et s'est accru de 1 % environ en Allemagne et en France et de presque 2 % en Italie. S'agissant des composantes de l'investissement hors construction, l'investissement en droits de propriété intellectuelle a crû de 13 %, tandis que l'investissement dans le matériel de transport a également connu un net rebond dans toute la zone euro – certains pays ayant enregistré une croissance à deux chiffres – après s'être contracté pendant trois trimestres. Une légère amélioration de certains indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux délais de livraison et à la constitution de stocks pourrait laisser entrevoir les premiers signes d'une atténuation progressive des goulots d'étranglement au niveau de l'offre. Pour l'avenir, l'augmentation de la confiance des entreprises en février ainsi qu'une évaluation plus optimiste des carnets de commande par les producteurs de biens d'équipement indiquaient des conditions positives pour l'investissement des entreprises au premier semestre 2022 avant que n'éclate la guerre en Ukraine. En outre, la forte croissance du chiffre d'affaires des entreprises et le niveau élevé d'épargne des entreprises pourraient soutenir l'investissement lorsque les goulots d'étranglement existants s'atténueront (encadré 4). Cependant, la guerre en Ukraine ainsi que les restrictions et l'incertitude qu'elle engendre devraient peser sur l'investissement des entreprises de la zone euro, en particulier à court terme. De plus, les augmentations des prix de l'énergie pourraient fortement affecter la production de biens d'équipement à forte intensité énergétique.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est redressé au quatrième trimestre 2021 et devrait continuer de croître à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,7 % au quatrième trimestre 2021, après avoir diminué de 1,4 % en rythme trimestriel au troisième trimestre. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction a nettement augmenté, en moyenne, lors des deux premiers mois de 2022, se situant bien au-dessus de sa moyenne de long terme. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'activité dans la construction résidentielle a également affiché une hausse significative, poursuivant sa progression en territoire expansionniste. S'agissant des ménages, les données d'enquêtes de la Commission européenne font état d'une demande vigoureuse, les intentions de rénovation à court terme des consommateurs demeurant à un niveau très élevé au premier trimestre 2022, malgré une légère baisse, tandis que leurs intentions d'acheter ou de

faire construire un logement dans les deux prochaines années ont continué d'augmenter. Les évolutions favorables de la demande se reflètent également du côté des entreprises, avec l'amélioration des évaluations du niveau des carnets de commande et une nouvelle légère diminution des contraintes perçues sur l'activité dans la construction résultant de l'insuffisance de la demande. Dans le même temps, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre restent très importants, les entreprises ne faisant état que d'une légère diminution des pénuries de matériaux et de main-d'œuvre par rapport aux niveaux très élevés atteints précédemment, dans un contexte d'allongement des délais de livraison des fournisseurs et d'augmentation des prix des intrants en février. En outre, le déclenchement récent de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et les incertitudes qui en résultent constituent de nouveaux risques pour les perspectives à court terme.

Les exportations de biens ont modérément augmenté au quatrième trimestre 2021, tandis que les exportations de services ont été freinées par le variant Omicron. Les exportations de biens et de services hors zone euro se sont accrues de 2,9 % au quatrième trimestre. Une ventilation des exportations de biens suggère que la dynamique résulte des exportations vers les États-Unis, tandis que les exportations vers le Royaume-Uni sont restées stables et que celles vers la Chine ont diminué. Les importations de biens et de services en provenance de pays hors zone euro se sont accrues de 4,6 % au quatrième trimestre. Après une baisse au cours du trimestre précédent, la hausse des importations de biens reflète la demande latente du secteur industriel. Les importations ont enregistré des augmentations particulièrement prononcées en valeur en raison de la forte hausse des prix de l'énergie au niveau mondial. Les indicateurs prospectifs laissent entrevoir les premiers signes d'une atténuation des goulets d'étranglement au niveau de la chaîne d'approvisionnement, mais cette amélioration pourrait être contrebalancée par des perturbations dans les échanges commerciaux résultant de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. En ce qui concerne les services, après un ralentissement de l'activité dans le secteur des voyages en raison de la nouvelle vague de coronavirus, les indicateurs prospectifs suggèrent une amélioration dans la période à venir pour les exportations de services en matière de voyages à mesure que les restrictions liées à la pandémie sont levées. Le déclenchement récent de la guerre entre la Russie et l'Ukraine ajoute toutefois une couche supplémentaire d'incertitude concernant les perspectives pour le commerce international.

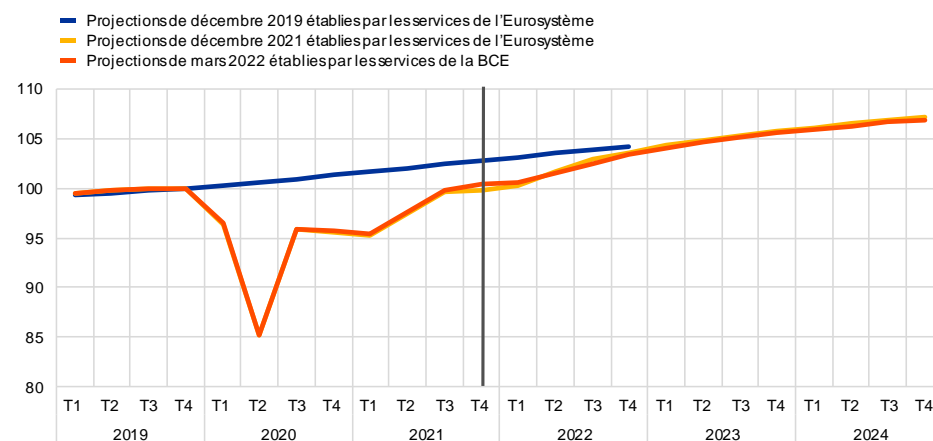
Dans un contexte d'incertitude élevée, l'activité dans la zone euro devrait se redresser courant 2022. Les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 3,7 % en 2022, 2,8 % en 2023 et 1,6 % en 2024 (graphique 13). Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, le profil de croissance a été révisé à la baisse pour 2022 et demeure globalement inchangé pour 2023 et 2024. Les révisions à la baisse des perspectives à court terme reflètent largement le choc plus prononcé que prévu sur les prix de l'énergie – bien que celui-ci soit partiellement amorti par le niveau élevé d'épargne accumulée pendant la pandémie – ainsi que les chocs de confiance négatifs entraînés par la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Malgré des facteurs défavorables, l'expansion continue d'être soutenue à moyen terme par un nouveau

renforcement de la demande intérieure conjugué à une amélioration sur le marché du travail et à un renforcement de la croissance mondiale, ainsi qu'aux mesures de soutien public en cours. De plus, les progrès dans la mise en œuvre des fonds au titre du programme *Next Generation EU* constituent un facteur supplémentaire qui devrait soutenir la reprise ⁴.

Graphique 13

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(indice, quatrième trimestre 2019 = 100, 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, mars 2022](#) », publié le 10 mars 2022 sur le site internet de la BCE.

Note : La ligne verticale indique le début des projections de mars 2022 et suit la dernière observation pour le PIB en volume de la zone euro, qui se rapporte au quatrième trimestre 2021.

Les risques pesant sur les perspectives économiques se sont nettement accrus avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie et sont désormais orientés à la baisse. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine pourrait avoir une incidence plus marquée qu'anticipé sur le climat économique et accentuer encore les contraintes du côté de l'offre. Le niveau durablement élevé des coûts de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande davantage que prévu et freiner la consommation et l'investissement.

⁴ Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2022](#) » publié le 10 mars 2022 sur le site internet de la BCE.

4 Prix et coûts

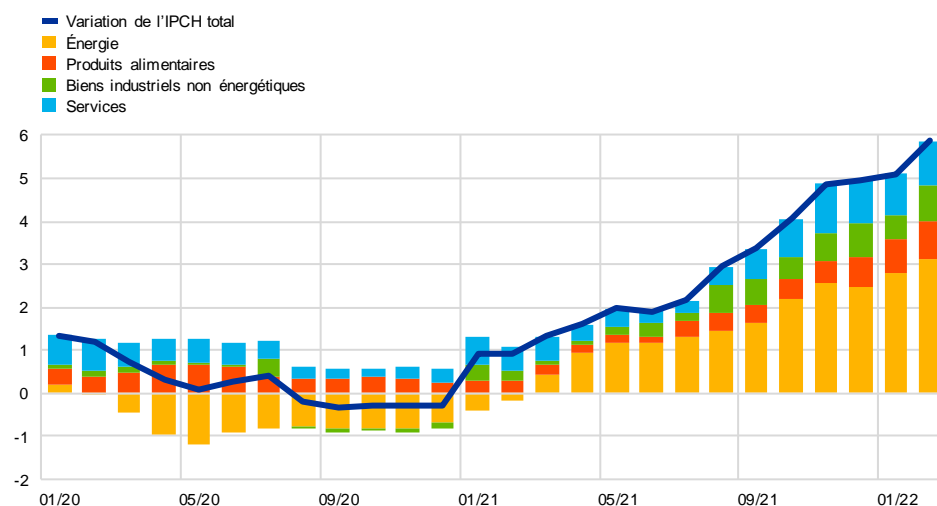
Dans la zone euro, l'inflation mesurée par l'IPCH a atteint 5,8 % en février 2022, après 5,1 % en janvier, et devrait rester élevée à court terme. Les prix de l'énergie demeurent la principale raison de ce niveau élevé d'inflation. Ils ont été à l'origine directe de plus de la moitié de l'inflation totale en février et tirent les prix vers le haut dans de nombreux autres secteurs également. Les prix des produits alimentaires ont eux aussi augmenté, du fait de facteurs saisonniers, des coûts de transport élevés et du renchérissement des engrais. À plus long terme, il faut s'attendre à de nouvelles tensions sur les prix de certains produits alimentaires et matières premières en raison de la guerre en Ukraine. Les hausses de prix sont désormais plus généralisées, un nombre important de biens et de services s'étant nettement renchérissés. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté ces derniers mois, même s'il n'est pas certain que la hausse de ces indicateurs persistera, compte tenu du rôle joué par les facteurs temporaires liés à la pandémie et des effets indirects du renchérissement de l'énergie. Les indicateurs tirés d'instruments de marché font état d'un ralentissement de la dynamique des prix de l'énergie au cours de 2022. Les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre devraient également s'atténuer. Les mesures de l'inflation à long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, se sont établies autour de 2 %. La guerre en Ukraine représente un risque à la hausse significatif pour les perspectives d'inflation à moyen terme, en particulier pour les prix de l'énergie.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH a continué de s'accroître en février 2022, pour s'établir à 5,8 % (graphique 14). Cette évolution représente un nouveau point haut historique, après un taux de 5,1 % en janvier et 5,0 % en décembre, mais ne reflète encore qu'en partie l'impact de la guerre en Ukraine. L'ensemble des principales composantes (énergie, produits alimentaires, services et biens industriels non énergétiques) a contribué à la hausse de l'inflation totale. La variation de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (IPCHX) s'est établie à 2,7 % en février, en légère hausse après une modération temporaire en janvier (où elle s'était établie à 2,3 %). Cette augmentation reflète la dynamique des prix des services et des biens industriels non énergétiques.

Graphique 14

Inflation totale et ses principales composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2022.

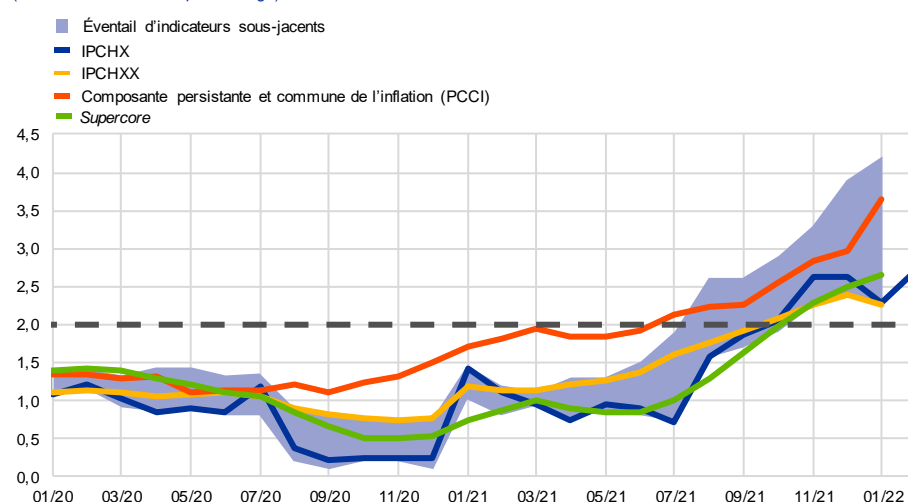
Les prix de l'énergie ont continué de dominer dans la dynamique de l'inflation mesurée par l'IPCH, le renchérissement de l'énergie atteignant un nouveau point haut historique à 31,7 % en février, après 28,8 % en janvier. D'après les données, le pic de janvier reflète principalement une hausse des tarifs de l'électricité et du gaz, les prix étant réajustés en début d'année dans de nombreux pays. Le gaz et l'électricité représentent également un pourcentage important de la récente hétérogénéité de la hausse des prix de l'énergie, des contributions fortes et durables ayant été apportées par ces deux composantes dans des pays tels que l'Italie et les Pays-Bas, et par l'électricité en Espagne. L'énergie étant un intrant de la production et de la distribution, les hausses des coûts de l'énergie ont probablement aussi contribué au renchérissement d'autres composantes de l'IPCH, notamment les produits alimentaires et les produits industriels non énergétiques (4,1 % et 3,0 %, respectivement, en février).

Les mesures de l'inflation sous-jacente ont poursuivi le mouvement haussier récemment engagé, qui reflète cependant probablement dans une certaine mesure les effets indirects de la dynamique des prix de l'énergie et des facteurs liés à la pandémie. Les mesures de l'inflation qui cherchent à supprimer l'impact des facteurs temporaires ont eu tendance à s'inscrire en légère hausse ces derniers mois (graphique 15). Par exemple, la hausse de l'IPCHX est ressortie à 2,7 % en février après 2,3 % en janvier. Les données relatives aux autres mesures de l'inflation sous-jacente ne sont disponibles que jusqu'en janvier. Au cours de ce mois, l'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui, outre l'énergie et les produits alimentaires, exclut les postes liés aux voyages, l'habillement et la chaussure) s'est modérée à 2,3 %, contre 2,4 % en décembre. En parallèle, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) fondée sur un modèle est ressortie à 3,6 %, après 3,0 % en décembre (tandis que la PCCI hors énergie s'est établie à 2,3 %, après 2,1 % en décembre) et l'indicateur *Supercore*, qui intègre des

composantes de l'IPCH sensibles au cycle, s'est inscrit en légère hausse, à 2,6 % après 2,5 % en décembre. Si tous les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente se situent désormais au-dessus de 2 %, il n'est pas certain que leur hausse persistera, compte tenu du rôle joué par les facteurs temporaires liés à la pandémie (tels que les goulots de production et l'effet de la réouverture de l'économie après les restrictions liées au coronavirus) ainsi que des effets indirects du renchérissement de l'énergie.

Graphique 15
Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX (IPCH hors énergie et produits alimentaires), l'IPCHXX (IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure), les moyennes tronquées à 10 % et à 30 % et la médiane pondérée. Les dernières observations se rapportent à janvier 2022 à la seule exception de l'IPCHX (qui a été obtenu à partir de l'estimation rapide de février 2022).

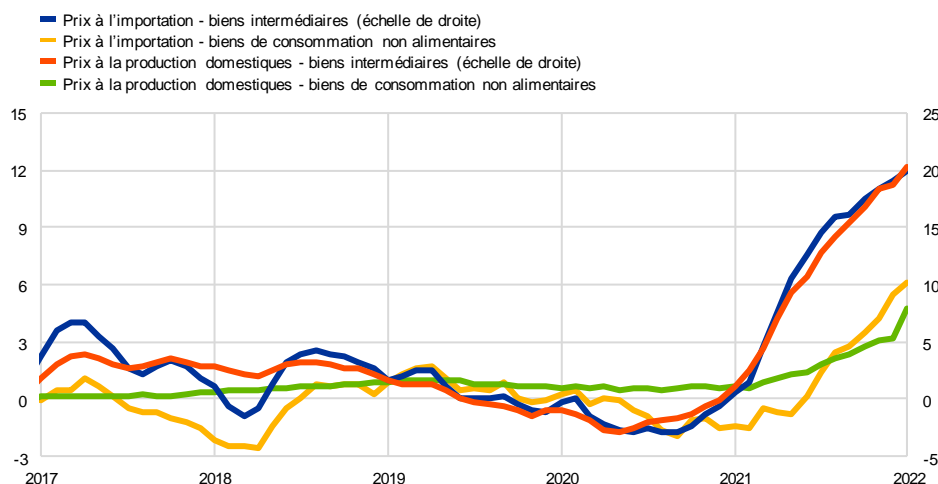
Les tensions ont continué de s'accumuler en amont sur les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques, les indicateurs atteignant des niveaux record (graphique 16).

Les tensions sur les coûts ont fortement augmenté par rapport à l'année précédente dans un contexte de renchérissement mondial des matières premières, en particulier de l'énergie. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et le redressement de la demande au niveau mondial ont également contribué aux tensions sur le coût des intrants. En amont de la chaîne des prix, le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes de biens intermédiaires dans la zone euro a continué d'augmenter, ressortant à 20,2 % en janvier après 18,7 % en décembre. De même, le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires est passé de 19,1 % en décembre à 19,9 % en janvier. Les tensions accumulées en amont de la chaîne des prix occupent en outre une place plus importante en aval, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro atteignant un nouveau point haut historique, à 4,8 % en janvier, après 3,2 % un mois avant. La hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires a atteint 6,1 % en janvier, la différence par rapport aux prix à la production domestiques étant probablement attribuable à la

dépréciation de l'euro au cours de l'année écoulée. Les prix à l'importation et à la production des biens de consommation hors produits alimentaires sont des indicateurs clefs de la dynamique de l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques dans l'IPCH, ce qui implique que les tensions sur les prix à la consommation ne devraient probablement pas s'atténuer à court terme.

Graphique 16 Indicateurs des tensions en amont sur les prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

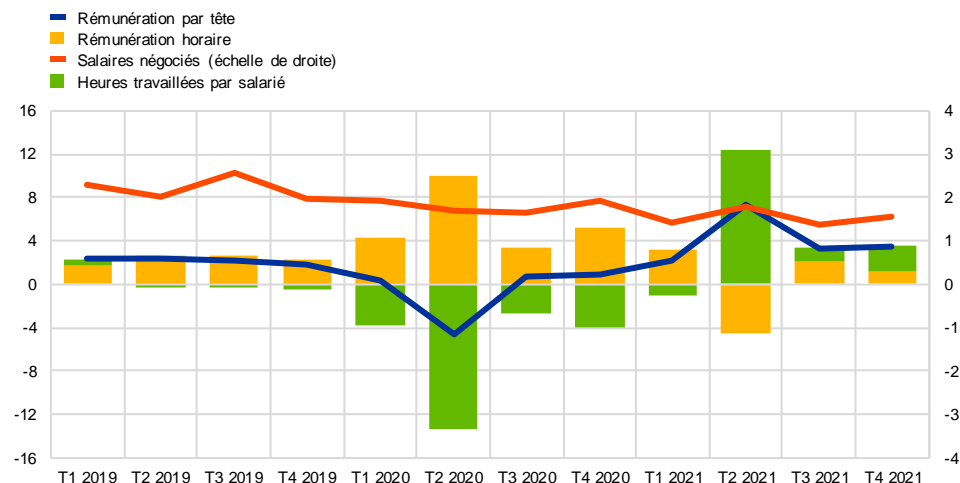
La croissance des salaires dans la zone euro est restée modérée jusqu'ici (graphique 17).

La croissance de la rémunération par tête s'est légèrement accentuée, ressortant à 3,5 % au quatrième trimestre 2021, reflétant des augmentations du nombre d'heures travaillées par salarié et de la rémunération horaire (même si le taux de croissance annuel de cette dernière est revenu à 1,1 % ce même trimestre). Cette hausse du nombre d'heures travaillées est le signe d'une nouvelle normalisation à la suite de la réouverture des économies. Dans le même temps, le profil de croissance de la rémunération par tête reflète également l'évolution de l'impact des mesures de soutien mises en place par les États en lien avec les dispositifs de maintien de l'emploi. En revanche, les salaires négociés n'ont pas été directement affectés par les évolutions du nombre d'heures travaillées ou l'enregistrement des prestations versées au titre des dispositifs de maintien dans l'emploi introduits en réponse à la pandémie, ce qui en fait un important indicateur supplémentaire des pressions salariales. La croissance des salaires négociés est restée modérée au quatrième trimestre 2021, à 1,5 % après 1,4 % au trimestre précédent (et 1,5 % en moyenne pour l'ensemble de 2021, contre 1,8 % pour 2020). Toutefois, il est peu probable que cet indicateur reflète l'impact des niveaux élevés de l'inflation actuellement observés, dans la mesure où il est rétrospectif et fondé sur des accords salariaux nationaux passés antérieurement. Une enquête de la BCE auprès des grandes entreprises européennes indique que la croissance des salaires pourrait se révéler légèrement plus forte en 2022, certains participants citant la contribution des niveaux d'inflation actuellement élevés.

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

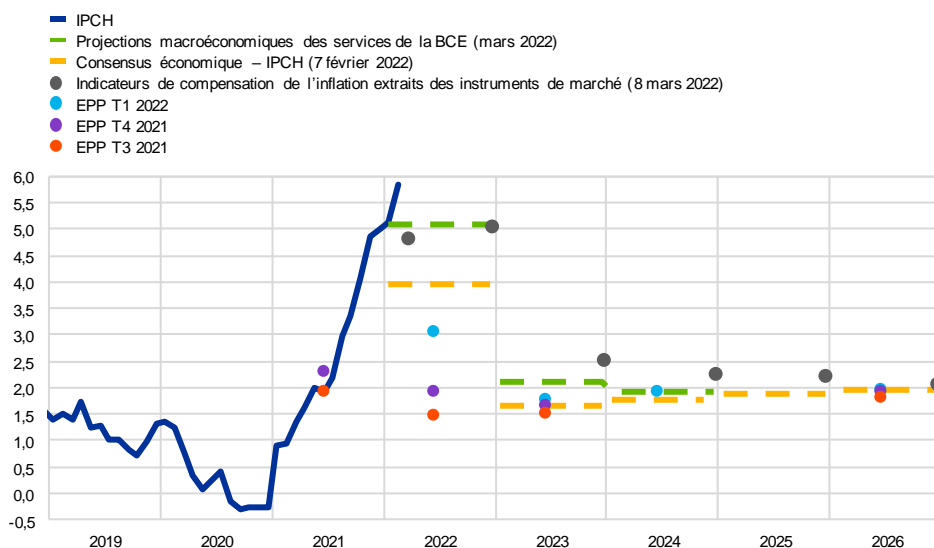
Les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché ont considérablement augmenté dans un contexte de fluctuations exceptionnelles sur la période, tandis que les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes s'inscrivent en légère hausse depuis début 2022.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné un *repricing* significatif des prix du pétrole et du gaz naturel en prévision d'une forte dégradation de l'offre, alors que les tensions inflationnistes à court terme étaient déjà prononcées. En conséquence, la compensation de l'inflation anticipée à court terme a considérablement augmenté dans la zone euro. Les marchés intègrent désormais dans les prix une hausse de l'inflation à court terme dans la zone euro plus forte et plus durable qu'à mi-décembre, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an s'établissant à 2,50 % environ, soit quelque 78 points de base au-dessus de son niveau du 16 décembre 2021, au début de la période sous revue. Dans le même temps, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à long terme ont commencé par baisser en prévision d'un resserrement de la politique monétaire, avant de s'inscrire de nouveau en hausse avec l'intensification des tensions géopolitiques et le déclenchement de la guerre en Ukraine. De fait, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a légèrement diminué pour s'établir à environ 1,85 % fin janvier, avant d'atteindre 2,16 % début mars. Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2022, réalisée au cours de la deuxième semaine de janvier, et les prévisions du Consensus économique de janvier 2022, les anticipations d'inflation à long terme ont été portées à 2,0 %, contre 1,9 % lors de leurs précédentes campagnes respectives (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, Refinitiv, Consensus économique, enquête EPP, Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE 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 mars 2022. L'enquête EPP pour le premier trimestre 2022 a été réalisée entre le 7 et le 13 janvier 2022. S'agissant des prévisions du Consensus économique, la date d'arrêt pour 2024, 2025 et 2026 est le 10 janvier 2022 et celle pour 2022 et 2023, le 7 février 2022. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de la BCE est le 2 mars 2022.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation devrait rester élevée ces prochains mois, avant de diminuer au second semestre de l'année, l'inflation totale s'établissant à 1,9 % à la fin de l'horizon de projection. Après avoir atteint 5,8 % en février 2022, l'inflation totale mesurée par l'IPCH devrait rester élevée ces prochains mois, avant de baisser lentement au second semestre de l'année. D'après les projections de référence, la hausse de l'IPCH total devrait atteindre en moyenne 5,1 % en 2022, 2,1 % en 2023 et 1,9 % en 2024 (graphique 19). Le pic d'inflation totale enregistré en 2022 reflète une forte augmentation des prix de l'énergie (alimentée par l'électricité et le gaz), un net renchérissement des produits alimentaires, l'impact de la réouverture du segment du secteur des services à forte intensité de contacts et des tensions le long de la chaîne des prix, notamment sur les coûts des intrants énergétiques. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la variation de l'IPCH a été révisée à la hausse sur l'intégralité de l'horizon de projection, en particulier pour 2022, année pour laquelle la révision a représenté au total 1,9 point de pourcentage. Cette révision à la hausse peut en partie être attribuée aux résultats surprenants récemment enregistrés en matière d'inflation et aux évolutions plus fortes que prévu des prix de l'énergie actuels et futurs, qui ont été exacerbées par les tensions géopolitiques entourant l'invasion de l'Ukraine. La hausse de l'IPCHX devrait osciller autour de 2,6 % pour les deux prochains trimestres avant de revenir à 2,3 % au quatrième trimestre 2022 (se situant en moyenne à 2,6 % sur l'ensemble de l'année). Une demande forte, les

effets indirects du renchérissement de l'énergie et les tensions le long de la chaîne des prix liées aux goulots de production devraient exercer des pressions à la hausse. L'impact de ces facteurs devrait s'atténuer à moyen terme, ramenant la hausse moyenne de l'IPCH à 1,8 % en 2023 et 1,9 % en 2024. La croissance des salaires devrait s'établir à 3,6 % en 2022 avant de revenir à 2,9 % en 2024, soit au-dessus de la moyenne historique depuis 1999 (2,2 %) et du taux observé avant la crise financière mondiale (2,6 %), ce qui reflète une situation plus tendue sur le marché du travail et des effets de second tour limités liés à la hausse de l'inflation.

Graphique 19

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) (mars 2022).

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 (données) et au quatrième trimestre 2024 (projections). La date d'arrêt des données incluses dans les projections est le 2 mars 2022.

5 Monnaie et crédit

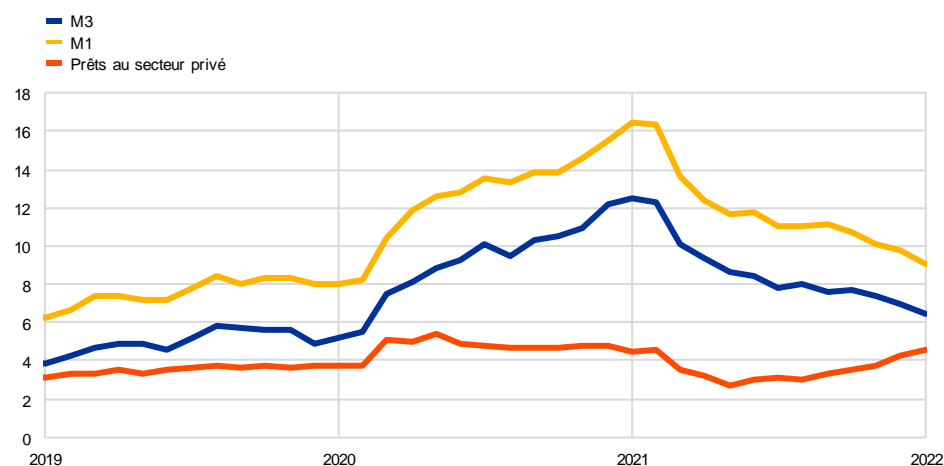
La création monétaire dans la zone euro a poursuivi sa normalisation en janvier 2022, dans un contexte de volatilité plus importante et malgré une montée des risques géopolitiques. Les achats d'actifs de l'Eurosystème sont demeurés le principal moteur de la création monétaire. La croissance des prêts au secteur privé s'est accélérée, bénéficiant de conditions de financement favorables et de l'amélioration de la situation économique. Les taux débiteurs bancaires sont demeurés proches de leurs points bas historiques en janvier 2022, en dépit d'une légère augmentation des taux des prêts aux entreprises. Au quatrième trimestre 2021, le volume total du financement externe des entreprises a continué de s'accroître, principalement en raison de la forte hausse des prêts bancaires. Le coût global du financement externe des entreprises a augmenté entre octobre 2021 et janvier 2022 pour atteindre des niveaux record qui avaient été observés pour la dernière fois en mars 2020 – ce qui s'explique par la hausse des coûts du financement par endettement sur le marché et des raisons statistiques. Les récentes fluctuations sur les marchés liées à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont contribué à une nouvelle hausse du coût de l'endettement de marché et à une augmentation du coût des fonds propres à la suite d'une baisse prononcée des marchés boursiers.

En janvier 2022, la croissance de la monnaie au sens large s'est stabilisée à un rythme proche de celui d'avant la pandémie. Le taux de croissance annuel de M3 a diminué pour s'établir à 6,4 % en janvier, après 6,9 % en décembre (graphique 20), dans un contexte de volatilité plus importante et malgré une montée des risques géopolitiques, ce qui a accru la demande d'actifs liquides. En rythme trimestriel, la croissance monétaire a retrouvé un niveau proche de sa moyenne de long terme, la dynamique à court terme de M3 continuant de bénéficier du soutien significatif des mesures liées à la pandémie. S'agissant des composantes, le principal moteur de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Pendant les premières phases de la pandémie en 2020, les détenteurs de monnaie ont privilégié les actifs liquides, ce qui reflétait des motifs de précaution. Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement liées à la pandémie et la reprise de l'activité économique, la croissance de M1 s'est modérée en 2021 par rapport aux taux de croissance élevés observés en 2020. En janvier 2022, le taux de croissance annuel de M1 a encore baissé, de 9,8 % à 9,0 %, ce qui reflète principalement une normalisation de la croissance des dépôts à vue. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation, qui s'était ralenti depuis le premier trimestre 2021, s'est établi à 7,7 % en janvier. Ce même mois, la contribution des autres dépôts à court terme et des instruments négociables a été neutre, reflétant la faible rémunération de ces instruments.

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 janvier 2022.

La croissance des dépôts à vue s'est encore ralentie, tout en demeurant à des niveaux élevés.

En janvier, le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 9,2 %, après 10,2 % en décembre. Cette baisse résulte des entreprises et des ménages, qui ont apporté les contributions les plus importantes d'un point de vue sectoriel. Des entrées importantes au titre des dépôts à vue ont été observées depuis le début de la pandémie, reflétant l'incertitude économique accrue⁵. La croissance des dépôts des entreprises et des ménages a varié d'un pays à l'autre, reflétant des besoins de liquidité différents et la diversité des mesures nationales de soutien (budgétaire). Au quatrième trimestre 2021, l'accumulation de dépôts par les ménages a temporairement chuté au-dessous de sa moyenne d'avant la pandémie, reflétant une augmentation de la confiance des consommateurs et de la consommation, ainsi qu'une hausse des prix de l'énergie qui a réduit le revenu disponible. Toutefois, en janvier 2022, les flux de dépôts ont enregistré un rebond généralisé, laissant penser que les ménages ont accru leur épargne et réduit leur consommation. En outre, les dépôts des entreprises ont continué de croître, mais plus modérément que les dépôts des ménages.

La création monétaire a continué d'être alimentée par les achats d'actifs de l'Eurosystème en janvier 2022.

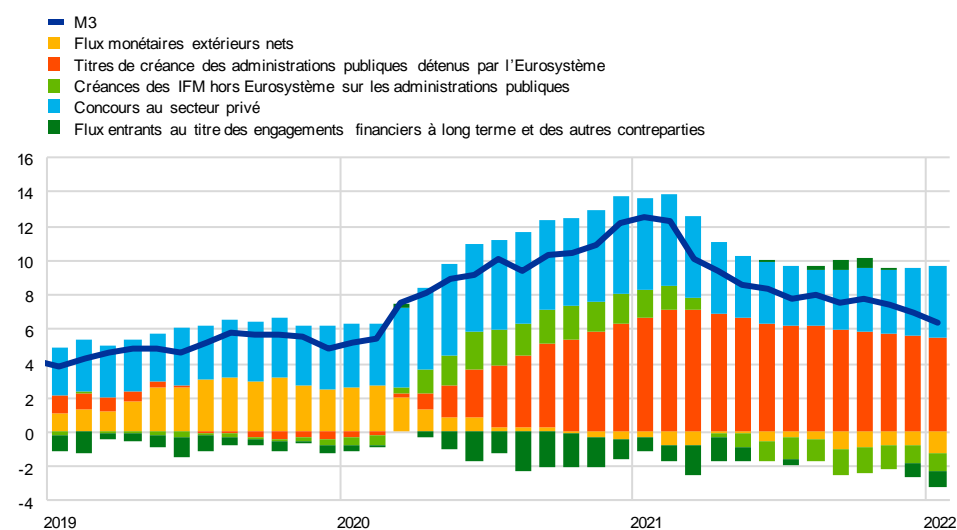
Les achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) ont apporté la contribution la plus importante à la croissance de M3 (partie rouge des barres du graphique 21), cette contribution étant toutefois légèrement plus faible. La croissance de M3 a également été soutenue par une contribution plus forte des créances sur le secteur privé (partie bleue des barres). Trois facteurs ont toutefois pesé sur la création monétaire : premièrement, les créances bancaires sur les administrations publiques ont apporté

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

une contribution négative en raison des ventes d'obligations d'État (partie vert clair des barres) ; deuxièmement, les sorties au titre des flux monétaires extérieurs nets se sont renforcées (partie jaune des barres), coïncidant avec une détérioration du taux de change effectif de l'euro ; et troisièmement, les sorties au titre des autres contreparties ont dépassé les entrées modestes au titre des engagements financiers à long terme (partie vert foncé des barres).

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) et du PEPP. Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

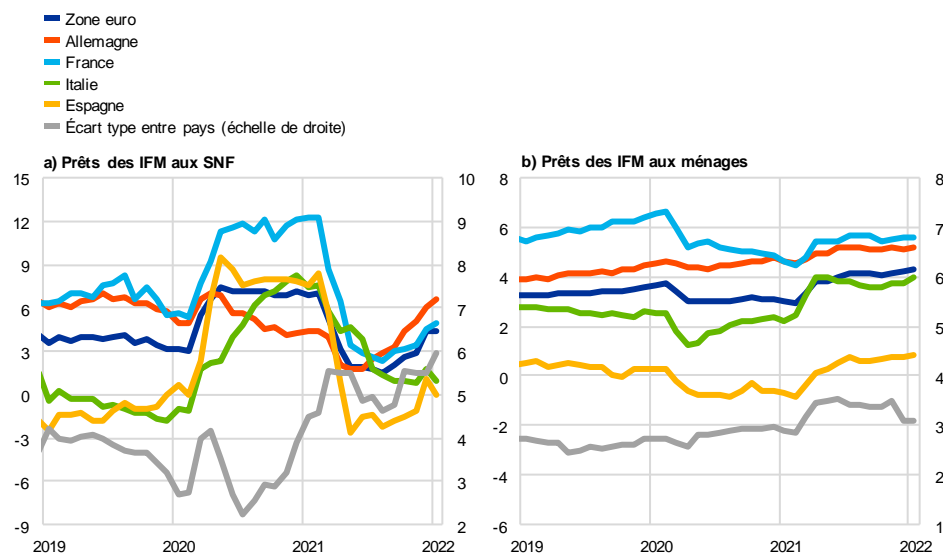
La croissance annuelle des prêts au secteur privé s'est accentuée en janvier 2022. La croissance des prêts au secteur privé s'est encore accentuée en janvier, ressortant à 4,6 %, après 4,2 % en décembre (graphique 20). Cette évolution s'explique par l'activité de prêt aux entreprises et aux ménages, qui a continué de bénéficier de conditions de financement favorables et de la poursuite de la reprise économique. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) a légèrement augmenté en janvier pour s'établir à 4,4 %, après 4,3 % en décembre (graphique 22, partie a), sous l'effet des prêts à long terme et reflétant probablement des besoins de financement liés à l'investissement fixe. Le taux de croissance des prêts aux ménages a lui aussi légèrement augmenté, s'établissant à 4,3 % en janvier, après 4,2 % en décembre (graphique 22, partie b). Cette hausse résulte principalement de la robustesse de l'activité de prêts hypothécaires, la croissance du crédit à la consommation demeurant atone. Globalement, ces évolutions en matière de prêts masquent des différences entre les pays de la zone

euro, qui reflètent, entre autres, les effets inégaux de la pandémie et les progrès variables de la reprise économique selon les pays ⁶.

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. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

Les coûts du financement par endettement des banques de la zone euro ont commencé à augmenter et se situent désormais à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie.

La récente hausse du coût composite du financement par endettement (graphique 23, partie a) a résulté de l'augmentation des rendements des obligations bancaires (graphique 23, partie b) et reflète une hausse des taux sans risque, tandis que les taux des dépôts sont demeurés stables à des niveaux historiquement bas. Les mesures de politique monétaire prises par la BCE ont jusqu'à présent contribué à contenir les tensions à la hausse sur les rendements des obligations bancaires et à réduire la divergence des conditions de financement entre les différents pays, catégories de risque et échéances. Avant le quatrième trimestre, les coûts de financement des banques étaient restés à l'abri des tensions à la hausse pour trois raisons : la poursuite du *repricing* des dépôts pour leur appliquer des taux négatifs ; la diminution de la part des banques dans le financement par endettement ; et un accès au financement de banque centrale à des conditions favorables pour les banques, s'agissant notamment de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et des opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO). Toutefois, si les taux de marché continuent d'augmenter, le risque existe que les coûts de financement des banques soient soumis à des tensions plus fortes à la hausse, compte tenu notamment du futur remboursement des encours de fonds

⁶ Cf. l'encadré intitulé « L'impact économique hétérogène de la pandémie sur les pays de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

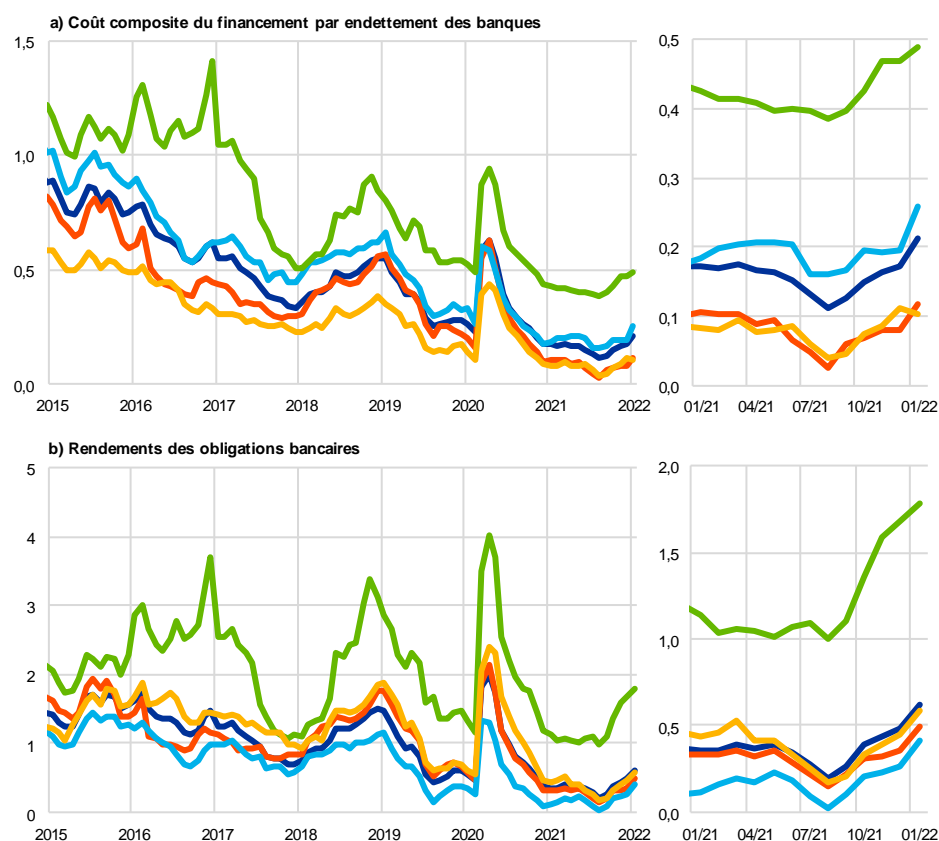
empruntés dans le cadre des TLTRO. Cela pourrait se traduire au final par une hausse des taux des prêts aux entreprises et aux ménages.

Graphique 23

Taux de financement composites des banques dans une sélection de pays de la zone euro

(pourcentages annuels)

■ Zone euro
 ■ Allemagne
 ■ France
 ■ Italie
 ■ Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent au coût pondéré des dépôts et du financement de marché non sécurisé. Le coût composite des dépôts est calculé comme une 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 janvier 2022.

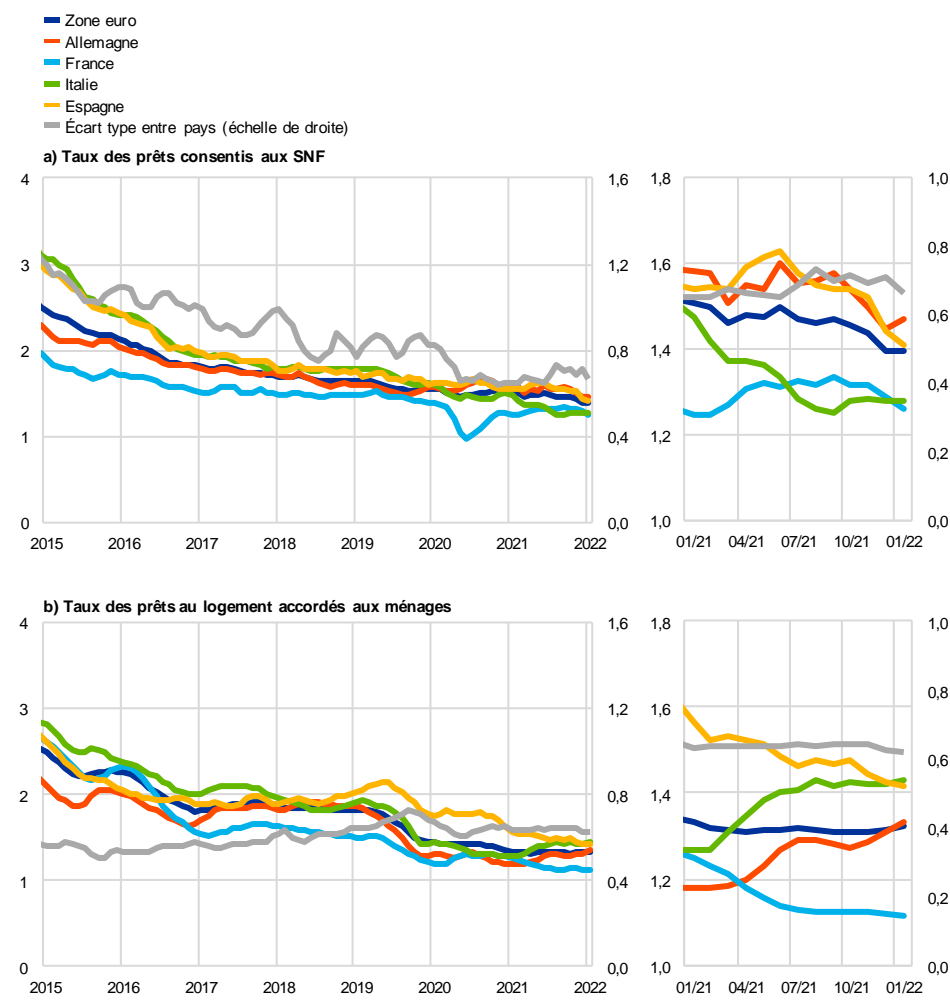
Les taux débiteurs bancaires sont demeurés proches de leurs points bas historiques en janvier 2022 (graphique 24), même si les taux des prêts aux entreprises se sont légèrement redressés. Le taux d'intérêt débiteur composite des prêts bancaires aux SNF a augmenté pour s'établir à 1,43 %, annulant les baisses du quatrième trimestre 2021, tandis que le taux équivalent pour les prêts au logement consentis aux ménages est demeuré globalement inchangé, à 1,33 %. La hausse des taux des prêts aux entreprises, qui a été la plus prononcée pour les prêts à moyen terme, reflète une hausse généralisée des taux de marché, sur fond d'hétérogénéité entre les pays. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant

élevé est resté globalement inchangé et inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. L'augmentation des rendements dans la zone euro au cours des derniers mois pourrait exercer une pression haussière sur les taux débiteurs domestiques. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont jusqu'à présent empêché un durcissement généralisé des conditions de financement, qui aurait amplifié l'impact négatif de la pandémie sur l'économie de la zone euro.

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 : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

Le volume total du financement externe des entreprises a continué d'augmenter au quatrième trimestre 2021.

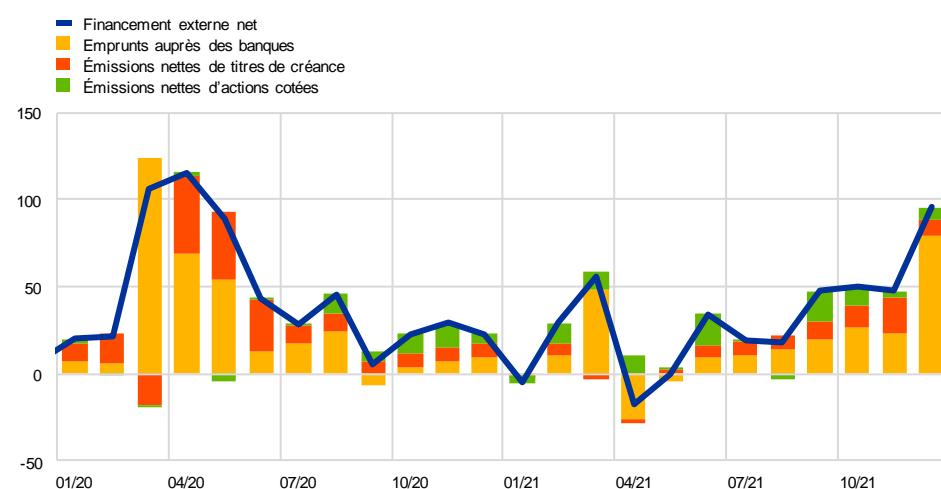
Le taux de croissance annuel du financement externe a nettement augmenté, de 2,3 % en octobre à 2,8 % en décembre, soutenu par l'accroissement des besoins de financement des entreprises et le faible coût du financement par endettement. L'augmentation des flux de financement externe a résulté pour l'essentiel d'une hausse des prêts bancaires accordés aux entreprises, l'augmentation des émissions de titres de créance et

d'actions cotées apportant une contribution plus faible (graphique 25). Cette demande de crédit a été soutenue par l'investissement des entreprises et l'augmentation des besoins en fonds de roulement, en partie liée à la persistance des goulots de production ⁷. Dans les pays et les secteurs qui ont été particulièrement affectés par des goulots d'étranglement au niveau de l'offre, l'accroissement des besoins en fonds de roulement – sous l'effet des retards de production et de la reconstitution des stocks – a entraîné une hausse des emprunts à court terme.

Graphique 25

Flux nets de financement externe des SNF de la zone euro

(flux mensuels en milliards d'euros)



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

Notes : Le financement externe net correspond à la somme des emprunts auprès des banques (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. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

Le coût nominal total du financement externe des SNF (qui comprend les prêts bancaires, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions) a augmenté entre octobre 2021 et janvier 2022, principalement sous l'effet du coût de l'endettement de marché. Le coût du financement externe a atteint 5,2 % en janvier 2022 (graphique 26), soit un niveau identique au sommet atteint en mars 2020 et supérieur de 110 points de base au point bas historique de mars 2021. Cette augmentation résulte principalement d'une hausse du coût de l'endettement de marché et d'une augmentation de la pondération des fonds propres dans le calcul du coût global de financement ⁸. L'augmentation de la pondération avait largement contrebalancé la légère baisse du coût des fonds propres en janvier par rapport à octobre résultant d'une diminution de la prime de risque sur actions,

⁷ Cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

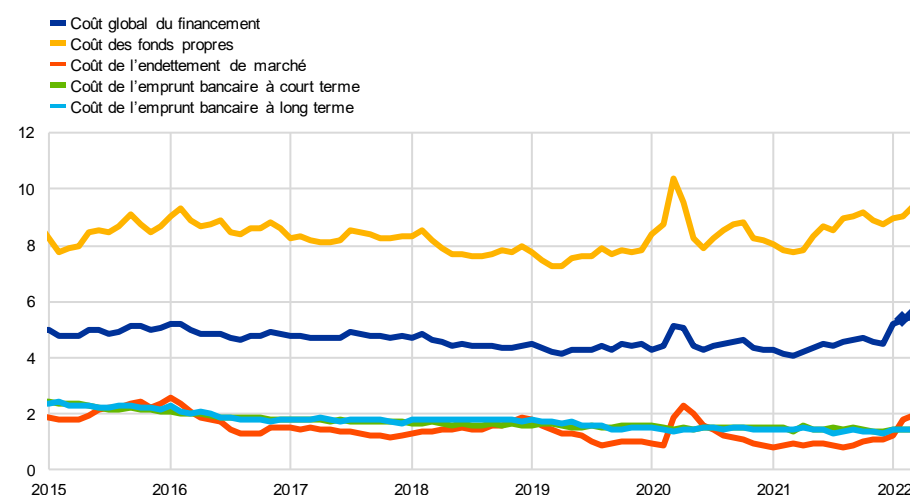
⁸ Le coût du financement se calcule comme une moyenne pondérée du coût des fonds propres, du coût de l'endettement de marché et du coût des emprunts auprès des banques à court et à long terme. Les pondérations représentent la part de chacun des instruments de financement dans l'encours total des instruments de financement externe des SNF. Par conséquent, la contribution de chaque composante au niveau du coût global de financement à un instant donné correspond au coût (en pourcentage) multiplié par sa pondération. Les pondérations sont mises à jour régulièrement pour tenir compte des modifications de la structure de financement des SNF. La variation de la contribution d'une composante donnée à la variation du coût global de financement est donc le résultat net de la variation du coût et de la modification de la pondération.

diminution qui l'avait emporté sur l'effet de la hausse des taux sans risque. Le coût des emprunts auprès des banques est resté pratiquement inchangé entre octobre et janvier. La hausse des taux sans risque et le creusement des écarts de rendement des obligations d'entreprises – tant pour le segment bien noté (*investment-grade*) que pour le segment à haut rendement (*high-yield*) – ont été les facteurs à l'origine de la hausse du coût de l'endettement de marché, qui a atteint des niveaux observés pour la dernière fois en août 2020. Plus récemment, on estime que le coût global du financement a encore augmenté entre fin janvier et le 9 mars, reflétant une hausse du coût des fonds propres dans un contexte de baisses significatives des cours des actions depuis fin février provoquées par la guerre en Ukraine. Le creusement des écarts de rendement des obligations d'entreprises, conjugué à de nouvelles hausses du taux sans risque, a également contribué à l'augmentation du coût du financement.

Graphique 26

Coût nominal du financement externe pour les SNF de la zone euro par composante

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût global du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques, 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 du financement en février et mars 2022 (y compris les données jusqu'au 9 mars), en faisant l'hypothèse que le coût de l'emprunt auprès des banques demeure inchangé à son niveau de janvier 2022. Les dernières observations se rapportent au 9 mars 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle de données quotidiennes), au 4 mars 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à février 2022 pour le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro poursuit son amélioration au départ des déficits particulièrement marqués qu'il a enregistrés sous l'effet de la crise du coronavirus (COVID-19). Les risques pesant sur ces prévisions de référence sont toutefois substantiels et tendent de plus en plus vers des déficits budgétaires plus larges, liés principalement à la guerre menée par la Russie en Ukraine. Selon le scénario de référence, le ratio de déficit serait retombé à 5,5 % du PIB en 2021, partant du pic de 7,2 % qu'il affichait en 2020. Il devrait poursuivre son repli pour s'établir à 3,1 % en 2022 et à 2 % d'ici la fin de l'horizon de projection. S'agissant de l'orientation budgétaire de la zone euro, la vive expansion qui avait été observée en 2020 a été suivie par une orientation budgétaire moins accommodante en 2021 abstraction faite des subventions accordées dans le cadre du plan Next Generation EU (NGEU). En 2022, l'orientation devrait continuer de se durcir, sous l'effet essentiellement du retrait d'une part importante de l'aide d'urgence face à la crise du coronavirus. Le resserrement ne serait que marginal durant les deux dernières années de l'horizon de projection, une aide significative à l'économie restant en place. À la lumière des risques élevés qui émanent actuellement de sources multiples, et qui se matérialisent déjà partiellement, des mesures budgétaires, y compris à l'échelle de l'Union européenne, permettraient de préserver l'économie. Les politiques budgétaires doivent demeurer souples et s'adapter à l'évolution de la situation. La volonté de recourir à des politiques budgétaires n'est pas incompatible avec la nécessité d'une trajectoire crédible de réduction des déséquilibres budgétaires à moyen terme.

D'après les projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro continue de s'améliorer, poursuivant la tendance qu'il a amorcée en 2021⁹. Selon les estimations, le ratio de déficit de l'ensemble des administrations publiques de la zone euro se serait tassé à 5,5 % du PIB en 2021, après avoir culminé à un niveau inédit de 7,2 % en 2020. Ce ratio devrait se replier plus fortement encore pour retomber à 3,1 % du PIB en 2022, puis à 2,1 % et 2,0 % respectivement au cours des deux années suivantes (graphique 27). Faisant suite aux mesures de soutien à l'économie adoptées en 2020 en réaction à la pandémie de COVID-19, qui se sont montées à quelque 4,0 % du PIB, les mesures de soutien de crise et d'aide à la relance devraient avoir progressé pour avoisiner 4,3 % 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 adoptées par chaque pays au titre des plans nationaux pour la reprise et la résilience établis dans le cadre du NGEU¹⁰. Selon les estimations, l'importante composante conjoncturelle

⁹ Cf. les « [Projections macroéconomiques de mars 2022 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 11 mars 2021.

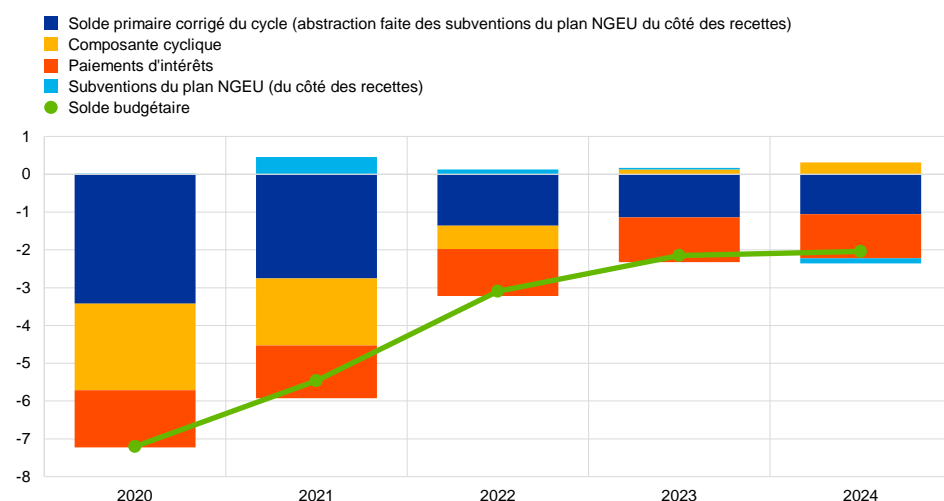
¹⁰ Les subventions du plan NGEU avoisineront 0,5 % du PIB en moyenne sur l'horizon de projection, refluant peu à peu après 2022. Conjuguées à un montant limité de prêts, elles devraient permettre de financer des dépenses budgétaires à concurrence de 2,5 % du PIB. Les évolutions budgétaires décrites dans la présente section ne tiennent compte ni du déficit supranational européen ni des dettes inhérentes aux transferts opérés au titre du plan NGEU.

négative, qui a contribué au creusement considérable du déficit des administrations publiques en 2020, aurait commencé, fût-ce modérément, à jouer un rôle moins significatif en 2021. L'embellie plus marquée du solde budgétaire à compter de 2022 s'opérerait 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 pour devenir légèrement positive à compter de 2023. L'amélioration du solde budgétaire sera également favorisée, certes dans une moindre mesure, par une légère diminution des paiements d'intérêts par rapport aux niveaux qu'ils ont affichés ces dernières années. Selon les projections actuelles, cet effet concernerait surtout l'année 2022 et faiblirait jusqu'à disparaître sur la période 2023-2024.

Graphique 27

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Projections macroéconomiques de mars 2022 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 se serait légèrement resserrée en 2021, après avoir été très largement expansionniste en 2020¹¹.

Au départ de niveaux de soutien toujours élevés après ajustement pour les recettes liées aux subventions du plan NGEU, un durcissement plus important de l'orientation budgétaire devrait se produire en 2022, à mesure que se réduira l'aide budgétaire au gré de l'expiration des mesures de soutien temporaire. En 2023 et en 2024, l'orientation budgétaire devrait continuer de se resserrer, quoique marginalement.

¹¹ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie par la voie des 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. 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.

seulement ¹². En dépit du resserrement budgétaire, 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, lequel demeure fermement négatif.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2021 réalisées par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire à la fin de l'horizon de projection a été légèrement revu à la baisse. La principale révision annuelle tient à une estimation plus favorable du solde budgétaire pour 2021. Plus précisément, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro exprimé en pourcentage du PIB a été ajusté à la hausse de 0,5 point de pourcentage pour 2021, à – 5,5 % du PIB, principalement grâce à un solde primaire corrigé du cycle plus élevé que prévu. En dépit de cette amélioration, le solde budgétaire n'a été que faiblement revu à la hausse, de 0,1 point de pourcentage, pour 2022, tandis qu'il est resté inchangé pour 2023 et a été ajusté à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2024. La révision à la baisse du solde budgétaire à la fin de l'horizon de projection dans le scénario de référence résulte de la dégradation des perspectives macroéconomiques en raison de la crise ukrainienne et des ajustements à la hausse des paiements d'intérêts exprimés en pourcentage du PIB.

Après s'être considérablement accru en 2020, le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro devrait avoir légèrement reflué pour revenir à quelque 96 % en 2021 et devrait encore se replier pour ressortir à 89 % en 2024. Après une hausse du ratio d'endettement de près de 14 points de pourcentage en 2020, le déficit primaire, qui est demeuré élevé en dépit de sa diminution, devrait avoir été plus que 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, le ratio d'endettement devrait décliner plus rapidement dans la mesure où, bien qu'orientés à la baisse, les déficits primaires pesant sur la dette seront contrebalancés par des contributions favorables des écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance et, dans une moindre mesure, par des ajustements dette-déficit négatifs (graphique 28). À la fin de l'horizon de projection en 2024, le ratio dette/PIB devrait s'établir juste en deçà de 89 %, soit 5 points de pourcentage au-dessus du niveau qu'il présentait avant la crise en 2019. Globalement, la crise de la COVID-19 a exercé une incidence défavorable nettement moindre sur la trajectoire de la dette agrégée de la zone euro que ce qui était généralement escompté dans sa phase initiale ¹³.

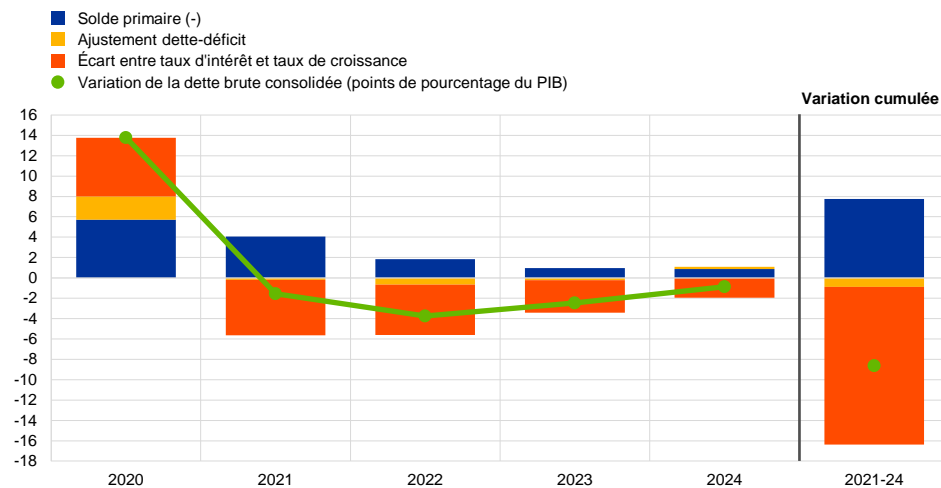
¹² L'orientation budgétaire globale de la zone euro se chiffrait à – 4,2 points de pourcentage du PIB en 2020, est estimée à +0,5 point de pourcentage du PIB en 2021. Elle devrait ressortir à +0,9, +0,2 et +0,1 point de pourcentage du PIB respectivement en 2022, 2023 et 2024, après correction pour les recettes liées aux subventions dans le cadre du plan NGEU.

¹³ À titre d'exemple, les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient que le niveau d'endettement rapporté au PIB atteindrait fin 2022 un taux supérieur d'environ 8 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 mars 2022 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.

Les risques qui pèsent sur ce scénario de référence relatif à la situation budgétaire sont néanmoins substantiels et de plus en plus orientés vers un accroissement des déficits budgétaires. La principale incertitude réside dans les répercussions macroéconomiques de la guerre en Ukraine et dans les éventuelles mesures de relance budgétaire supplémentaires dans la zone euro. Ces mesures de relance auraient essentiellement trois origines : (a) les aides supplémentaires accordées en réaction aux prix élevés de l'énergie ; (b) le relèvement des dépenses en matière de défense ; et (c) l'augmentation des dépenses consacrées aux réfugiés. De plus, des risques budgétaires liés à de nouvelles vagues de COVID-19 ne peuvent être exclus.

Les politiques budgétaires nationales doivent conserver une certaine souplesse face à l'évolution de la situation, tout en restant axées sur la viabilité budgétaire à moyen terme. Compte tenu des risques élevés qui émanent actuellement de sources multiples et qui se matérialisent déjà en partie, des mesures budgétaires, y compris au niveau de l'Union européenne, contribueraient à protéger l'économie. Les politiques budgétaires doivent conserver de la souplesse face à l'évolution de la situation. Un changement de cap radical vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance et des réformes structurelles de nature à doper le potentiel de croissance des économies de la zone euro créerait, au besoin, une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire, et contribuerait également à réduire les déséquilibres budgétaires. La volonté d'avoir recours à des politiques budgétaires n'est pas incompatible avec la nécessité d'une trajectoire crédible de réduction des déséquilibres budgétaires à moyen terme.

Encadrés

1 Goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement dans la zone euro et aux États-Unis : où en sommes-nous ?

Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics et Máté Barnabás Tóth

Des tensions le long des chaînes d'approvisionnement mondiales de biens pèsent sur le cycle économique mondial depuis 2020. Les goulets d'étranglement le long des chaînes d'approvisionnement résultent de l'interaction de plusieurs facteurs. Premièrement, le fort rebond de la demande mondiale de biens manufacturés, en partie induit par la réorientation de la consommation au détriment des services dans le contexte des mesures d'endiguement de la pandémie, ne s'est pas accompagné d'une hausse équivalente de l'offre de biens. Deuxièmement, certains secteurs ont été frappés par de graves pénuries, de semi-conducteurs en particulier, l'offre ayant des difficultés à faire face à la forte hausse de la demande de produits et équipements électroniques et au redressement progressif du secteur automobile après le net recul de la production enregistré en 2020. Enfin, les perturbations du secteur de la logistique, principalement liées à l'activité des porte-conteneurs, à la saturation des ports et aux mesures de confinement strictes dans plusieurs pays clés d'Asie producteurs d'intrants intermédiaires, ont encore aggravé les goulets d'étranglement le long des chaînes d'approvisionnement ¹.

Comme les goulets d'étranglement au niveau de l'offre présentent une nature multidimensionnelle, il est utile de suivre un large ensemble d'indicateurs afin d'en déterminer les causes. De cette façon, il peut être plus facile d'identifier à un stade précoce d'éventuels signes d'amélioration ou de dégradation de secteurs économiques spécifiques. À cette fin, le présent encadré évalue la gravité des goulets d'étranglement en examinant un ensemble complet d'indicateurs couvrant le secteur manufacturier et les services, ainsi que les coûts du transport et les prix des matières premières ².

Dans la suite de cet encadré, les indicateurs sectoriels relatifs aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre pour la zone euro et les États-Unis sont représentés sous la forme de cartes de chaleur (« *heatmaps* »). La sélection

¹ Pour une analyse détaillée de ces facteurs et de leur impact économique, cf. Lane (P.R.), « *Bottlenecks and monetary policy* », *The ECB Blog*, BCE, 10 février 2022, et les encadrés suivants : « *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 ; « *L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021 ; et « *Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

² Une approche similaire a été proposée par Van Roye (B.), Murray (B.) et Orlik (T.), « *Supply chain crisis risks taking the global economy down with it* », *Bloomberg*, novembre 2021 ; et Benigno (G.), di Giovanni (J.), Groen (J.J.J.) et Noble (A.I.), « *A new barometer of global supply chain pressures* », *New Liberty Street Economics*, Banque fédérale de réserve de New York, janvier 2022.

d'indicateurs dépend de la disponibilité des données, mais, pour les deux régions, les cartes de chaleur incluent les indices des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Indices*, PMI) pour les délais de livraison des fournisseurs (DLF), les arriérés de travail, les ratios commandes/stocks et les prix des intrants intermédiaires. Lorsque l'information est disponible, les indices des directeurs d'achats correspondants pour le secteur des services sont également inclus. De plus, les cartes de chaleur recouvrent les coûts du transport, qui sont représentés par les taux de fret associés au fret aérien et au fret maritime. Dans le cas du fret maritime, il convient de distinguer les coûts liés aux conteneurs et ceux associés au transport de marchandises solides en vrac. Le transport en vrac est utilisé pour les matières premières, tandis que les porte-conteneurs sont généralement employés pour le transport des biens intermédiaires et des produits finis. Par conséquent, le coût du transport en conteneur est plus pertinent pour évaluer la gravité des goulets d'étranglement actuels, puisque les contraintes semblent avoir principalement affecté les biens intermédiaires et les produits finis. Pour cette raison, les cartes de chaleur s'appuient sur l'indice des coûts de transport de Harper Petersen (HARPEX), qui suit les variations mondiales des taux de l'affrètement des porte-conteneurs et l'indice Freightos Baltic (FBX), qui mesure les taux de fret en conteneurs « directionnels » de la Chine vers l'UE et les États-Unis³. La carte de chaleur pour la zone euro mesure également, à l'échelle de l'économie, les pénuries d'intrants (main-d'œuvre, équipements et matériaux de construction, ces derniers n'étant disponibles que pour l'Allemagne) à partir d'enquêtes, afin de rendre compte des perturbations actuelles des chaînes d'approvisionnement du point de vue des entreprises qui les subissent. Pour les États-Unis, on inclut le ratio emplois vacants/chômage dans le secteur du transport afin de prendre en compte les pénuries de main-d'œuvre dans le secteur de la logistique. Afin de permettre les comparaisons entre différents indicateurs, des scores Z sont calculés en soustrayant la moyenne de l'échantillon de chaque série temporelle et en divisant la différence par l'écart type de l'échantillon. Pour chaque indicateur, les valeurs positives (négatives) montrent de combien, en nombre d'écart types, chaque indice est supérieur (inférieur) à la moyenne. Des scores Z négatifs, qui indiquent un déficit offre-demande, dénoteraient des goulets d'étranglement du côté de l'offre et sont soulignés en rouge. Globalement, les scores Z inférieurs à -1,5 suggéreraient que les goulets d'étranglement sont étroits.

Les données récentes suggèrent que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre observés dans la zone euro et aux États-Unis restent historiquement élevés. Les cartes de chaleur (graphique A), qui vont du bleu foncé (offre abondante par rapport à la demande) au rouge foncé (pénuries d'offre), montrent que tous les indicateurs se sont décalés vers une nuance de rouge en 2021 et sont pour l'essentiel restés rouges dans les deux économies en janvier et février 2022. Globalement, la situation reste difficile, en particulier dans la zone euro. Ce résultat est corroboré par l'enquête régulière auprès des contacts de la BCE dans le secteur des entreprises, qui indique que les problèmes liés à l'offre ne se sont pas atténués

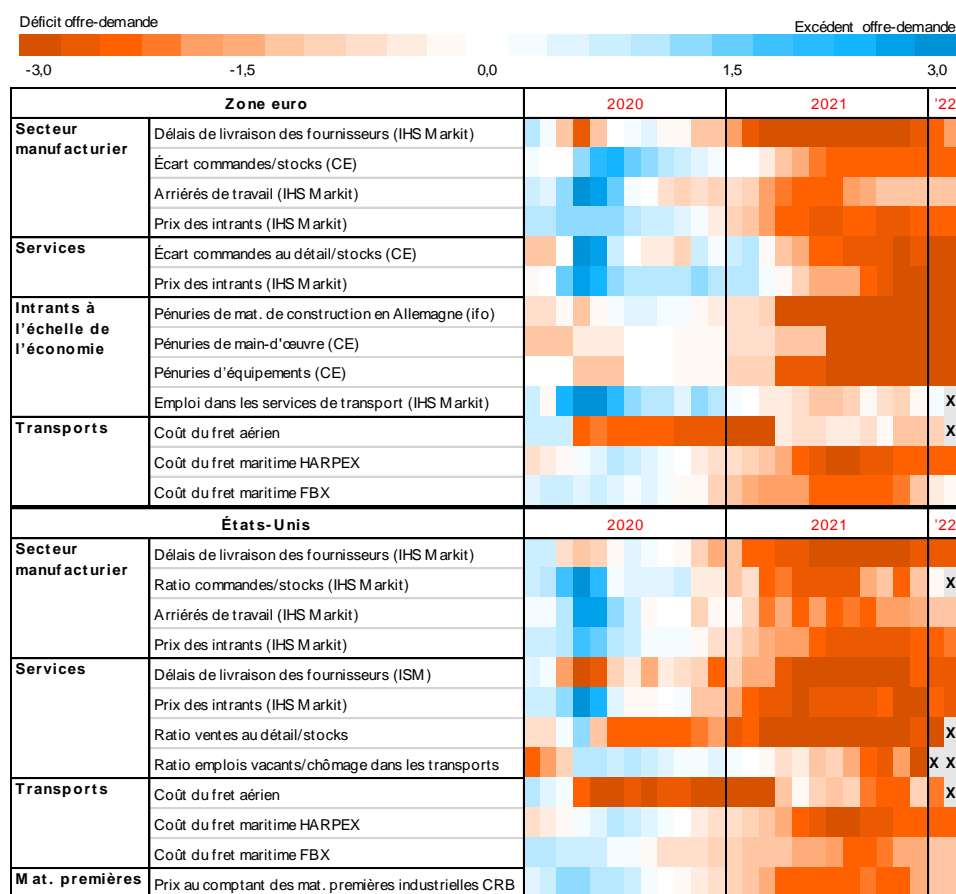
³ Il n'est pas inhabituel de suivre le Baltic Dry Index. Toutefois, cet indice est conçu pour suivre uniquement le coût du transport de matières premières (telles que le charbon, les minerais et les céréales), qui semblent moins affectées par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

ces derniers mois et qu'ils devraient se poursuivre tout au long de l'année 2022⁴. En particulier, les contraintes d'approvisionnement résultant de perturbations du transport et de la logistique sont plus largement répandues et devraient persister en l'absence de ralentissement de la demande mondiale.

Graphique A

Tensions sur les chaînes d'approvisionnement – cartes de chaleur pour la zone euro et les États-Unis

(scores Z)



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Commission européenne (CE), ISM, IHS Markit, Institut ifo, Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : Les cartes de chaleur présentent des scores Z, qui sont calculés en soustrayant la moyenne de l'observation au moment t et en divisant la différence obtenue par l'écart type. La moyenne et l'écart type sont calculés pour l'échantillon disponible à partir de janvier 1999. S'agissant des coûts du transport et des prix des matières premières, on présente des scores Z fondés sur les taux de croissance en glissement annuel. Les indicateurs qualitatifs sont accompagnés de leur source. Les observations marquées d'un X ne sont pas encore disponibles.

Les indicateurs synthétiques tirés de la carte de chaleur confirment la persistance de tensions résultant de perturbations des chaînes d'approvisionnement, même si ces tensions sont probablement en train de s'atténuer dans certains secteurs. Le PMI DLF est un indicateur utile pour suivre

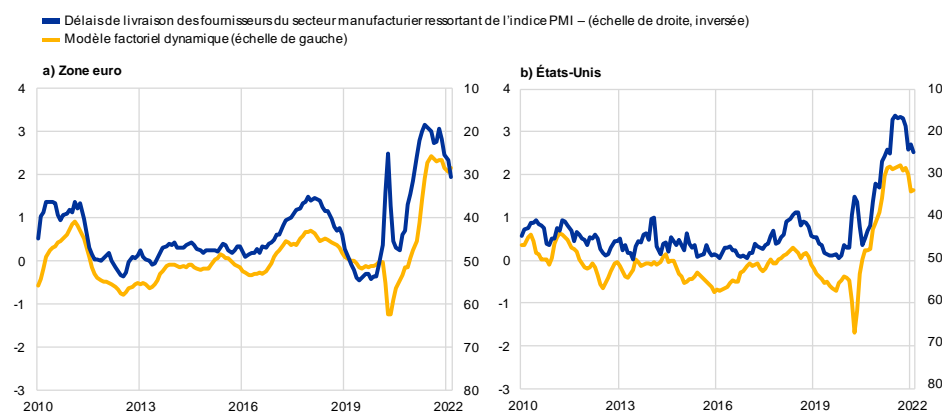
⁴ S'agissant du point de vue des entreprises sur la persistance de contraintes d'approvisionnement, cf. l'encadré intitulé, « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

les perturbations de l'offre dans le secteur de la logistique ⁵. Pour résumer les éléments des autres mesures, un indicateur synthétique unique est construit à l'aide d'un modèle factoriel dynamique (*dynamic factor model*, DFM) ⁶. Le premier facteur du DFM, qui représente plus de 50 % de la variance totale des indicateurs sous-jacents, est fortement corrélé avec le PMI DLF dans la zone euro et aux États-Unis (graphique B), montrant par conséquent un profil comparable des goulets d'étranglement. Les données relatives au PMI DLF et au DFM pour janvier et février 2022 suggèrent que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement, si elles s'établissent à un niveau historiquement élevé, ont toutefois atteint leur pic et commencent à s'atténuer dans les deux économies (graphique B). Aux États-Unis en particulier, le ratio indice PMI pour les commandes/stocks s'améliore, ce qui suggère que les entreprises commencent à reconstituer leurs stocks et que les goulets d'étranglement sont peut-être en train de s'atténuer. Toutefois, la propagation du variant Omicron de la COVID-19 et les possibles fermetures d'usines et de ports qui peuvent en résulter renforcent l'incertitude, en particulier à court terme. Il pourrait notamment y avoir des problèmes au niveau des chaînes d'approvisionnement si la Chine continue à appliquer une stratégie zéro COVID stricte. La guerre en Ukraine pourrait également entraîner une nouvelle intensification des goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

Graphique B

Tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans la zone euro et aux États-Unis

(échelle de gauche : écarts types par rapport à la moyenne à long terme, échelle de droite : indice de diffusion)



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Commission européenne, ISM, IHS Markit, Institut ifo, Haver Analytics, Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : Le DFM comprend uniquement des indicateurs mensuels (les pénuries de main-d'œuvre et d'équipements dans la zone euro en fréquence trimestrielle ne sont pas incluses). Les modifications adéquates ont été appliquées à la série afin d'en assurer la stationnarité. Les dernières observations se rapportent à février 2022.

⁵ Le PMI DLF donne le pourcentage d'entreprises faisant état d'une amélioration, d'une dégradation ou d'une absence d'évolution du délai de livraison des biens intermédiaires et des produits finis. Un indice inférieur à 50 signifie que les délais de livraison se sont dégradés par rapport au mois précédent.

⁶ Afin de tester la fiabilité des données, une statistique synthétique a également été calculée, à l'aide d'un modèle en composantes principales, et donne des résultats très comparables. L'avantage d'un DFM par rapport à un modèle en composantes principales tient à ce qu'il permet de pallier les écarts de données à l'aide de la composante commune estimée (cf. Stock (J.H.) et Watson (M.W.), « *Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes* », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20, n° 2, 2002, p. 147-162 ; et Doz (C.), Giannone (D.) et Reichlin (L.), « *A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering* », *Journal of Econometrics*, vol. 164, n° 1, 2011, p. 188-205). Par conséquent, le DFM inclut également les indices des coûts de transport Freightos Baltic (FBX), qui ne sont disponibles que depuis 2016.

2 Le rôle du risque de crédit dans les récentes valorisations des obligations d'entreprises à l'échelle mondiale

Livia Chițu, Magdalena Grothe et Tatjana Schulze ¹

Partout dans le monde, les vulnérabilités des entreprises se sont accrues de manière particulièrement marquée au début de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et pourraient – en dépit de la reprise intervenue par la suite – demeurer source de préoccupation sur certains compartiments du marché.

Les vulnérabilités se sont notablement accrues, les entreprises du monde entier subissant une vague de dégradations de leurs notations de crédit (graphique A, partie a). Courant 2021, la qualité de crédit des entreprises (telle qu'évaluée par les agences de notation) s'est légèrement redressée : dans le cas des entreprises américaines, par exemple, les relèvements de notations ont été plus nombreux que les dégradations. Toutefois, les notations de crédit n'ont pas encore complètement retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, les perspectives à plus long terme étant entourées d'incertitude dans certains secteurs – en particulier ceux qui ont été le plus affectés par la pandémie. En outre, même si les bénéfices par action ont augmenté en moyenne, la pandémie en cours a laissé des séquelles, certaines entreprises enregistrant des bénéfices plus faibles en dépit des mesures de soutien public (cf., par exemple, la partie b du graphique A, qui examine les entreprises de l'indice S&P 500).

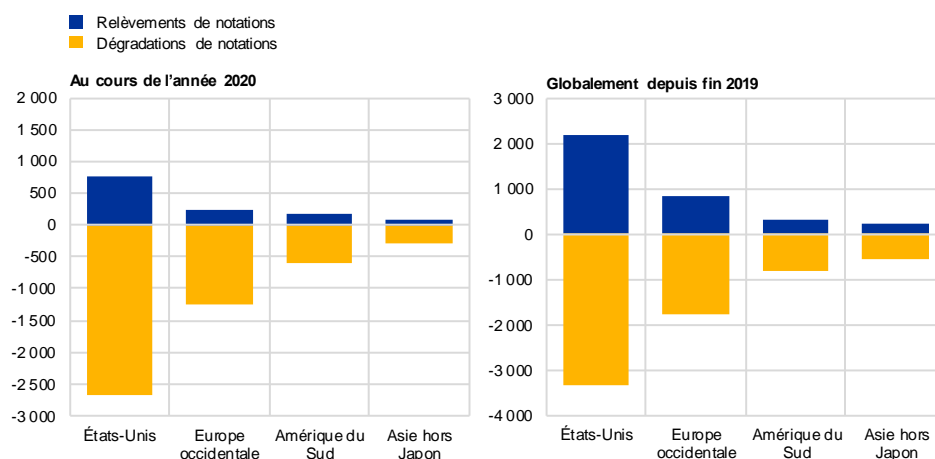
¹ Tatjana Schulze a contribué à la rédaction de cet encadré durant son stage à la Banque centrale européenne.

Graphique A

Modifications de la qualité de crédit des entreprises durant la pandémie

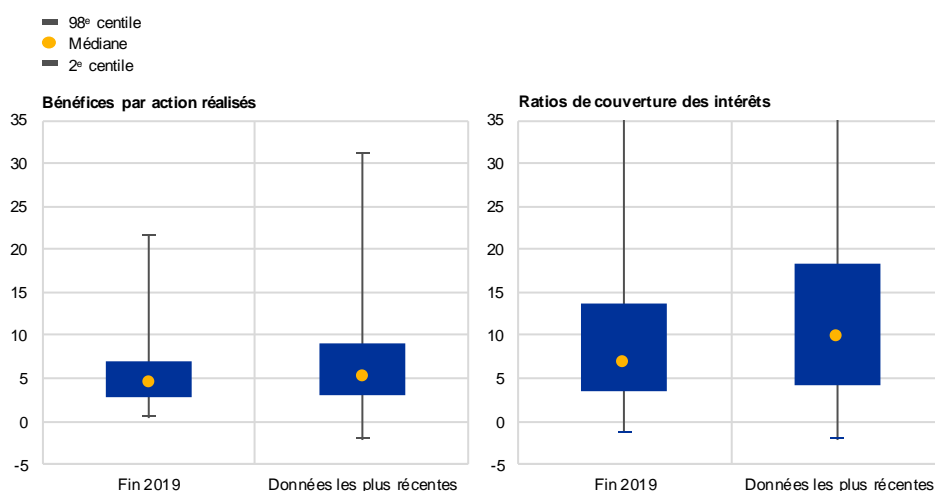
a) Modifications apportées aux notations à long terme des entreprises

(nombre de relèvements et de dégradations)



b) Bénéfices par action et ratios de couverture des intérêts pour les entreprises du S&P 500

(en dollars pour les bénéfices par action ; en pourcentage pour les ratios de couverture des intérêts)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : La partie a indique le nombre de sociétés non financières dans différentes régions dont les notations ont été relevées et dégradées (a) en 2020 et (b) au cours de la période depuis fin 2019, les dernières observations se rapportant au premier trimestre 2022. La partie b montre les bénéfices par action réalisés et les ratios de couverture des intérêts (paiements d'intérêts par rapport aux bénéfices) des entreprises du S&P 500, les points représentant la médiane, les boîtes indiquant l'intervalle interquartile (25^e-75^e centiles) et les moustaches le 2^e et le 98^e centiles. Dans le graphique de droite de la partie b, les 98^e centiles des deux distributions de ratio de couverture des intérêts (non visibles dans le graphique) se situent autour de 130 % et 390 %, respectivement, pour fin 2019 et les données les plus récentes. Dans la partie b, les dernières observations se rapportent au 14 janvier 2022 (bénéfices par action ; données hebdomadaires) et au quatrième trimestre 2021 (ratios de couverture des intérêts ; données trimestrielles).

En dépit de ces vulnérabilités persistantes, les valorisations des obligations d'entreprises sont proches de leurs points hauts historiques.

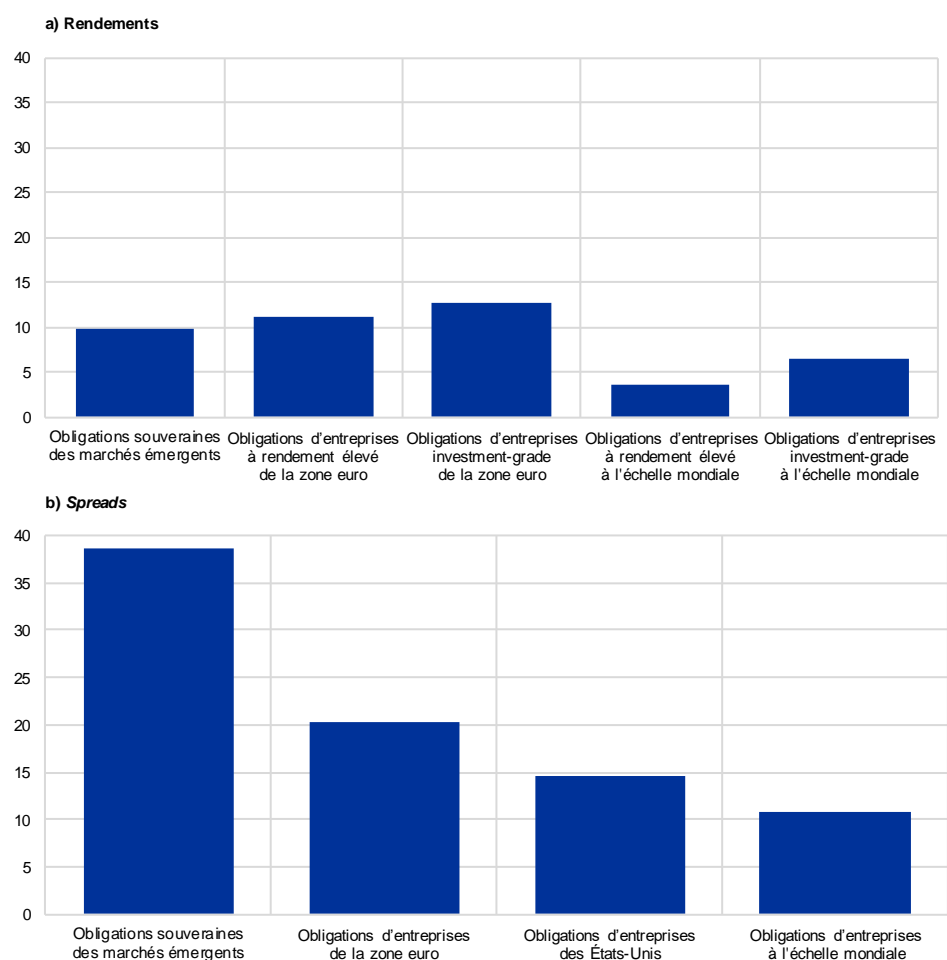
Cela est particulièrement vrai sur les compartiments des entreprises moins bien notées. Après avoir atteint un pic en mars 2020, les rendements des obligations d'entreprises aux États-Unis sont tombés à des points bas historiques sur l'ensemble des catégories de notation. Ces faibles rendements sont en partie le reflet du bas niveau des taux d'intérêt, les banques centrales ayant abaissé leurs taux directeurs et utilisé les achats d'actifs pour comprimer les primes de terme sur

les obligations d'État. Toutefois, les valorisations des obligations d'entreprises sont également très élevées en termes relatifs, c'est-à-dire telles que mesurées habituellement par la différence entre le rendement des obligations d'entreprises très risquées et celui des obligations faiblement risquées ou par la différence entre les rendements des obligations d'entreprises et les taux sans risque. Les *spreads* d'obligations d'entreprises ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie et sont proches des points bas historiques observés durant la période précédant la crise financière mondiale. Du fait de la nouvelle compression des *spreads* observée pour la plupart des catégories d'actifs ces derniers mois, des inquiétudes sont apparues quant à une possible exubérance sur certains compartiments du marché des obligations d'entreprises (graphique B) ².

Graphique B

Valorisations sur les marchés d'obligations à l'échelle mondiale

(pourcentage de mois depuis janvier 1999 pendant lesquels des rendements/*spreads* plus bas ont été enregistrés)



Sources : Bloomberg, Refinitiv Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Les valorisations sont établies sur la base des indices ICE Bank of America relatifs aux obligations d'entreprises, ainsi que des indices JP Morgan EMBI pour les marchés émergents d'obligations souveraines libellées en dollars. Dans ce graphique, les *spreads* d'obligations d'entreprises sont calculés comme la différence entre les obligations à rendement élevé et les obligations bien notées (*investment-grade*). Les dernières observations se rapportent à janvier 2022.

² Pour une analyse approfondie des risques relatifs aux valorisations des actifs sur le marché, cf. BCE, *Financial Stability Review*, novembre 2021, [Chapitre 2](#).

En dépit du récent redressement des *spreads* d'obligations d'entreprises sur certains marchés, les fortes baisses observées globalement depuis le pic de la crise de la COVID-19 ont été liées dans une large mesure à la forte appétence pour le risque des investisseurs.

En s'appuyant sur la littérature relative à la détermination des prix des obligations d'entreprises, les évolutions des valorisations de ces obligations à l'échelle mondiale peuvent être interprétées à partir d'un modèle comportant une composante risque de crédit et des facteurs qui prennent en compte les conditions plus larges du marché et de la liquidité. Le risque de crédit est mesuré à l'aide d'un indicateur du taux de défaut attendu (*expected default frequency*, EDF) fourni par l'agence de notation Moody's. Reposant sur la théorie de la valorisation des options, cet indicateur mesure la probabilité qu'une entreprise fasse défaut (c'est-à-dire qu'elle ne soit pas en mesure de procéder aux paiements prévus au titre du principal ou des intérêts) au cours des douze prochains mois³. Par conséquent, il reflète l'évaluation par le marché de la qualité de crédit des entreprises. Le modèle reflète l'incertitude sur le marché et l'aversion au risque à l'aide de l'indicateur VIX qui fournit une mesure de la volatilité attendue du marché boursier à partir des prix des options (et est couramment utilisé comme approximation de l'incertitude et de l'aversion au risque sur les marchés financiers). Le modèle prend en compte les conditions de la liquidité en utilisant le *spread* sur le marché monétaire, défini comme l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et le rendement des obligations d'État à trois mois. Les estimations calculées à partir du modèle suggèrent que les baisses globales des *spreads* d'obligations d'entreprises observées au niveau mondial depuis le pic de la pandémie – en dépit des récentes hausses sur certains compartiments – résultent d'une atténuation de l'incertitude sur les marchés ainsi que d'une évaluation relativement favorable par le marché du risque de défaut des entreprises (graphique C)⁴. Les contributions des résidus du modèle sur certains marchés indiquent une possible exubérance des valorisations et suggèrent une appétence pour le risque exceptionnellement élevée de la part des investisseurs.

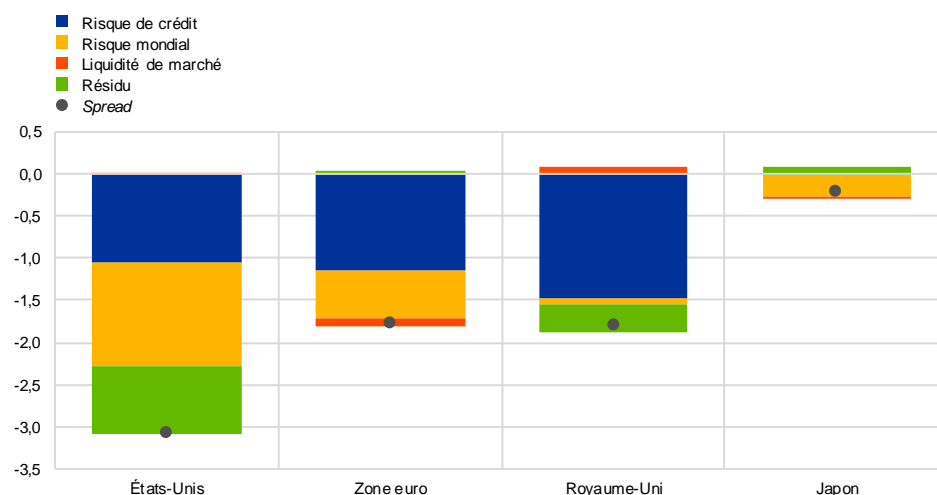
³ Cf., par exemple, Moody's Analytics, « [EDF Overview](#) », 2011.

⁴ Les résultats restent valables si l'on utilise d'autres métriques pour les variables explicatives. Pour une analyse plus large des valorisations dans la zone euro, cf., par exemple, Altavilla (C.), Lemke (W.), Linzert (T.), Tapking (J.) et von Landesberger (J.), « [Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#) », *Occasional Paper Series*, n° 278, BCE, septembre 2021.

Graphique C

Déterminants du redressement des *spreads* d'obligations d'entreprises à l'échelle mondiale depuis mars 2020

(en points de pourcentage)



Sources : Moody's Analytics, Refinitiv Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les estimations fondées sur des modèles des contributions du risque de crédit, de l'incertitude du marché et de la liquidité de marché aux variations observées depuis mars 2020 des *spreads* d'obligations d'entreprises notées BBB. Ici, les *spreads* d'obligations d'entreprises mesurent les écarts de rendement des obligations d'entreprises et des obligations d'État assorties de la même échéance dans une même juridiction. Les *spreads* d'obligations d'entreprises sont mesurés à l'échelle de l'indice du pays pour les obligations notées BBB assorties d'une échéance comprise entre trois et cinq ans. Le « risque de crédit » correspond à l'évaluation par le marché du risque de défaut des entreprises, tel que mesuré par l'indicateur EDF produit par Moody's ; le « risque mondial » est approximé par l'indicateur VIX ; et la « liquidité de marché » est approximée par le *spread* sur le marché monétaire – c'est-à-dire l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et le rendement des obligations d'État à trois mois (par exemple, le *TED spread* pour les États-Unis). Le modèle a été estimé à l'aide de données quotidiennes remontant à juin 2006, les dernières observations se rapportant au 17 février 2022.

Ces résultats peuvent être recoupés avec ceux d'un deuxième modèle fondé sur des données plus granulaires, qui confirme le rôle de l'appétence pour le risque dans les récentes valorisations, indiquant un risque potentiel de correction sur le marché. En effet, sur la base de données obligation par obligation et à l'échelle des entreprises considérées individuellement pour les États-Unis, l'un des plus grands marchés d'obligations d'entreprises du monde, les estimations établies à partir de modèles illustrent le rôle clé que l'appétence pour le risque des investisseurs a joué dans les récentes valorisations d'obligations d'entreprises s'agissant des sociétés non financières du S&P 500. Le modèle prend comme hypothèse qu'il existe une relation linéaire entre les *spreads* d'obligations d'entreprises et le risque de défaut spécifique aux entreprises et un vecteur de caractéristiques spécifiques aux obligations⁵. Une valeur positive pour un résidu de modèle obligataire, également appelée « prime excédentaire sur les obligations », peut être interprétée comme la rémunération pour l'exposition à une obligation qui dépasse la rémunération habituellement requise pour les défauts attendus. Depuis le pic de la crise de la COVID-19, la prime excédentaire sur les obligations a diminué et atteint des niveaux négatifs, supérieurs à ceux observés avant 2007 et analogues à ceux constatés avant la pandémie. Cela indique que la forte appétence pour le risque des investisseurs a poussé les primes de risque à la baisse, vers des niveaux

⁵ Cette approche est conforme à Gilchrist (S.) et Zakrajšek (E.), « *Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations*, *American Economic Review*, vol. 102, n° 4, juin 2012, p. 1692-1720, ainsi qu'à Favara (G.), Gilchrist (S.), Lewis (K.) et Zakrajšek (E.), « *Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium* », *FEDS Notes*, 2016.

légèrement inférieurs à la valorisation historique du risque de défaut par le marché (graphique D).

Graphique D

Prime excédentaire sur les obligations pour les sociétés non financières du S&P 500

(en points de base)



Sources : Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream et calculs de la BCE.

Notes : La composante prime excédentaire sur les obligations des *spreads* d'obligations d'entreprises corrigés des options a été estimée pour un panel de sociétés non financières du S&P 500 et agrégée à l'échelle des entreprises, conformément à l'approche adoptée par Gilchrist et Zakrajšek. Ce graphique présente la prime excédentaire sur les obligations pour les entreprises affichant une rentabilité médiane en termes de bénéfices par action réalisés. Le processus d'estimation prend en compte une mesure spécifique aux entreprises du défaut attendu (tel qu'il ressort de l'indicateur EDF produit par Moody's) et un vecteur de caractéristiques spécifiques aux obligations (notamment la durée, le coupon, l'âge et le volume, ainsi qu'une variable muette pour les obligations remboursables) ainsi que des effets fixes pour les secteurs et des erreurs types regroupées en deux grappes (*double-clustered*). La mesure des *spreads* d'obligations d'entreprises corrigés des options prend en compte la présence d'options intégrées dans un sous-ensemble d'échantillons d'obligations. Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2021 (données hebdomadaires).

Des chocs éventuels d'aversion au risque (*risk-off shocks*) à l'échelle du marché pourraient accroître de manière significative les coûts de financement des entreprises ainsi que les probabilités de défaut attendues, en particulier pour les entreprises dont les bilans sont les moins solides. Une revalorisation (*repricing*) des actifs face à une modification du sentiment à l'égard du risque à l'échelle mondiale pourrait accentuer les vulnérabilités des entreprises en matière de financement et accroître leur probabilité de défaut. Cet effet pourrait être particulièrement prononcé pour les entreprises dont les fondamentaux sont faibles (perspectives de bénéfices médiocres ou faibles ratios de couverture des intérêts). Les estimations fondées sur des modèles concernant la réaction à un choc mondial d'aversion au risque nous permettent d'estimer l'impact que pourrait avoir une inversion du sentiment des investisseurs sur les *spreads* d'obligations d'entreprises et les probabilités de défaut ⁶. Les résultats montrent que les *spreads* d'obligations d'entreprises sont très sensibles aux chocs mondiaux d'aversion au risque, en

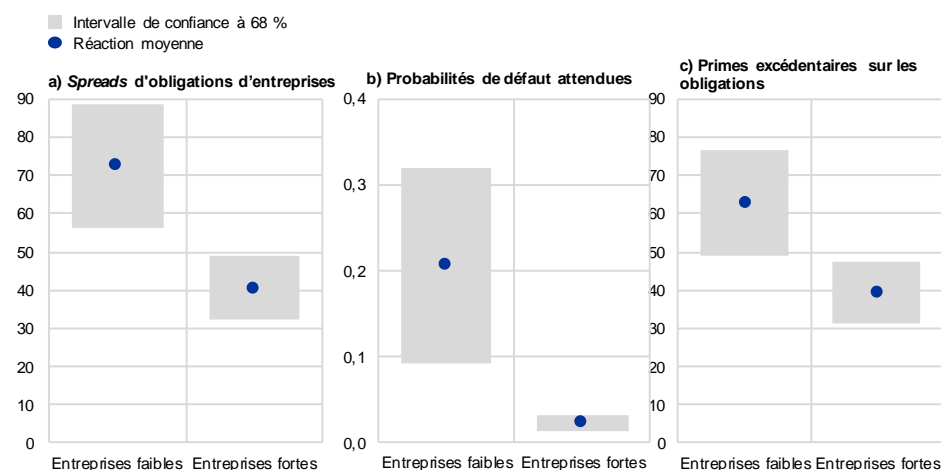
⁶ Ce choc est estimé à l'aide d'un modèle BVAR quotidien dans l'esprit de Brandt (L.), Saint Guilhem (A.), Schröder (M.) et Van Robays (I.), « *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk* », *Working Paper Series*, n° 2560, BCE, 2021. Le modèle utilise une combinaison de restrictions de signe, de grandeur relative et de narratif. Grâce à cette approche, le choc de risque mondial reflète la dynamique de report vers des valeurs sûres, en partant de l'hypothèse qu'une aversion accrue au risque à l'échelle mondiale entraîne un report vers les obligations américaines à long terme sûres au détriment des actions, tout en entraînant également un renforcement du dollar, étant donné son statut de valeur refuge. De plus, un élément narratif s'est imposé le jour de la faillite de Lehman Brothers, en vertu duquel le choc de risque mondial est le principal déterminant des prix des actions ce même jour. L'impact du choc est calibré sous la forme d'une diminution de 10 points de base des rendements à long terme des bons du Trésor américain sur cinq jours. Nous remercions Ine Van Robays d'avoir partagé la série relative au choc de risque mondial utilisée pour ce projet.

particulier dans le cas des entreprises les plus faibles. Pour ces entreprises, la réaction estimée en termes de revalorisation s'élève à 70 points de base environ trois semaines après le choc, contre 40 points de base environ pour les entreprises plus fortes (graphique E, partie a). De plus, la probabilité attendue qu'une entreprise fasse défaut au cours de l'année suivante augmente de 0,2 point de pourcentage (graphique E, partie b), ce qui représente une hausse substantielle si l'on considère que le taux de défaut attendu d'une société non financière médiane aux États-Unis n'excède pas 1 % habituellement. La sensibilité des coûts de financement peut s'expliquer pour l'essentiel par l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs, telle qu'approximée par la prime excédentaire sur les obligations (graphique E, partie c).

Graphique E

Impact des chocs d'aversion au risque à l'échelle du marché sur les *spreads* d'obligations d'entreprises, les probabilités de défaut attendues et les primes excédentaires sur les obligations pour les entreprises les plus fortes et les plus faibles

(*spreads* d'obligations d'entreprises et primes excédentaires sur les obligations en points de base ; probabilités de défaut attendues en pourcentages)



Sources : Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les réactions estimées des *spreads* d'obligations d'entreprises, des probabilités de défaut attendues et des primes excédentaires sur les obligations trois semaines après un choc mondial d'aversion au risque pour un panel de sociétés non financières du S&P 500. Les réactions sont estimées à l'aide de projections locales en données de panel. Les entreprises « faibles » correspondent aux 20 % d'entreprises du panel dont les ratios de couverture des intérêts sont les moins élevés ; les entreprises « fortes » correspondent aux 20 % d'entreprises dont les ratios sont les plus élevés. Les chocs sont estimés à partir d'un modèle BVAR quotidien avec une combinaison de restrictions de signe, de grandeur relative et de narratif, et sont calibrés sous la forme d'une baisse de 10 points de base sur cinq jours des rendements à long terme des bons du Trésor américain. Les estimations des projections locales sont hebdomadaires et couvrent la période allant de janvier 2005 à mai 2021 ; elles ont comme variables de contrôle l'indice Citigroup de surprise économique, le taux des bons du Trésor américain à deux ans et l'indicateur VIX, ainsi que des variables muettes pour la crise financière mondiale et la crise de la COVID-19, et elles prennent en compte des effets fixes pour les entreprises. Les erreurs types sont regroupées par secteur et par date. Les probabilités de défaut attendues sont mesurées à l'aide de l'indicateur EDF produit par Moody's, qui rend compte de la probabilité qu'une entreprise fasse défaut (c'est-à-dire qu'elle ne soit pas en mesure de procéder aux paiements prévus au titre du principal ou des intérêts) au cours de l'année suivante. La composante prime excédentaire sur les obligations des *spreads* d'obligations d'entreprises est estimée pour le panel d'obligations d'entreprises du S&P 500 et agrégée à l'échelle des entreprises, conformément à l'approche adoptée par Gilchrist et Zakrajšek. Ce processus d'estimation prend en compte la mesure spécifique aux entreprises du défaut attendu (tel qu'il ressort de l'indicateur EDF produit par Moody's) et un vecteur des caractéristiques spécifiques aux obligations (notamment la durée, le coupon, l'âge et le volume, ainsi qu'une variable muette pour les obligations remboursables) ainsi que des effets fixes pour les secteurs. Les dernières observations se rapportent au 17 décembre 2021 (données hebdomadaires).

Dans l'ensemble, cet encadré illustre le rôle important que joue l'appétence pour le risque dans les valorisations d'obligations d'entreprises, aussi bien sur le plan international que sur l'ensemble des entreprises, sur l'un des plus grands marchés d'obligations. L'analyse fondée sur des modèles suggère que,

même si la forte baisse des *spreads* d'obligations d'entreprises observée dans l'ensemble des pays depuis le pic de la pandémie de COVID-19 a en partie reflété l'évaluation par le marché d'une amélioration de la qualité de crédit de l'ensemble des entreprises, elle résulte également dans une large mesure du renforcement de l'appétence pour le risque des investisseurs. C'est ce que confirme l'analyse des valorisations obligation par obligation sur le marché américain des obligations d'entreprises. Pour l'avenir, l'encadré indique également que – du fait des bilans relativement faibles de certaines entreprises et du risque de modification du sentiment des investisseurs – des chocs d'aversion au risque à l'échelle du marché pourraient entraîner une augmentation significative des coûts de financement des entreprises et des probabilités de défaut attendues, en particulier pour les entreprises les plus faibles.

3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 novembre 2021 au 8 février 2022

Ross James Murphy et Nikolaus Solonar

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2021. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 3 novembre 2021 au 8 février 2022 (la « période sous revue »).

L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a augmenté de 45,6 milliards d'euros durant la période sous revue, atteignant un niveau record de 4 412,6 milliards. Cette évolution s'explique 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). L'effet des achats d'actifs sur l'excédent de liquidité a été partiellement contrebalancé par un accroissement notable du solde des facteurs autonomes. Pour la première fois, le programme TLTRO III a eu un effet d'assèchement net sur la liquidité.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui se définit comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 205,4 milliards d'euros pour s'établir à 2 495,7 milliards. Cette hausse, comparée aux deux périodes de constitution précédentes, est presque totalement due à un accroissement de 202,5 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'est établi à 2 340,8 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). En revanche, les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté, de 2,9 milliards d'euros, ressortant à 154,8 milliards.

Au cours de la période sous revue, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont augmenté de 55,3 milliards d'euros pour s'établir à 3 172,0 milliards, principalement sous l'effet d'un accroissement des autres facteurs autonomes et des billets en circulation. Les autres facteurs autonomes (tableau A) ont augmenté de 76,4 milliards d'euros pour s'inscrire à 1 035,8 milliards au cours de la période sous revue. Dans le même temps, les billets en circulation ont augmenté de 27,3 milliards d'euros pour s'établir à 1 531,0 milliards. Malgré une diminution de 48,3 milliards d'euros, les dépôts des administrations publiques demeurent élevés, à 605,2 milliards, niveau toutefois nettement inférieur au record de 729,8 milliards atteint au cours des cinquième et sixième périodes de constitution de 2020.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont diminué de 147,2 milliards d'euros pour s'établir à 831,4 milliards. Cette diminution est le résultat net d'une

baisse de 174,7 milliards d'euros des actifs nets libellés en euros et d'une augmentation de 27,5 milliards des avoirs extérieurs nets. La baisse des actifs nets libellés en euros résulte dans une large mesure de l'augmentation du poste L.6 du bilan de l'Eurosystème (« Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ») en raison d'augmentations des dépôts au titre des services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves et d'opérations de prêts de titres contre des garanties en espèces avec des contreparties hors zone euro en fin d'année. Le poste de bilan L.6 a atteint 710 milliards d'euros le 31 décembre 2021, niveau le plus haut jamais enregistré, car le placement de liquidités en euros sur le marché est devenu très coûteux à la fin de l'année.

Le tableau A présente une vue d'ensemble des facteurs autonomes ¹ évoqués précédemment et de leurs évolutions.

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

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle du 3 novembre 2021 au 8 février 2022						Précédente période sous revue du 28 juillet 2021 au 2 novembre 2021	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution du 3 novembre au 21 décembre		Huitième période de constitution du 22 décembre au 8 février		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	3 172,0	(+55,3)	3 146,4	(-0,6)	3 197,5	(+51,1)	3 116,6	(+120,3)
Billets en circulation	1 531,0	(+27,3)	1 521,4	(+14,0)	1 540,6	(+19,2)	1 503,7	(+28,7)
Dépôts des administrations publiques	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹	1 035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1 074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	3 673,0	(+58,5)	3 689,1	(+35,4)	3 656,9	(-32,2)	3 614,5	(+143,3)
Dont excédent de réserves exonéré dans le cadre du système à deux paliers	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
Dont excédent de réserves non exonéré dans le cadre du système à deux paliers	2 769,5	(+60,0)	2 769,5	(+25,8)	2 769,5	(+0,0)	2 709,5	(+123,2)
Réserves obligatoires ²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Quota exonéré ³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)
Facilité de dépôt	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
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 sur le [site Internet](#) de la BCE.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle du 3 novembre 2021 au 8 février 2022						Précédente période sous revue du 28 juillet 2021 au 2 novembre 2021	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution du 3 novembre au 21 décembre		Huitième période de constitution du 22 décembre au 8 février		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Avoirs extérieurs nets	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Avoirs nets libellés en euros	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Instruments de politique monétaire	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
<i>Opérations d'open market</i>	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Opérations de crédit	2 205,4	(-6,3)	2 208,9	(-1,1)	2 201,8	(-7,1)	2 211,7	(+63,5)
Opérations principales de refinancement	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Opérations TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Opérations TLTRO III	2 202,2	(+7,2)	2 206,3	(+5,2)	2 198,1	(-8,2)	2 195,0	(+74,3)
PELTRO	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	4 702,9	(+257,3)	4 655,6	(+143,3)	4 750,2	(+94,5)	4 445,6	(+282,8)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Programme pour les marchés de titres	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 487,7	(+39,8)	2 479,3	(+23,0)	2 496,2	(+16,9)	2 448,0	(+36,0)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	1 570,0	(+202,4)	1 533,2	(+109,0)	1 606,8	(+73,7)	1 367,5	(+236,1)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle du 3 novembre 2021 au 8 février 2022						Précédente période sous revue du 28 juillet 2021 au 2 novembre 2021	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution du 3 novembre au 21 décembre		Huitième période de constitution du 22 décembre au 8 février		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹	2 495,7	(+205,4)	2 430,5	(+100,3)	2 560,9	(+130,4)	2 290,2	(+170,8)
Solde des facteurs autonomes ²	2 340,8	(+202,5)	2 276,2	(+98,9)	2 405,5	(+129,2)	2 138,4	(+167,8)
Excédent de liquidité ³	4 412,6	(+45,6)	4 434,1	(+42,0)	4 391,1	(-43,0)	4 367,0	(+175,5)

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 3 novembre 2021 au 8 février 2022						Précédente période sous revue du 28 juillet 2021 au 2 novembre 2021	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution du 3 novembre au 21 décembre		Huitième période de constitution du 22 décembre au 8 février		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
Indice RepoFunds Rate Euro	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Source : BCE, RepoFunds Rate (CME Group)

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

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

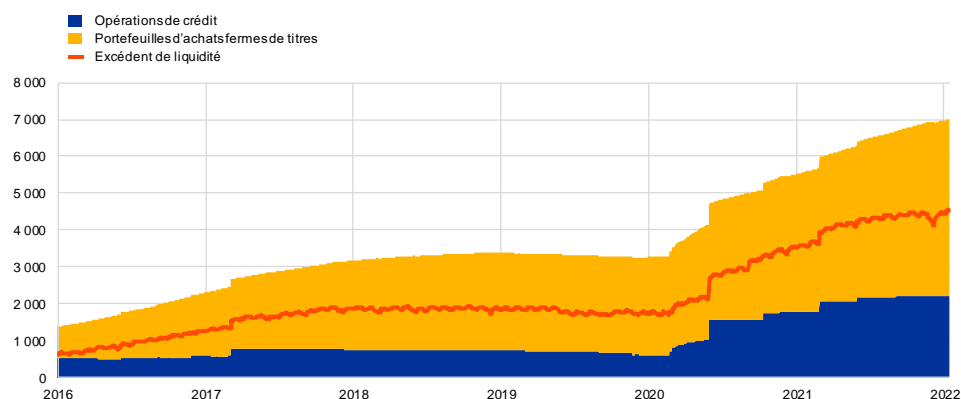
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a augmenté de 251,0 milliards d'euros pour s'établir à 6 908,3 milliards au cours de la période sous revue (graphique A). Cette

augmentation résulte d'achats nets dans le cadre des programmes d'achat d'actifs, principalement le PEPP, tandis que les opérations de crédit arrivant à échéance et les remboursements de TLTRO ont donné lieu à un assèchement de la liquidité.

Graphique A

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

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 8 février 2022.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 6,3 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette baisse résulte, pour l'essentiel, de l'arrivée à échéance d'opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO) au cours de la période sous revue précédente, dont les effets se font pleinement sentir seulement au cours de cette période. Dans le cadre des PELTRO, seuls 1,1 milliard d'euros ont été alloués lors de l'opération finale en décembre 2021. Globalement, les nouvelles allocations au titre des PELTRO et les opérations arrivant à échéance ont entraîné une absorption de liquidité nette moyenne de 13,5 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue. Le règlement de 51,97 milliards d'euros lors de la dixième opération TLTRO III le 22 décembre a été contrebalancé par des remboursements volontaires de 60,2 milliards réalisés le même jour au titre d'opérations TLTRO III précédentes, de sorte que, en termes nets, les TLTRO III ont asséché de la liquidité pour la première fois depuis leur lancement. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois ont continué de ne jouer qu'un rôle marginal, le recours moyen à ces deux opérations de refinancement régulières continuant de se situer à des niveaux historiquement bas, comme lors de la précédente période sous revue.

Les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 257,3 milliards d'euros pour s'établir à 4 702,9 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 202,4 milliards d'euros pour s'établir à 1 570,0 milliards par rapport à la moyenne de la précédente période sous revue. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP ont représenté la plus forte hausse de tous les programmes d'achats d'actifs de la BCE, suivis du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), enregistrant, respectivement, des hausses moyennes de 39,8 milliards d'euros pour ressortir à 2 487,7 milliards et de 15,4 milliards pour ressortir à 310,2 milliards. L'arrivée à

échéance de titres détenus dans le cadre de programmes qui ne sont plus en vigueur a réduit la taille des portefeuilles d'achats fermes de titres de 3,4 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 45,6 milliards d'euros, atteignant un nouveau record de 4 412,6 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 58,5 milliards d'euros, ressortant à 3 673,0 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a diminué de 12,9 milliards, s'inscrivant à 739,6 milliards.

L'excédent de réserves exonéré du taux négatif de la facilité de dépôt dans le cadre du système à deux paliers² a augmenté de 15,3 milliards d'euros pour s'établir à 919,6 milliards. L'excédent de liquidité non exonéré, qui inclut la facilité de dépôt, a augmenté de 47,1 milliards d'euros, atteignant 3 509,2 milliards. Le taux d'utilisation global du quota d'exonération maximum, c'est-à-dire le ratio des réserves exonérées rapportées au montant maximum exonéré³, qui se maintient au-dessus de 98 % depuis la troisième période de constitution de 2020, a légèrement diminué, revenant de 99,2 % à 99,0 %. La part de l'excédent de réserves exonéré dans l'excédent de liquidité total s'est établie à 20,8 %, contre 20,7 % au cours de la précédente période sous revue.

Évolutions des taux d'intérêt

Le taux à court terme de l'euro (€STR) moyen est demeuré globalement inchangé à – 57,6 points de base au cours de la période sous revue.

Compte tenu du niveau élevé de l'excédent de liquidité, l'€STR continue d'être relativement inélastique, même à des fluctuations substantielles de la liquidité. L'Eonia a été supprimé le 3 janvier 2022 et n'est donc plus présenté. 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, n'ont pas été modifiés au cours de la période sous revue.

Le taux moyen des opérations de pension dans la zone euro, qui est mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a diminué de 15,6 points de base au cours de la période sous revue pour s'établir à – 0,746 %. Cette baisse est exceptionnellement importante et généralisée, affectant non seulement les taux des

² Plus d'informations sur le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserves sont disponibles sur le [site Internet](#) de la BCE.

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

opérations de pension pour des transactions garanties par des obligations d'État allemandes et françaises, mais également pour celles qui sont garanties par des obligations d'État italiennes et espagnoles. Cette évolution est imputable à des schémas de fin d'année, qui ont été particulièrement prononcés. Après avoir suivi une tendance à la baisse régulière au début de la période sous revue, les taux des opérations de pension ont affiché une très forte baisse le 31 décembre 2021, date où l'indice RepoFunds Rate Euro a atteint son point bas historique de – 4,498 %. En janvier 2022, ce taux s'est rapidement normalisé et est revenu à un niveau proche de la moyenne pour la septième période de constitution.

Gabe de Bondt

Le présent encadré dresse le bilan de l'évolution des taux d'épargne des sociétés non financières dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone durant la pandémie. Il se concentre sur l'épargne des entreprises dans le cadre des comptes intégrés de la zone euro. Une distinction est opérée entre l'épargne incluant la « consommation de capital fixe » (ou amortissement), et l'épargne nette, souvent appelée « bénéfices non distribués ». L'épargne des entreprises est la part du revenu d'entreprise qui n'est pas distribuée aux actionnaires sous la forme de dividendes. Généralement, les entreprises se constituent une épargne parce qu'elle contribue à les protéger en cas de situation financière critique, peut être utilisée pour payer les charges d'exploitation et les dépenses en capital, leur permet d'accéder au financement externe, réduit les tensions financières et donne un plus grand sentiment de liberté financière. L'épargne est importante en tant que source interne de financement des investissements. Selon la théorie du financement hiérarchique (*pecking order theory*), les entreprises hiérarchisent leurs sources de financement, avec d'abord une préférence pour l'autofinancement, puis pour la dette, et en dernier lieu pour l'émission d'actions¹. En outre, présenter un taux d'épargne élevé peut aider les entreprises à emprunter des fonds, dans la mesure où cela indique une gestion saine du bilan et de bonnes perspectives d'activité. Une épargne durablement élevée peut, toutefois, aussi signaler un manque d'opportunités d'investissement productif ou une réticence à prendre des risques commerciaux².

Les taux d'épargne des entreprises ont atteint des niveaux record au cours des derniers trimestres. Les taux d'épargne des sociétés non financières dans la zone euro avaient atteint des niveaux record en 2017, puis ils ont commencé à s'inscrire sur une tendance baissière, tout en restant supérieurs à leurs moyennes historiques. Au début de la crise de la COVID-19, le taux d'épargne brute des sociétés non financières de la zone euro a poursuivi son recul, principalement en raison de la baisse des revenus. Le recul de l'épargne est encore plus prononcé lorsqu'il est mesuré en termes nets, en ne tenant pas compte de la consommation

¹ Pour des éléments empiriques montrant que l'accès aux sources internes de financement est très important pour l'investissement agrégé des entreprises dans la zone euro et aux États-Unis, cf. de Bondt (G.) et Diron (M.), « *Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence* », *Applied Economics Letters*, vol. 15(8), 2008, p. 577-581. Pour des données de panel reposant sur 47 pays montrant qu'une augmentation de l'épargne des entreprises est nettement corrélée à une hausse de l'investissement des entreprises, cf. Bebczuk (R.) et Cavallo (E.), « *Is business saving really none of our business?* », *Applied Economics*, vol. 48(24), 2016, p. 2266-2284. Cette étude conclut que l'épargne des entreprises et le financement externe sont des sources complémentaires de financement de l'investissement.

² Par exemple, l'excès d'épargne des entreprises au Japon est lié à un manque de perspectives de croissance et à une médiocre gouvernance d'entreprise. Cf., par exemple, Tong (J.) et Bremer (M.), « *Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?* », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 41(C), 2016, p. 41-56 ; Aoyagi (C.) et Ganelli (G.), « *Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan* », *Journal of Banking and Financial Economics*, vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, p. 51-69 ; Sun (Z.) et Wang (Y.), « *Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis* », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 56(C), 2015, p. 175-186 ; et Dudley (E.) et Zhang (N.), « *Trust and corporate cash holdings* », *Journal of Corporate Finance*, vol. 41(C), 2016, p. 363-387.

de capital fixe (graphique A, partie a). Le principal facteur d'évolution de l'épargne a été le revenu d'entreprise, qui a fortement diminué au deuxième trimestre 2020. Depuis mi-2020 environ, l'épargne a fortement rebondi, ce qui s'explique toujours essentiellement par l'évolution du revenu d'entreprise, et les taux d'épargne ont atteint des niveaux nettement supérieurs à leur moyenne observée depuis 1999. Ce rebond a été largement favorisé par les mesures prises par les autorités et par les efforts consentis par les entreprises elles-mêmes pour améliorer leurs conditions de liquidité³. Ces évolutions ont concerné l'ensemble des pays. Le taux d'épargne brute des sociétés non financières s'est établi au cours des derniers trimestres à des niveaux record ou proches de ces niveaux dans trois des quatre principaux pays de la zone euro (Espagne non comprise). Les différences entre les pays depuis le début de la pandémie reflètent en partie la diversité des mesures de soutien⁴. Dans une perspective à plus long terme, toutefois, les taux d'épargne des sociétés non financières en Espagne ont été élevés par rapport à d'autres pays depuis la crise financière mondiale, reflétant un processus marqué et prolongé de désendettement des entreprises.

³ Pour des descriptions plus détaillées, cf. l'encadré intitulé « [La santé des sociétés non financières durant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021, et l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

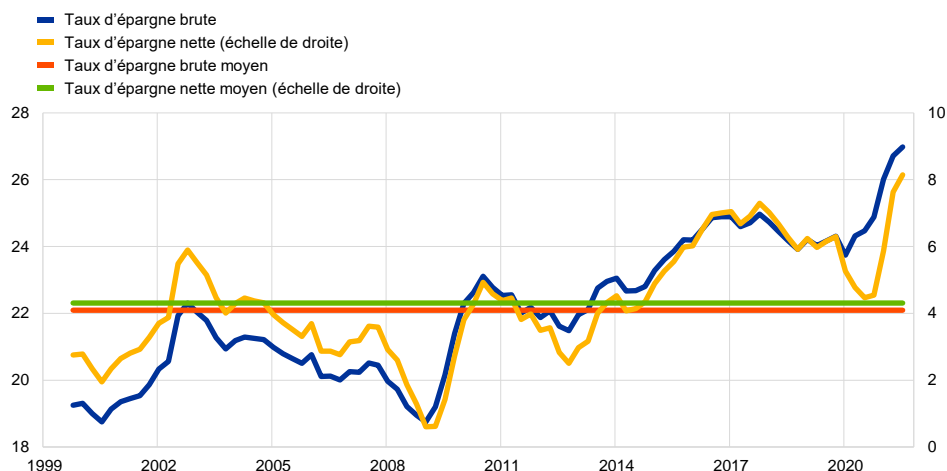
⁴ S'agissant des différences entre les pays concernant l'utilisation des garanties publiques sur les prêts, cf. l'encadré intitulé « [Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

Graphique A

Taux d'épargne des sociétés non financières dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

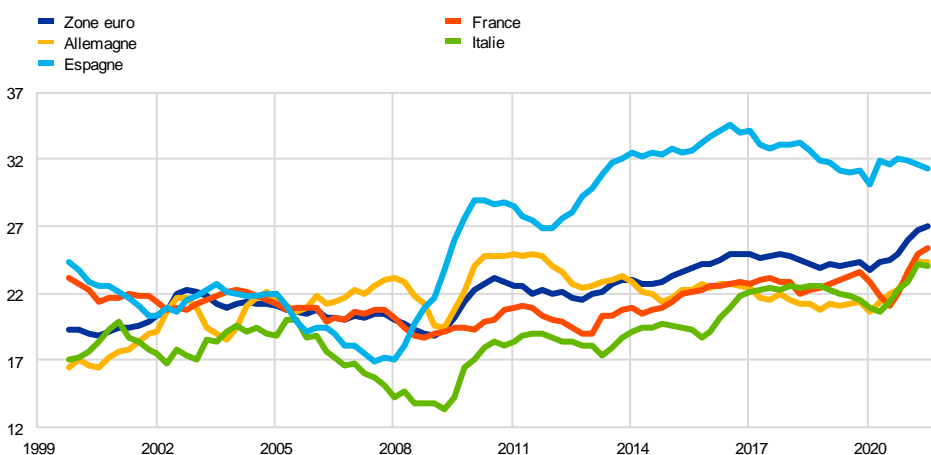
a) Zone euro

(épargne en pourcentage de la valeur ajoutée, sommes sur quatre trimestres)



b) Taux d'épargne brute

(épargne en pourcentage de la valeur ajoutée, sommes sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : La différence entre épargne brute et épargne nette correspond à la consommation de capital fixe.

De même, les mesures de l'épargne rapportée à l'investissement dans le secteur des sociétés non financières ont fortement rebondi au cours des derniers trimestres. Si les entreprises épargnent plus qu'elles n'investissent, elles sont prêteuses nettes. Dans la zone euro, la capacité nette de financement des sociétés non financières, c'est-à-dire l'excédent d'épargne par rapport à l'investissement, et le ratio épargne/investissement des sociétés non financières ont atteint de nouveaux sommets au cours des derniers trimestres (graphique B, partie a). La capacité nette de financement s'est établie à 318 milliards d'euros au troisième trimestre 2021. On ne sait pas dans quelle mesure l'augmentation de la capacité nette de financement s'avèrera durable ; cela dépend, entre autres facteurs, de la confiance à long terme des entreprises dans leur capacité à s'assurer

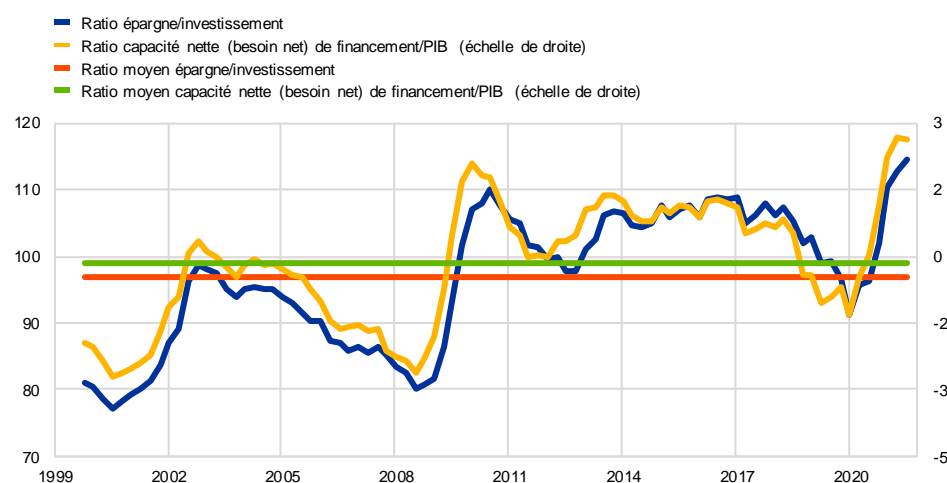
un financement externe ⁵. Le rebond de la capacité nette de financement a été généralisé dans les principaux pays de la zone euro, l'ensemble des pays enregistrant une valeur positive, de quelque 0,5 % du PIB en France et de 3 % du PIB environ dans les autres grands pays de la zone euro (graphique B, partie b). Il convient de noter que, en moyenne depuis 1999, la capacité nette de financement des sociétés non financières dans la zone euro est proche de zéro. De même, l'épargne des sociétés non financières représente près de 100 % des investissements des entreprises, ce qui souligne son importance comme source de financement interne pour l'investissement.

Graphique B

Ratios épargne/investissement et capacité nette de financement/PIB des sociétés non financières dans la zone euro et ses principaux pays

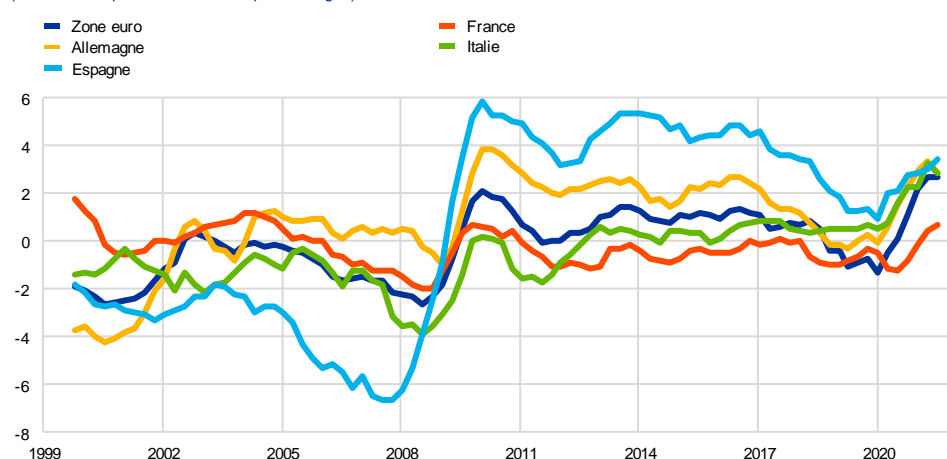
a) Zone euro

(sommés sur quatre trimestres en pourcentages)



b) Capacité/besoin net de financement rapporté au PIB

(sommés sur quatre trimestres en pourcentages)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : Le « ratio épargne/investissement » correspond au ratio épargne brute/formation brute de capital fixe. La capacité nette de financement négative correspond au « besoin net de financement ».

⁵ Cf. Nakajima (K.) et Sasaki (T.), « Bank dependence and corporate propensity to save », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 36, février 2016, p. 150-165.

Au niveau agrégé de la zone euro, on ne semble pas observer actuellement de déficit de financement interne pour l'investissement des entreprises. Au cours des derniers trimestres, une part relativement importante des actifs financiers des entreprises de la zone euro ont été placés en actifs liquides (graphique C, partie a). En outre, au troisième trimestre 2021, les ratios dette/actifs et dette nette/excédent brut d'exploitation des sociétés non financières agrégés au niveau de la zone euro ont été inférieurs à leur niveau du quatrième trimestre 2019, avant la pandémie (graphique C, partie b). Ce dernier ratio représente une approximation du ratio dette nette/bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA), utilisé couramment par les agences de notation de crédit pour déterminer la probabilité de défaut d'une entreprise sur sa dette. Ce ratio donne une indication du temps que mettrait une entreprise pour rembourser l'intégralité de sa dette si elle conservait son niveau d'activité actuel. Dans ce contexte, l'abondance d'épargne et donc de sources internes de financement pour les sociétés non financières au niveau agrégé de la zone euro, conjuguée à la persistance de conditions de financement externe favorables, devrait permettre un renforcement de l'investissement des entreprises au cours de la période à venir ⁶. En revanche, l'incertitude actuellement élevée et la disparition progressive des mesures de soutien budgétaire pourraient indiquer que les entreprises conservent une épargne plus élevée à titre de précaution ⁷.

⁶ Pour une décomposition plus fine des effets selon les secteurs et selon la taille, cf. l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

⁷ Cf. également Demary (M.), Hasenclever (S.) et Hüther (M.), « *Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run* », *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. 56, n° 1, 2021, p. 40-44 ; et Riddick (L.A.) et Whited (T.M.), « *The Corporate Propensity to Save* », *The Journal of Finance*, vol. 64, n° 4, 2009, p. 1729-1766. Cette dernière étude montre que les entreprises maintiennent des soldes de trésorerie plus élevés à titre de précaution lorsque le financement externe est coûteux, que l'incertitude relative aux revenus est forte et/ou que les investissements sont importants et leur financement coûteux. Les entreprises sont également susceptibles d'accumuler davantage d'actifs liquides à des périodes où la productivité du capital est faible.

Graphique C

Ratios d'actifs liquides et de dette des sociétés non financières de la zone euro

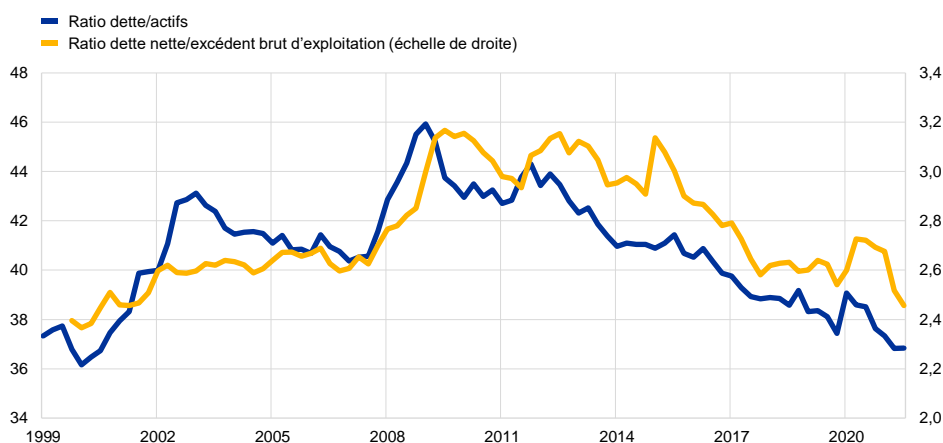
a) Ratio d'actifs liquides

(en pourcentages)



b) Ratios de dette

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : Le « ratio d'actifs liquides » représente le numéraire et les dépôts en pourcentage du total des actifs financiers. Le « ratio dette/actifs » correspond à la dette non consolidée en pourcentage du total des actifs financiers et non financiers. La « dette nette » correspond aux prêts consolidés plus les titres de créance plus les engagements au titre de l'assurance et de l'épargne-retraite, moins les actifs liquides. L'excédent brut d'exploitation est mesuré sous la forme de sommes sur quatre trimestres.

5 Le rôle du cycle des stocks dans la reprise actuelle

Malin Andersson et Gwenaël Le Breton

Le cycle des stocks est généralement procyclique, les variations de stocks étant une composante volatile des dépenses du PIB. Le présent encadré examine l'incidence des stocks et de leurs déterminants sur l'activité de la zone euro dans le cadre de la reprise économique actuelle. Le cycle des stocks est fortement et positivement corrélé à l'activité. Au cours des deux dernières décennies, il a apporté des contributions allant de + 1,0 point de pourcentage à - 1,5 point de pourcentage aux taux de croissance annuels du PIB de la zone euro, des fluctuations particulièrement importantes étant observées lors des périodes de crise (graphique A). L'interprétation économique de la dynamique des stocks soulève des difficultés pour deux raisons principales. Premièrement, les contributions des stocks à la croissance du PIB reflètent les modifications du rythme de constitution des stocks, autrement dit une accélération ou un ralentissement¹. Par conséquent, les stocks peuvent apporter une contribution positive à la croissance simplement si le rythme de déstockage (diminution des stocks) se ralentit ; il n'est pas nécessaire qu'il y ait constitution effective de stocks. Deuxièmement, la constitution de stocks rend compte non seulement des évolutions de plusieurs catégories de stocks, qui peuvent se compenser entre elles en termes agrégés, mais elle recouvre également des écarts (une composante « résiduelle ») et l'acquisition nette d'objets de valeur. Les évolutions de ces deux éléments sont souvent non corrélées au cycle conjoncturel².

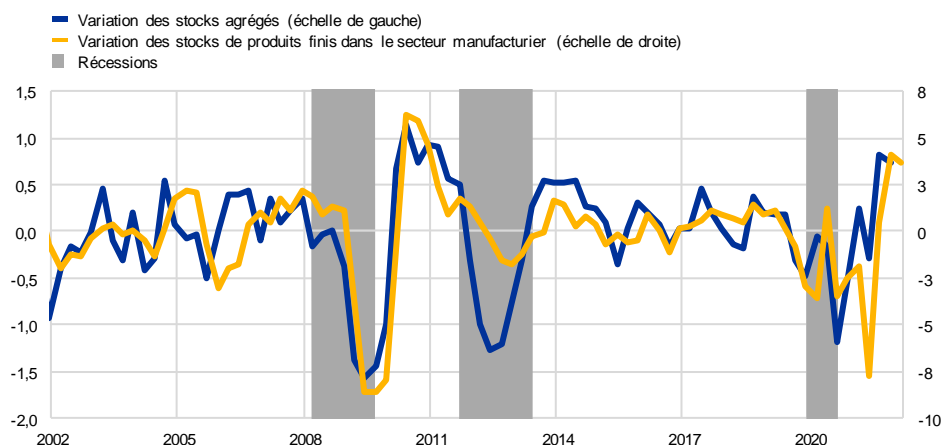
¹ En effet, la production qui n'est pas vendue sur l'exercice comptable où elle a été réalisée accroît les stocks de cet exercice ; c'est donc la variation de stocks qui entre dans l'« identité comptable » établissant une relation entre le PIB et ses composantes dépenses. Cf. l'encadré intitulé « *Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2012.

² Des écarts apparaissent, car les stocks jouent souvent un rôle prépondérant dans le processus consistant à équilibrer les soldes des comptes nationaux et renferment donc une importante composante « résiduelle », en raison de l'insuffisance de données de stocks effectives ou provenant de sources fiables suivant une périodicité trimestrielle. Les objets de valeur comprennent, notamment, les métaux précieux et les objets d'art et représentent une faible part des stocks.

Graphique A

Variations des stocks

(contributions en points de pourcentage à la croissance annuelle du PIB – échelle de gauche ; indice de diffusion, écarts sur quatre trimestres – échelle de droite)



Sources : Eurostat et Markit.

Notes : Les données Markit recouvrent les moyennes trimestrielles de données mensuelles. Les stocks agrégés sont établis à partir des données de comptes nationaux. Le stock de produits finis fait référence aux réponses à la question de l'enquête auprès des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index*, PMI) sur les « produits finis qui sont sortis de la chaîne de production et attendent d'être expédiés/vendus (en unités, non en valeur monétaire) ce mois-ci par rapport à la situation il y a un mois ». Les périodes de récession sont celles définies par le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 pour les stocks et à février 2022 pour l'enquête auprès des directeurs d'achat.

Les stocks comprennent les produits finis, les biens destinés à la revente, les travaux en cours et les intrants. Ils se rapportent donc à plusieurs étapes différentes du processus de production. Par exemple, le ratio stocks d'intrants/stocks de produits finis est procyclique, l'accumulation d'intrants intervenant en amont lors des reprises économiques et précédant l'accumulation de produits finis. En l'absence de données conjoncturelles, les indicateurs tirés d'enquête peuvent apporter un éclairage sur la situation des stocks à court terme. La variation annuelle des stocks de produits finis dans le secteur manufacturier, établie à partir de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) – qui mesure la variation de la croissance des stocks – est en phase avec la contribution annuelle des variations de stocks à la croissance du PIB établie à partir des comptes nationaux, et indique la persistance d'une contribution positive de la constitution de stocks au premier trimestre 2022 (graphique A).

Les fluctuations de la contribution de la constitution de stocks à la croissance du PIB reflètent les ajustements aux évolutions des conditions de l'offre et de la demande.

Les variations de stocks des entreprises servent principalement de tampon pour que le processus de production se déroule sans heurts, et pour réduire les coûts d'ajustement de la production et le coût des livraisons lorsque les ventes fluctuent³. Une équation de régression estimée à l'aide d'un échantillon de données pour la période 2000-2019 montre que l'écart de production – défini comme la différence entre les dynamiques de la production industrielle et des ventes au détail – explique relativement bien le cycle des stocks en période de crise (graphique B). En d'autres termes, la contribution de la constitution de stocks à la croissance du

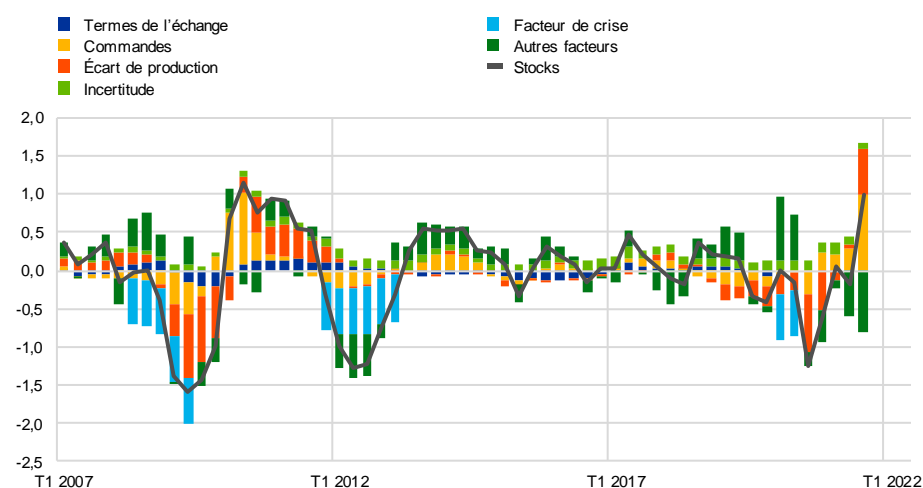
³ Cf. Khan (A.), « *The Role of Inventories in the Business Cycle* » *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, T3 2003.

PIB diminue lorsque la production baisse plus que les ventes au détail (parce que les stocks sont utilisés pour compenser le déficit), et inversement. Les facteurs de demande, appréhendés grâce à la dynamique des commandes, incitent également les entreprises à ajuster leurs stocks. La détérioration des termes de l'échange et la montée de l'incertitude, qui auraient pu éventuellement entraîner la constitution de stocks, ont joué un rôle mineur. La contribution de la constitution de stocks a été particulièrement négative en période de crise. En période « normale », les « autres facteurs », c'est-à-dire la composante résiduelle, expliquent une part non négligeable des contributions des stocks au PIB, reflétant le fait que les statistiques relatives aux stocks contiennent une composante résiduelle non liée au cycle conjoncturel, comme décrit précédemment.

Graphique B

Les stocks et leurs déterminants

(contributions en points de pourcentage à la croissance annuelle du PIB)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'estimation est réalisée à partir de Boata (A.), « *Painful destocking in sight for European corporates* », EulerHermes, 2019. La période d'estimation retenue pour le graphique s'étend du premier trimestre 2000 au quatrième trimestre 2019. Les commandes (sur la base des informations tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier), les termes de l'échange (déflateur des exportations/importations) et l'écart de production (production industrielle moins commerce de détail) sont exprimés en termes annuels, avec un retard d'un trimestre. L'incertitude est appréhendée par le niveau de l'indice d'incertitude entourant les politiques européennes. Le facteur de crise est une variable muette indiquant les périodes de récession (telles qu'elles sont définies par le CEPR). La rubrique « Autres facteurs » reflète la composante résiduelle. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2021.

L'accélération actuelle de la constitution de stocks pourrait également refléter un effet d'amplification des fluctuations (*bullwhip effect*) lié aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Dans un environnement caractérisé par un niveau élevé de demande et d'incertitude entourant l'approvisionnement en intrants, les entreprises du secteur manufacturier ont tendance, à titre de précaution, à accumuler des stocks d'intrants et gonflent parfois les commandes par rapport à leurs besoins réels. Cet effet *bullwhip* pourrait avoir entraîné une amplification de la procyclicité des variations de stocks dans le contexte actuel^{4, 5}. Une décomposition des données de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier montre

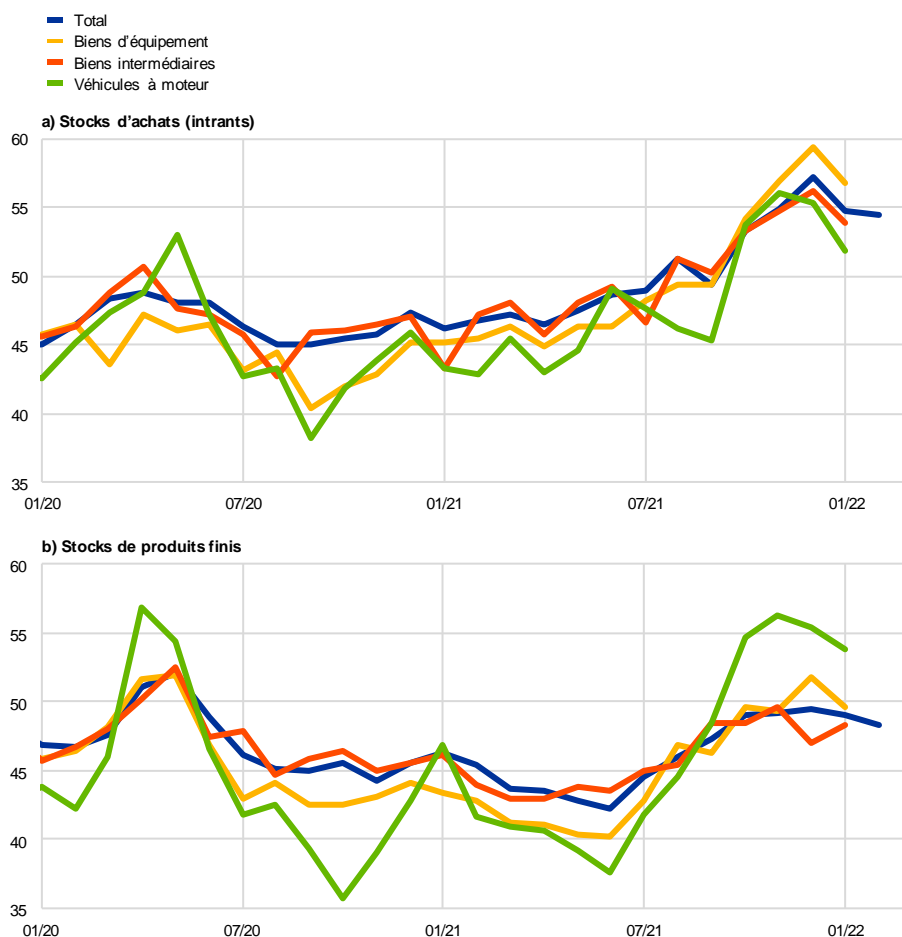
⁴ Cf. Lee (H. L.), Padmanabhan (V.) et Whang (S.), « *Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect* », *Management Science*, 1997, vol. 43, n° 4.

⁵ Cf. Shin (H. S.), « *Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic* », discours prononcé lors du séminaire international du G20 « *Recover together, recover stronger* », décembre 2021.

que le rythme de constitution des stocks d'achats (intrants) a atteint un record historique fin 2021 pour les biens d'équipement, les biens intermédiaires et les véhicules à moteur (graphique C, partie a), avant de se ralentir début 2022. Globalement, les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat relatives aux stocks de produits finis indiquent que les stocks de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont été globalement inchangés au cours des derniers mois, après avoir progressivement augmenté depuis mi-2021. En revanche, la constitution de stocks a continué de s'accroître pour les véhicules à moteur jusqu'à fin 2021 (graphique C, partie b), en raison de l'accumulation de voitures (quasi) finies liée aux pénuries de puces électroniques. Le stock de véhicules à moteur finis n'a commencé à diminuer que très récemment, à la suite d'une amélioration de l'offre mondiale de puces électroniques.

Graphique C
Stocks par catégorie et par secteur

(indice de diffusion, 50 = aucune variation)



Source : Markit.

Notes : Le stock des achats fait référence aux réponses à la question de l'enquête auprès des directeurs d'achat sur le « niveau du stock de matériaux achetés (en unités, non en valeur monétaire) ce mois-ci par rapport à la situation il y a un mois » ; en ce qui concerne les stocks de produits finis, cf. les notes du graphique A. Les dernières observations se rapportent à février 2022 pour le total et à janvier 2022 pour les composantes.

À plus long terme, les niveaux très faibles des stocks et la persistance de contraintes pesant sur l'offre pourraient indiquer une constitution de stocks

supplémentaires. L'enquête auprès des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier indique la poursuite de l'accélération globale de la constitution de stocks au premier trimestre 2022, tandis que, dans l'enquête de la Commission européenne, les niveaux de stocks dans les secteurs manufacturier et du commerce de détail continuent d'être jugés historiquement bas, malgré quelques améliorations récentes dans le secteur manufacturier (graphique D). Les éléments ressortant des contacts avec les entreprises ⁶ reflètent l'hétérogénéité des points de vue sur les stocks selon les secteurs, la complexité des produits et le positionnement dans la chaîne de production, mais confirment globalement que les stocks d'intrants et de produits finis sont faibles, tandis que les stocks de produits semi-finis et de marchandises en transit tendent à être élevés ⁷. La variation agrégée du rythme de constitution des stocks – qui détermine la contribution des stocks à la croissance du PIB – dépend en particulier de la résorption des contraintes pesant sur l'offre et d'un éventuel surcroît de commandes. Les contacts au sein des entreprises estiment que des goulets d'étranglement vont persister au moins jusqu'au second semestre cette année, ce qui pourrait prolonger l'effet *bullwhip*. Même si la constitution attendue de stocks supplémentaires pourrait refléter des motifs de précaution, les contacts avec les entreprises et d'autres sources ⁸ n'ont pas jusqu'à présent apporté d'éléments solides qui révéleraient que les entreprises ont, d'une manière générale, modifié leurs stratégies de gestion des stocks en passant d'une production *just in time* ⁹ à une production *just in case*, ce qui pourrait affecter de façon permanente le cycle des stocks.

⁶ Pour plus d'informations sur la nature et la finalité de ces contacts, cf. l'article intitulé « [Le dialogue de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « [Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022. Des stocks de produits finis plus élevés qu'habituellement pourraient refléter des contraintes liées au transport maritime, une pénurie de composants ou des prix élevés, ce qui entraînerait une hausse de la valeur des stocks et donc du coût des besoins en fonds de roulement, tandis que des stocks anormalement faibles résultent d'une forte demande.

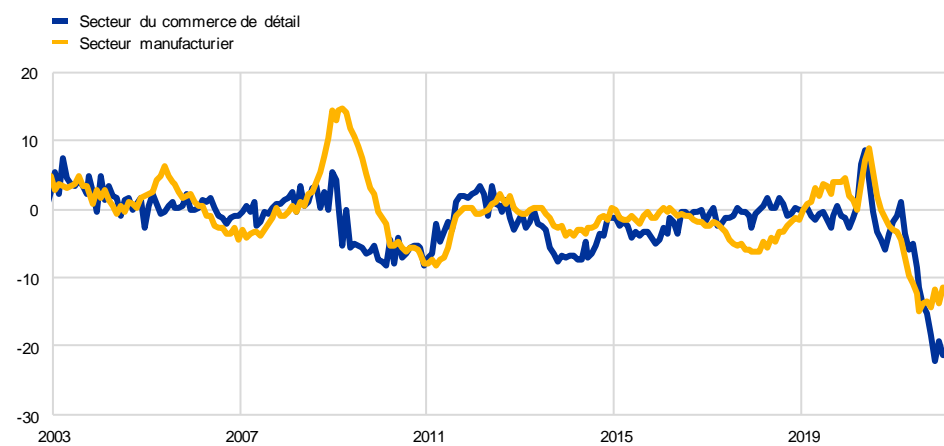
⁸ Cf. par exemple Alicke (K.), Barriball (E.) et Trautwein (V.), « [How COVID-19 is reshaping supply chains](#) » *McKinsey & Company*, novembre 2021.

⁹ Le modèle de chaînes d'approvisionnement « juste à temps » privilégie des stocks allégés (*lean inventories*) afin de réduire les coûts de production, qui pèsent sur le cycle des stocks, cf. Piger (M.), « [Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#) », *Economic Synopses*, n° 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Les stocks sont réduits à leur niveau minimum et on utilise des contrats d'approvisionnement à court terme, qui peuvent être rapidement ajustés aux variations de la demande.

Graphique D

Évaluation des stocks de produits finis

(soldes en pourcentage centrés)



Sources : Commission européenne (DG-ECFIN) et calculs de la BCE.

Notes : Les données se réfèrent aux réponses à la question de l'enquête de la Commission européenne « *Considérez-vous votre stock actuel de produits finis comme trop important (supérieur à la normale) / adapté / trop faible (inférieur à la normale) ?* ». La dernière observation se rapporte à février 2022.

6 La reprise du marché du travail dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

António Dias da Silva, Desislava Rusinova et Marco Weißler

Cet encadré analyse la reprise actuelle sur le marché du travail en s'appuyant sur des données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES) ¹. L'enquête CES

apporte un nouvel éclairage sur le marché du travail dans la zone euro ².

Les participants fournissent des informations relatives à leur statut professionnel, leurs recherches d'emploi, leurs anticipations concernant l'emploi et la rémunération, leur niveau de satisfaction professionnelle et l'adéquation de leurs compétences avec leur emploi. Certaines de ces informations ne sont pas disponibles dans les statistiques officielles de l'UE relatives au marché du travail et, s'agissant des principaux agrégats du marché du travail, l'enquête CES fournit des données plus récentes. Les données tirées de l'enquête CES viennent donc utilement compléter les données officielles de l'UE. Cet encadré les utilise afin d'apporter un éclairage sur la reprise actuelle sur le marché du travail dans la zone euro.

Le taux d'activité se redresse dans l'ensemble, en lien avec une baisse du nombre de travailleurs découragés. Les données de l'enquête CES montrent que

le taux d'activité – la proportion de la population en âge de travailler en emploi ou qui recherche activement un emploi – a connu un rebond depuis janvier 2021 (graphique A) ³. Les données pour janvier 2022 indiquent toutefois une diminution du taux d'activité et une augmentation du nombre de travailleurs découragés – c'est-à-dire ceux qui ne recherchent actuellement pas d'emploi, car ils considèrent qu'aucun emploi adéquat n'est disponible, ou ceux qui n'ont pas encore commencé leur recherche. Ces évolutions récentes sont probablement liées au durcissement des mesures d'endiguement de la pandémie ainsi qu'à des facteurs saisonniers qui réduisent la demande de main-d'œuvre pendant les mois d'hiver. L'augmentation du taux d'activité en 2021 s'est accompagnée d'une diminution du phénomène de découragement ⁴. Par conséquent, l'augmentation du taux d'activité a en partie résulté de l'entrée directe en emploi de participants ne recherchant pas activement un emploi (inactifs), ce qui indique donc également une amélioration des perspectives sur le marché du travail pour les participants chômeurs activement en recherche d'emploi. Le taux de chômage, tel que mesuré par l'enquête CES, a

¹ Pour de plus amples informations sur l'enquête CES, cf. « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, décembre 2021.

² L'ensemble de données couvre six pays de la zone euro : la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, et les Pays-Bas.

³ Pour une analyse récente des évolutions de la main-d'œuvre fondée sur les données Eurostat, cf. « *Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

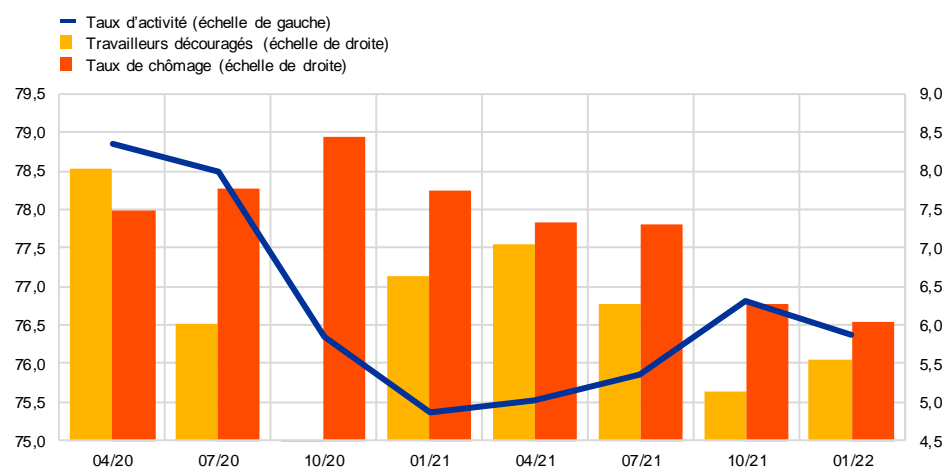
⁴ En raison de modifications de la méthodologie au cours de la phase pilote de l'enquête CES, le statut professionnel des participants en avril et juillet 2020 et le ratio de travailleurs découragés en juillet et octobre 2020 ne sont pas entièrement comparables au reste de l'échantillon.

continué de baisser en janvier 2022 pour se situer environ 2,4 points de pourcentage au-dessous du point haut atteint au cours de la pandémie.

Graphique A

Population active, chômage et travailleurs découragés

(échelle de gauche : en pourcentages de la population en âge de travailler ; échelle de droite : en pourcentages des participants inactifs pour les travailleurs découragés et en pourcentages de la population active pour le taux de chômage)



Source : enquête CES.

Notes : Le taux d'activité correspond à la part des participants occupant un emploi, plus la part des participants au chômage qui recherchent actuellement un emploi, rapporté à l'ensemble des participants à l'enquête âgés de 20 à 64 ans. Le taux de chômage correspond à la part des participants au chômage qui recherchent un emploi rapportée à la population active âgée de 20 à 64 ans. Dans l'enquête CES, ces deux taux diffèrent de ceux calculés par Eurostat en raison de plusieurs différences d'échantillonnage et de méthodologie. En outre, en raison d'une révision de la question de l'enquête CES relative au statut professionnel, il existe potentiellement une rupture dans ces séries en octobre 2020. Les travailleurs découragés correspondent à la part des participants âgés de 20 à 64 ans qui sont inactifs et qui ne recherchent pas d'emploi actuellement, car « il n'y a pas d'emplois disponibles » ou car ils « n'ont pas encore commencé à chercher ».

Les perceptions concernant les évolutions sur le marché du travail se sont considérablement améliorées après les premiers mois de la pandémie de COVID-19 (graphique B).

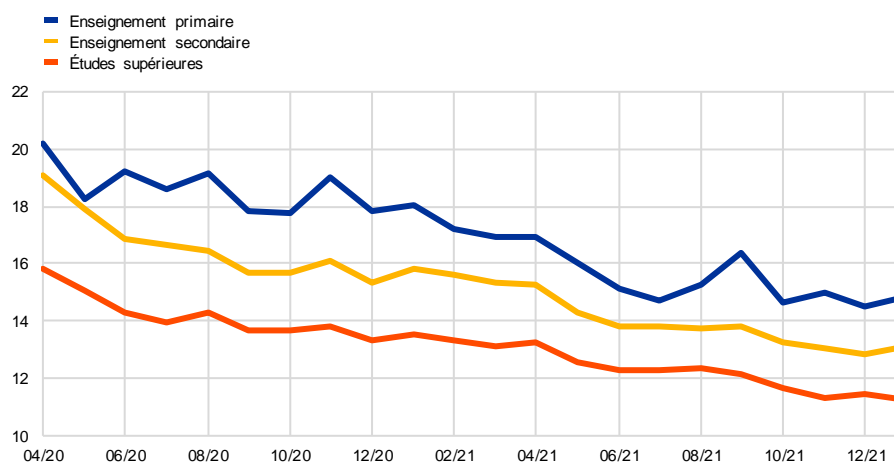
À mesure que les conditions économiques se sont redressées en termes agrégés, les perceptions concernant les évolutions sur le marché du travail se sont améliorées, ce qui s'est traduit par une diminution régulière des anticipations relatives au taux de chômage dans tous les groupes de participants sur la base de leur niveau d'éducation. Les anticipations relatives au taux de chômage à 12 mois tendent à être plus élevées pour les participants ayant terminé l'enseignement primaire ou secondaire que pour ceux ayant suivi des études supérieures. Les anticipations relatives au taux de chômage pour tous les groupes se sont révélées nettement supérieures aux taux observés, ce qui est couramment constaté dans les enquêtes sur les anticipations⁵. Conformément aux anticipations relatives au taux de chômage, les salariés ont récemment indiqué qu'ils étaient moins inquiets de perdre leur emploi.

⁵ Cf., par exemple, Broer (T.), Kohlhas (A.), Mitman (K.) et Schlafmann (K.), « *Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy* », *CEPR Discussion Paper*, n° 15934, 2021. S'agissant des anticipations individuelles concernant la perte d'emploi, cf., par exemple, Stephens (M.) « *Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n° 1, 2004, p. 253-269.

Graphique B

Anticipations relatives au taux de chômage à 12 mois, ventilées par niveau d'éducation des participants

(en pourcentages)



Source : enquête CES.

Notes : Les données correspondent aux anticipations moyennes relatives au taux de chômage à 12 mois dans les pays des participants. Les niveaux d'éducation correspondent au plus haut niveau de scolarisation terminé, ou au plus haut diplôme obtenu, conformément à la Classification internationale type de l'éducation (CITE).

Les passages directs d'un emploi à un autre et l'amélioration des anticipations de rémunération montrent que la perception par les salariés de la situation sur le marché du travail s'est améliorée dans l'ensemble (graphique C).

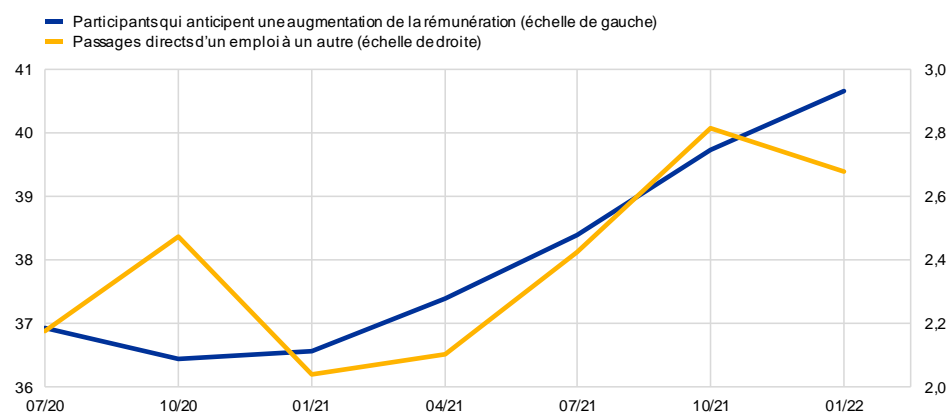
Les passages directs d'un emploi à un autre tendent à diminuer lors de ralentissements économiques et à augmenter lors de reprises. Lorsque la situation sur le marché du travail s'améliore en période de reprise, les entreprises se font concurrence pour attirer les travailleurs employés par d'autres entreprises et les travailleurs tirent profit de la situation pour trouver des emplois mieux rémunérés, ce qui peut entraîner des tensions à la hausse sur les salaires⁶. Les données tirées de l'enquête CES suggèrent que la part des salariés qui changent d'entreprise au cours d'un trimestre a régulièrement augmenté depuis janvier 2021, à l'exception d'une légère baisse qui ressort des dernières données pour janvier 2022, ce qui pourrait s'expliquer par les mêmes raisons que la diminution du taux d'activité. L'accroissement du nombre de passages directs d'un emploi à un autre en 2021 s'est accompagné d'une augmentation de la part des participants qui anticipent une hausse du revenu total net du ménage au cours des 12 prochains mois, car les travailleurs en recherche d'emploi sont devenus plus optimistes concernant leur rémunération, le nombre d'heures travaillées ou les perspectives d'emploi globales.

⁶ Cf., par exemple, Karahan (F.), Michaels (R.), Pugsley (B.), Şahin (A.) et Schuh (R.) « *Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?* », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n° 5, 2017, p. 353-357 ; et Moscarini (G.) et Postel-Vinay (F.) « *The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth* », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n° 5, 2017, p. 364-368.

Graphique C

Passages directs d'un emploi à un autre et anticipations d'augmentation de la rémunération

(échelle de gauche : en pourcentages des participants ; échelle de droite : en pourcentages des salariés)



Source : enquête CES.

Notes : Les passages directs d'un emploi à un autre correspondent à la part des participants qui étaient en emploi trois mois plus tôt et qui déclarent une durée d'emploi de moins de trois mois avec leur employeur actuel. Les anticipations de rémunération correspondent à la part des participants qui prévoient une augmentation des revenus nets du ménage au cours des 12 prochains mois.

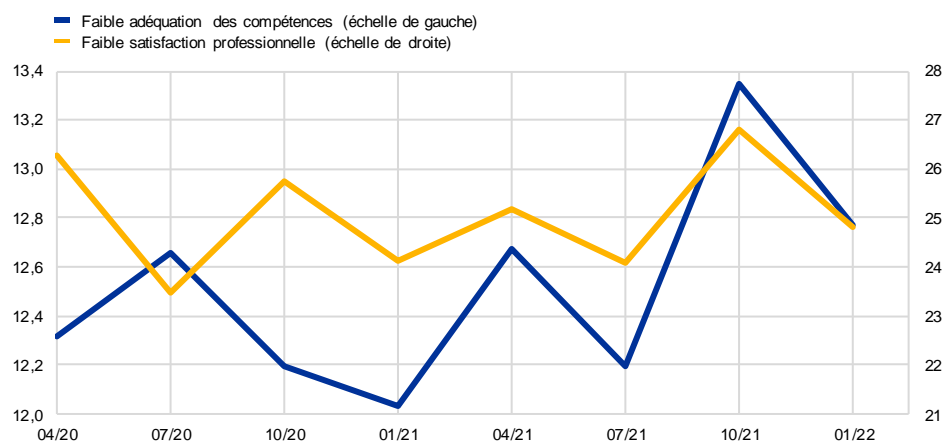
Dans le même temps, les travailleurs ne perçoivent pas leurs conditions de travail comme s'étant considérablement détériorées durant la pandémie.

Les questions de l'enquête CES portent notamment sur la manière dont les participants perçoivent le niveau d'adéquation des compétences et leur satisfaction professionnelle, ce qui permet de déduire des informations sur la qualité de l'emploi (graphique D). En janvier 2022, moins de 13 % des participants ont fait état d'une faible adéquation des compétences dans leur emploi actuel et environ 26 % ont déclaré qu'ils étaient faiblement satisfaits de leur emploi. Aucun des deux indicateurs ne révèle de détérioration significative de la qualité de l'emploi depuis le début de la pandémie, ce qui suggère que la reprise sur le marché du travail n'est pas le résultat d'un accroissement des emplois de faible qualité. En reliant ces informations avec les réponses relatives aux passages directs d'un emploi à un autre, il apparaît que les travailleurs qui changent d'emploi sont plus susceptibles de faire état d'une amélioration de l'adéquation des compétences et de la satisfaction professionnelle.

Graphique D

Part des travailleurs déclarant une faible satisfaction professionnelle et une faible adéquation des compétences

(en pourcentages des participants)



Source : enquête CES.

Note : La part des participants salariés qui déclarent une faible adéquation des compétences dans leur emploi actuel correspond aux participants ayant sélectionné les trois plus faibles valeurs sur une échelle allant de 1 à 7, tandis que la faible satisfaction professionnelle correspond à ceux ayant choisi les deux plus faibles valeurs sur une échelle allant de 1 à 5.

Dans l'ensemble, l'enquête CES indique une dynamique positive sur le marché du travail, bien que la pandémie continue de peser sur le rythme de la reprise.

En 2021, le nombre de travailleurs dans la population active a augmenté, évolution qui s'est accompagnée d'une diminution du découragement et du taux de chômage. L'offre de main-d'œuvre a donc réagi rapidement au renforcement de la demande. En outre, un plus grand nombre de participants ont changé d'emploi, revu à la hausse leurs anticipations de rémunération, et prévoient une amélioration de la situation sur le marché du travail, ce qui suggère un marché du travail dynamique.

Quelles sous-composantes déterminent les coûts des logements occupés par leur propriétaire ?

Rodolfo Arioli et Eduardo Gonçalves

En janvier 2022, Eurostat a commencé à publier des agrégats officiels pour la zone euro dans le cadre de son indice des prix des logements occupés par leur propriétaire (IPLOP). Le présent encadré examine les différentes sous-composantes de cet indice et fournit des détails sur leur corrélation avec d'autres indicateurs de prix.

Les coûts des logements occupés par leur propriétaire recouvrent les coûts liés à l'acquisition et à la propriété des logements ¹. Les coûts d'acquisition mesurent le coût des « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et des grosses rénovations » et des « achats de logements neufs ». On considère que l'achat d'un logement neuf constitue pour partie de la consommation et pour partie un actif, le premier aspect reflétant la valeur des services fournis par le bâtiment (par exemple le logement qu'il offre) et le second traduisant la valeur du bâtiment lui-même et du terrain sur lequel il se situe ². En revanche, les prix du foncier ne sont pas inclus dans la sous-composante « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et grosses rénovations », qui recouvre principalement les coûts de construction des logements individuels bâtis sur des terrains que possédaient déjà les propriétaires réalisant eux-mêmes cette construction. L'IPLOP évalue également le coût des « autres services liés à l'acquisition de logements », tels que les droits de mutation et les commissions perçues par les agents immobiliers. S'agissant des coûts liés à la propriété, l'indice couvre principalement les « grosses réparations et l'entretien » ainsi que l'« assurance en lien avec les logements » ³.

En 2021, les coûts d'acquisition ont représenté environ 78 % de l'IPLOP au niveau de la zone euro (graphique A). Les « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et les grosses rénovations », ainsi que les « achats de logements neufs » et les « autres services liés à l'acquisition de logements » ont représenté 45 %, 21 % et 12 %, respectivement. Les 22 % restants se rapportent aux coûts de la propriété, dont 19 % pour les « grosses réparations et l'entretien » et 3 % pour l'« assurance en lien avec les logements ».

¹ Cf. l'article intitulé « [Les logements occupés par leur propriétaire et la mesure de l'inflation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

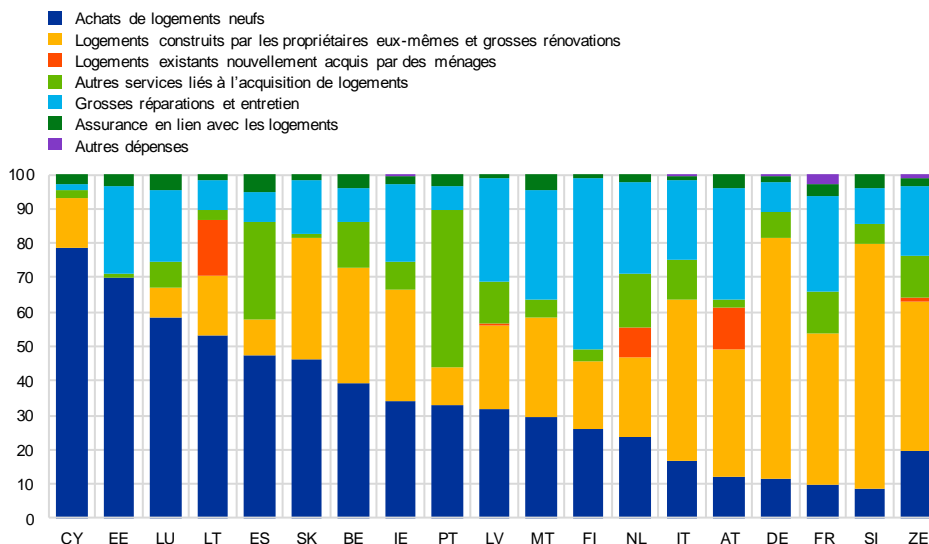
² Cf. l'encadré intitulé « [The treatment of land in OOHPIs](#) » dans « [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#) », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, septembre 2021.

³ Les coûts d'acquisition incluent également la sous-composante « logements existants nouvellement acquis par des ménages » qui représente 0,5 % environ de l'indice total pour la zone euro. Toutefois, à l'exception du graphique A, cette sous-composante a été exclue de l'analyse présentée dans cet encadré, la collecte des données se heurtant à des problèmes de qualité en raison d'une couverture limitée et d'un manque d'harmonisation entre les pays. La même exclusion s'applique aux « autres dépenses », une sous-composante des coûts de la propriété qui représente 0,9 % de l'agrégat de la zone euro.

Graphique A

Ventilation de l'IPLOP pour la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à la Grèce ne sont pas disponibles. Toutes les données se rapportent à 2021.

Lors de l'analyse de l'IPLOP au niveau de la zone euro, il est important de noter que l'importance relative des différentes sous-composantes varie considérablement d'un pays à l'autre. Par exemple, en Allemagne, en France et en Italie, la sous-composante « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et grosses réparations » est beaucoup plus importante que la sous-composante « achats de logements neufs », alors que c'est l'inverse dans des pays tels que l'Espagne.

Au niveau de l'ensemble de la zone euro, la dynamique des prix diffère fortement entre les différentes sous-composantes. L'indice des prix pour les « achats de logements neufs » a enregistré la plus forte croissance annuelle moyenne au cours de la dernière décennie (graphique B, partie a)⁴. Toutefois, la sous-composante « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et grosses réparations » a apporté la contribution la plus importante au taux de croissance annuel de l'indice des prix considéré dans son ensemble, suivie par la sous-composante « achats de logements neufs ». En effet, au troisième trimestre 2021, ces deux sous-composantes ont représenté ensemble 5,0 points de pourcentage de la croissance annuelle de 6,6 % enregistrée pour l'IPLOP considéré dans son ensemble, la majeure partie de la hausse restante étant imputable à la sous-composante « grosses réparations et entretien » (graphique B, partie b). Dans la mesure où les autres sous-composantes représentent une part moindre dans l'IPLOP et enregistrent des évolutions des prix plus modérées, leurs contributions individuelles à la croissance annuelle moyenne ont été systématiquement plus faibles, même si elles restent significatives lorsqu'elles sont regroupées (elles

⁴ Depuis 2012, l'indice des prix pour les « achats de logements neufs » a enregistré une croissance annuelle moyenne de 2,4 %, contre 2,1 % pour les « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et les grosses réparations » et 1,6 % pour les « grosses réparations et l'entretien ».

représentent alors, en total cumulé, un tiers environ de la croissance annuelle moyenne depuis 2012).

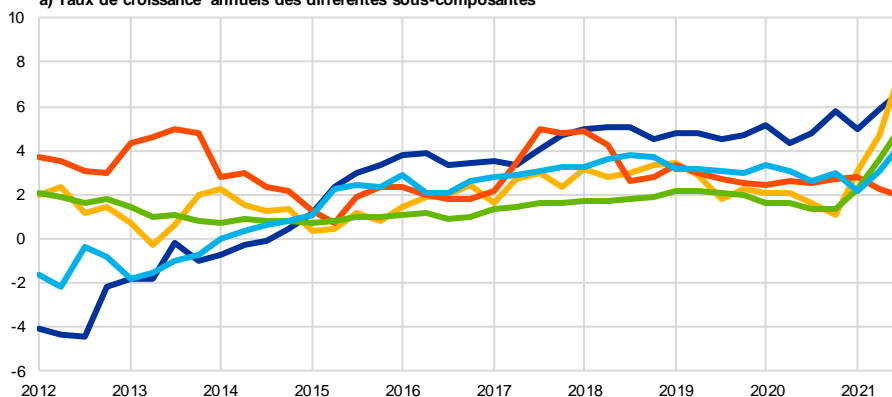
Graphique B

Contributions des sous-composantes à la croissance annuelle des coûts des logements occupés par leur propriétaire

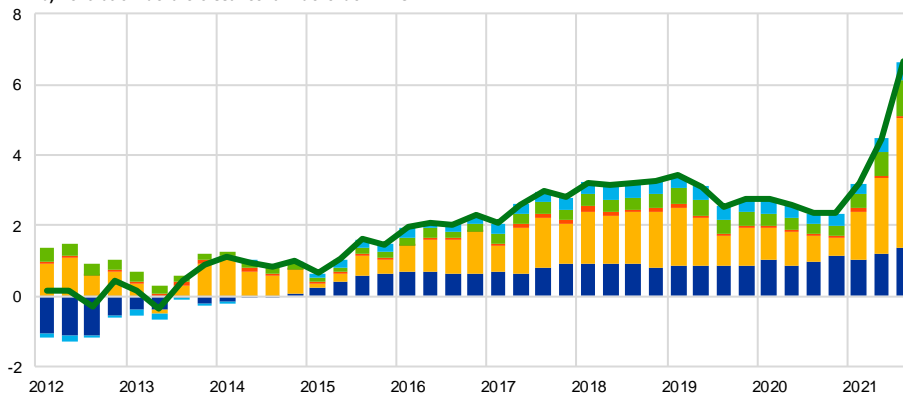
(partie a : variations annuelles en pourcentage ; partie b : variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage)

- Achats de logements neufs (21 %)
- Logements construits par les propriétaires eux-mêmes et grosses réparations (45 %)
- Assurance en lien avec les logements (3 %)
- Grosses réparations et entretien (19 %)
- Autres services liés à l'acquisition de logements (12 %)
- IPLOP

a) Taux de croissance annuels des différentes sous-composantes



b) Ventilation de la croissance annuelle de l'IPLOP



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

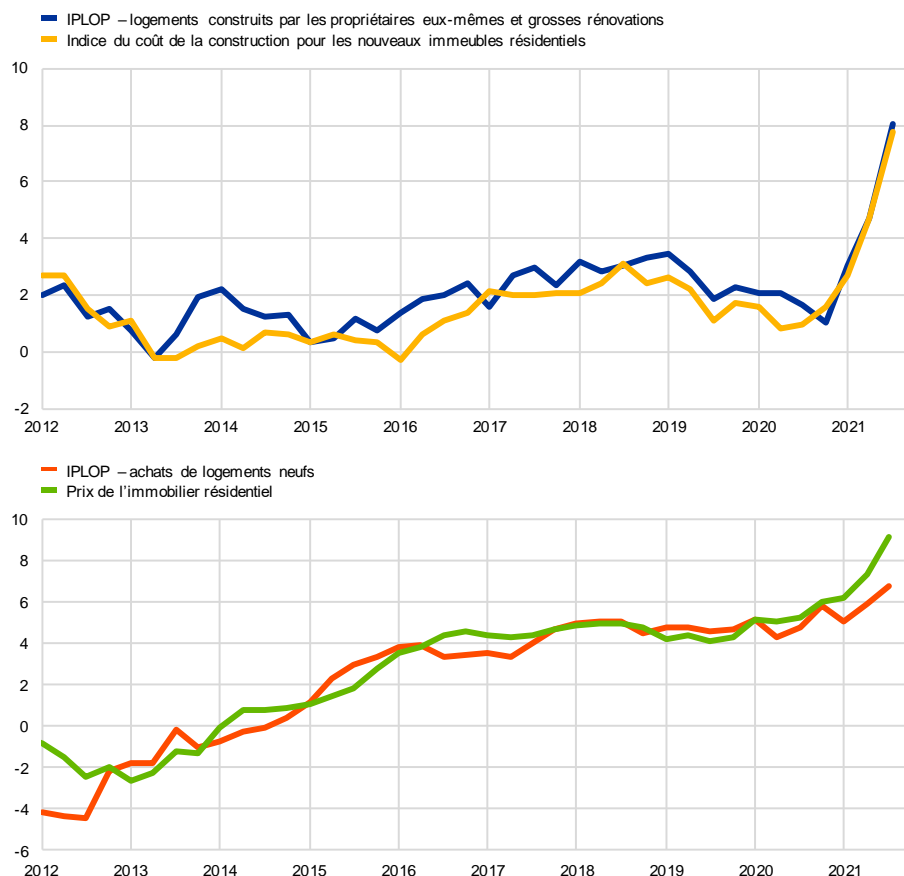
Notes : Les chiffres entre parenthèses dans la légende indiquent la pondération de la sous-composante pertinente dans l'IPLOP en 2021. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021.

Certaines sous-composantes individuelles sont étroitement corrélées avec les coûts de construction et les prix des logements. Par exemple, le taux de croissance annuel pour les « logements construits par les propriétaires eux-mêmes et les grosses réparations » présente une forte corrélation avec les coûts de construction disponibles dans les statistiques conjoncturelles (graphique C, partie supérieure). De même, la sous-composante « grosses réparations et entretien » affiche une forte corrélation avec la série de l'IPCH « services d'entretien et de réparation du logement ». Dans le même temps, la sous-composante « achats de logements neufs » est étroitement corrélée avec les prix de l'immobilier résidentiel (graphique C, partie inférieure).

Graphique C

Corrélation entre les sous-composantes de l'IPLOP et d'autres indices

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Globalement, une analyse plus approfondie est nécessaire afin d'évaluer le comportement de l'IPLOP et de ses sous-composantes au fil du temps ⁵.

En particulier, une meilleure compréhension des différentes corrélations sera utile, entre autres, pour élaborer des moyens d'établir des prévisions immédiates (et des prévisions dans le temps) pour les évolutions de l'IPLOP (par exemple, si des données sur des corrélations spécifiques deviennent disponibles avant le délai de 100 jours ouvrés dans lequel l'IPLOP est publié).

⁵ Cf. également l'article intitulé « [Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021, et l'article intitulé « [L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

Articles

1 Les risques financiers dans le secteur des entreprises en Chine vont au-delà du secteur de l'immobilier

Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi et Martino Ricci

1 Introduction

Les tensions récentes sur le marché immobilier chinois ont mis en lumière les risques inhérents au secteur des entreprises, fortement endetté, de ce pays.

Ces risques s'accumulent depuis un certain temps, car les taux d'investissement élevés ont coïncidé avec des niveaux élevés d'accumulation de la dette. En outre, la dette ne provient plus uniquement du secteur bancaire traditionnel, les institutions financières non bancaires ayant fourni des financements moins stables et plus exposés à des modifications soudaines du sentiment des investisseurs. De plus, les tensions présentes dans les grandes entreprises de certains secteurs pourraient se transmettre au reste de l'économie via plusieurs canaux, notamment les ménages, qui sont eux-mêmes de plus en plus endettés et dont la richesse est fortement exposée au marché immobilier. Un ralentissement plus large de la croissance en Chine pourrait à son tour avoir des répercussions à l'échelle mondiale, compte tenu de la taille de l'économie chinoise, de l'importance de ses liens commerciaux avec le reste du monde et du rôle central que le pays joue sur les marchés internationaux des matières premières. Dans ce contexte, cet article analyse l'augmentation des risques financiers dans l'économie chinoise résultant de la hausse de l'endettement du secteur privé, de l'interconnexion entre secteur financier et secteur financier non bancaire, et de l'exposition croissante des ménages à la dette.

2 L'importance mondiale et la dette croissante de la Chine

Les récentes perturbations dans le secteur immobilier ont mis en évidence les tensions dans le secteur des entreprises en Chine liées à des taux de croissance élevés et à un fort endettement.

Deuxième puissance économique mondiale, la Chine a représenté environ un tiers de la croissance du PIB mondial au cours de la dernière décennie (graphique 1), tandis que, dans le même temps, sa part dans le total des crédits au secteur non financier a augmenté, passant de 8 % environ à 20 %¹. Dans une certaine mesure, cela indique que la contribution des dépenses d'investissement a été l'un des principaux moteurs de la croissance. Toutefois, les récentes turbulences dans le secteur immobilier en Chine et les difficultés de paiement rencontrées par plusieurs grands promoteurs immobiliers

¹ Cf. Dieppe (A.), Gilhooly (R.), Han (J.), Korhonen (I.) et Lodge (D.) (eds.) « *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 206, BCE, janvier 2018.

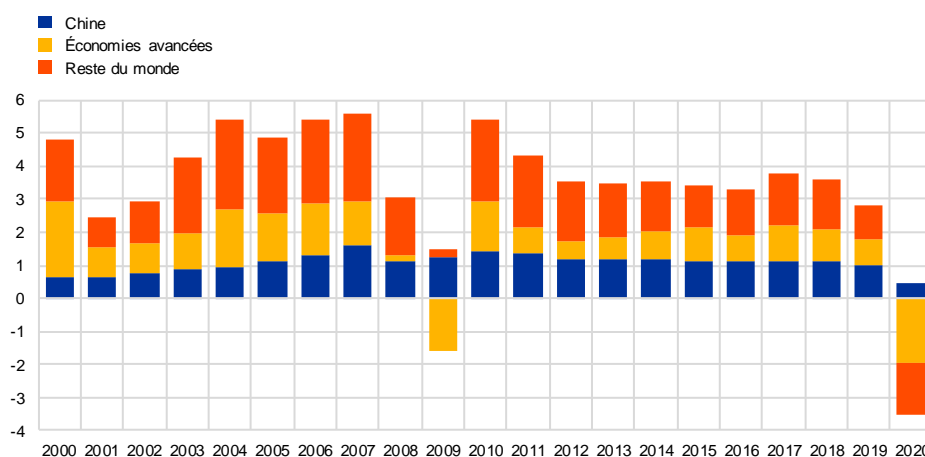
chinois, tels qu'Evergrande, illustrent les risques inhérents au modèle d'activité fondé sur un endettement élevé, une croissance dynamique, et *in fine*, une forte interconnexion, qui est largement répandu parmi les entreprises chinoises, et en particulier les promoteurs immobiliers.

Graphique 1

Le rôle de la Chine dans l'activité économique mondiale

La contribution de la Chine à la croissance du PIB mondial demeure considérable

(contribution au PIB mondial sur la base des pondérations en parité de pouvoir d'achat, en points de pourcentage)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

Dans le même temps, une proportion significative du financement par la dette a une origine externe au secteur bancaire.

Le ratio dette/PIB de la Chine pour le secteur privé dans son ensemble se situe aujourd'hui à plus de 250 % (graphique 2). Étant donné que la composante entreprise de cette dette est la plus élevée au monde, les réglementations bancaires mises en place par les autorités chinoises ont progressivement limité la fourniture de crédit aux entreprises fortement endettées. Bien que le système financier chinois demeure largement fondé sur les banques, une proportion significative du financement du secteur des entreprises provient d'établissements financiers non bancaires. Le secteur bancaire dit parallèle facilite un financement des entreprises qui contourne les contraintes de fonds propres et la réglementation en matière de crédit. En outre, les investisseurs s'attendent généralement à une garantie implicite de rendement sur les produits d'investissement émis par le secteur bancaire parallèle. Même si les contrats stipulent clairement que les rendements ne sont pas garantis, les investisseurs individuels et institutionnels partent du principe que la société financière émettrice et, dans certains cas, l'administration centrale ou locale, compensera tout manque si les investissements ne produisent pas le rendement prévu². Cela entraîne une sous-évaluation significative des risques, le sentiment des investisseurs à l'égard de ces produits étant alors susceptible de varier soudainement en cas de manque de rendement important. Bien que les réglementations macroprudentielles adoptées par les autorités depuis 2015 aient freiné la croissance du secteur bancaire parallèle, le niveau des encours d'actifs de ce secteur reste très élevé et continue de faire peser

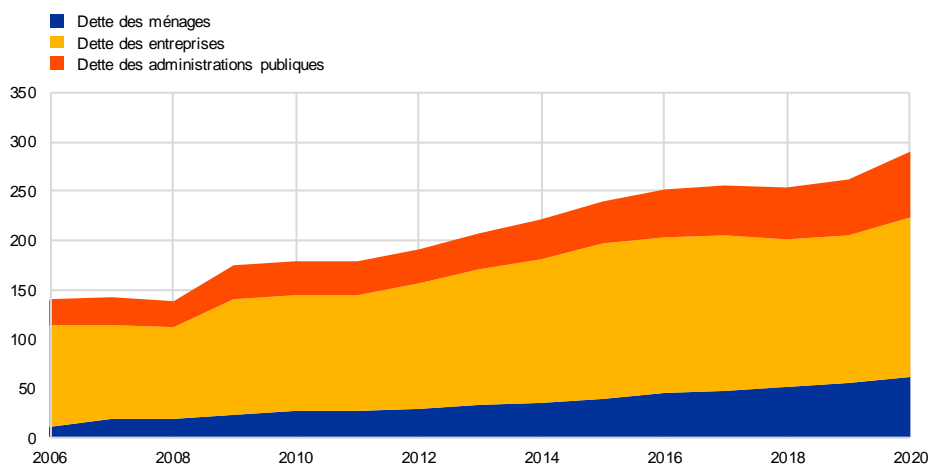
² Cf. Allen (F.), Gu (X.), Li (C. W.), Qian (J.) et Qian (Y.), « *Implicit Guarantees and the Rise of Shadow Banking: The Case of Trust Products* », mimeo, 13 décembre 2021.

des risques sur le système financier. De plus, les grandes entreprises Fintech fournissent à l'économie de nouvelles sources de financement par endettement, posant ainsi des défis nouveaux et supplémentaires aux efforts réglementaires des autorités afin de réduire l'endettement dans l'économie chinoise.

Graphique 2 La dette en Chine

Dette par secteur

(en pourcentage du PIB)



Sources : BRI, FMI et calculs des services de la BCE. La dernière observation se rapporte à 2020.

Enfin, les ménages pourraient encore amplifier l'impact des tensions dans le secteur des entreprises sur l'économie dans son ensemble. À titre d'exemple, la richesse des ménages dépend de plus en plus des évolutions sur le marché immobilier, et les risques se matérialisant dans le secteur des entreprises pourraient se répercuter sur cette richesse et, par conséquent, sur la consommation. De même, les produits de gestion de patrimoine proposés aux ménages par le secteur bancaire parallèle associent étroitement les risques liés au secteur financier non bancaire et ceux liés aux ménages. Avec la forte hausse du niveau de la dette des ménages en Chine, l'interdépendance des expositions au risque dans le secteur privé a engendré dans ce pays des risques systémiques qui pourraient avoir des répercussions négatives, tant à l'échelle nationale qu'internationale.

Compte tenu de l'interconnexion mondiale de la Chine, les évolutions dans ce pays sont significatives pour l'économie mondiale. Les tensions dans le secteur immobilier chinois se sont propagées au-delà des frontières du pays. Les informations relatives à la sévère crise de liquidité d'Evergrande se sont intensifiées vers mi-septembre (graphique 3, partie a), lorsque le promoteur n'aurait apparemment pas respecté le délai de remboursement de plusieurs obligations, entraînant un sentiment d'aversion au risque sur les marchés financiers mondiaux. Les cours des actions mondiales ont temporairement baissé, de 2-3 % environ, les *spreads* de crédit se sont creusés, et les indicateurs relatifs à l'incertitude des investisseurs ont régulièrement augmenté dans un contexte de repli sur les valeurs refuge. En outre, les prix des métaux et du pétrole ont diminué, mettant en évidence une potentielle baisse de la demande de matières premières résultant d'un

ralentissement de l'activité dans le secteur immobilier en Chine (graphique 3, partie b). Bien que les répercussions mondiales aient été de courte durée, en partie en raison de la conviction que le gouvernement chinois prendrait des mesures pour atténuer les retombées négatives sur son économie, les chocs réel et financier au sein de la deuxième puissance économique mondiale ont des répercussions au niveau mondial. Dans les numéros de mai 2018 et mai 2021 de sa Revue de la stabilité financière (*Financial Stability Review*), la BCE a indiqué que le poids et l'importance systémique de la Chine dans le système financier mondial augmentaient – même si le pays restait relativement isolé financièrement³. De plus, des chocs spécifiques à la Chine pourraient avoir de plus grandes implications pour la stabilité financière que des chocs émanant d'autres marchés émergents⁴. Dans ce contexte, cet article analyse l'augmentation des risques financiers dans l'économie chinoise résultant de la hausse de l'endettement du secteur privé, de l'interconnexion entre secteur financier et secteur financier non bancaire, et de l'exposition croissante des ménages à la dette.

³ Cf. l'encadré intitulé « [The growing systemic footprint of Chinese banks](#) », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2018, p. 36-38.

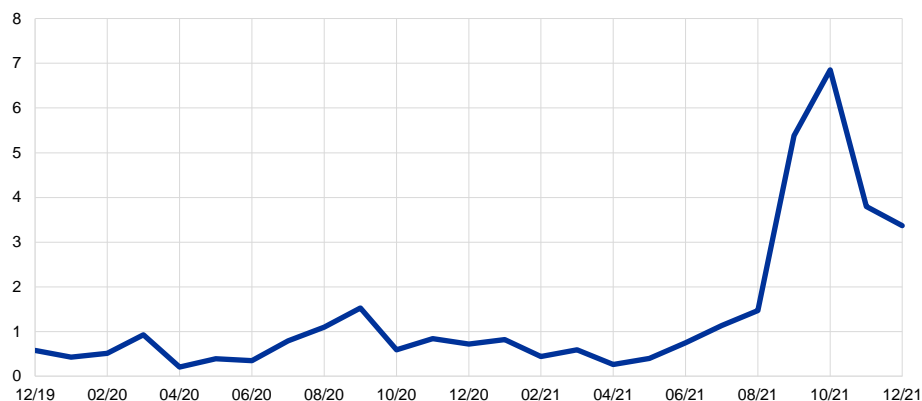
⁴ Cf. l'encadré intitulé « [Emerging markets' vulnerability to a reassessment of risk](#) », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2021.

Graphique 3

Réaction des marchés mondiaux à la crise Evergrande

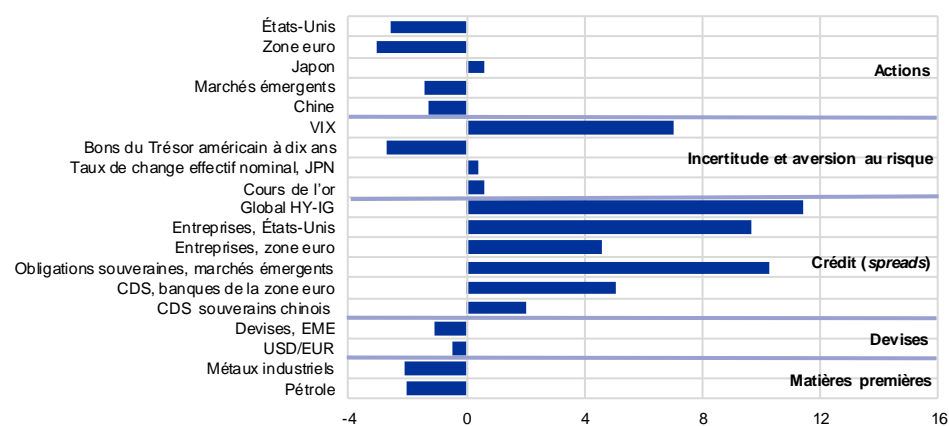
a) Le nombre d'articles de journaux mentionnant Evergrande a considérablement augmenté en 2021.

(part du total des articles mentionnant la Chine, en pourcentage)



b) Les marchés financiers ont réagi négativement vers mi-septembre : entre le 16/09/2021 et le 20/09/2021

(en pourcentage et en points de base)



Notes : Partie a) : Part des articles de journaux mentionnant Evergrande sur le total des articles publiés sur la Chine dans le *Wall Street Journal* et le *South China Morning Post*. Partie b) : Variations entre le 16 septembre 2021 et le 20 septembre 2021. Actions (États-Unis : S&P 500, zone euro : EuroStoxx 50, Japon : Nikkei 225, marchés émergents : indice MSCI Emerging Markets, Chine : Shanghai Stock Exchange Composite Index) – prix (variation, en pourcentage) ; incertitude et aversion au risque (VIX) – variation du niveau ; incertitude et aversion au risque (bons du Trésor américains à dix ans) – rendement (variation, en points de base) ; incertitude et aversion au risque (Japon : taux de change effectif nominal) – indice (variation, en points de pourcentage) ; incertitude et aversion au risque (cours de l'or) – prix nominal (variation, en pourcentage) ; crédit (ICE BofA, ICE BofA US Non-Financial, ICE BofA Euro Area Non-Financial, JP Morgan Emerging Market Bond Index, CDS banques de la zone euro, CDS souverains chinois) – écart de rendement (variation, en points de base) ; devises (JP Morgan Emerging Market Currency Index, USD/EUR) – indice (variation, en points de pourcentage) ; matières premières (GSCI Industrial Metals Index, prix du Brent) – prix nominaux (variation, en pourcentage).

3 Hausse de l'endettement dans le secteur des entreprises et implications pour la croissance et la stabilité financière

L'augmentation de la dette des entreprises a dépassé celle constatée dans d'autres pays. Le crédit aux entreprises a augmenté, passant de 90 % environ du PIB en 2008 à 160 % en 2016, et dépasse actuellement le chiffre correspondant tant dans les économies avancées que dans les autres économies de marché émergentes (graphique 4, partie b). Bien que les pouvoirs publics aient lancé une

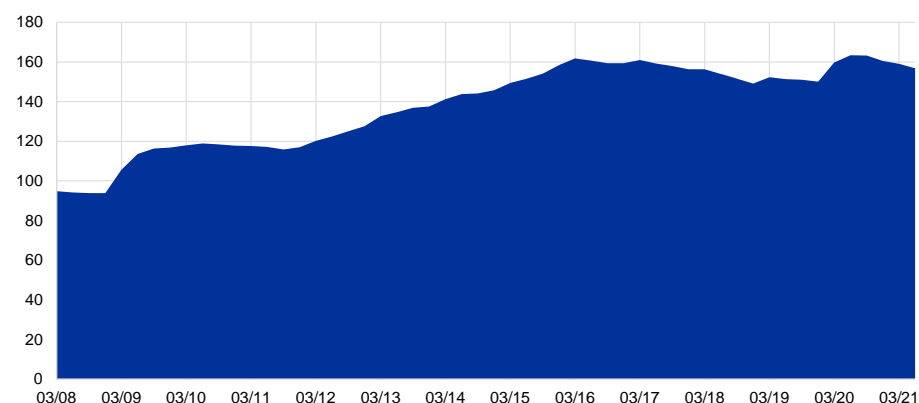
campagne de désendettement en 2015, entraînant la stabilisation du ratio dette/PIB à des niveaux inférieurs, ce dernier a de nouveau atteint des pics historiques après le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en 2020, même s'il a lentement baissé depuis, dans un contexte de volatilité de la croissance du PIB (graphique 4, partie a).

Graphique 4

Dynamique de la dette du secteur des entreprises et comparaison internationale

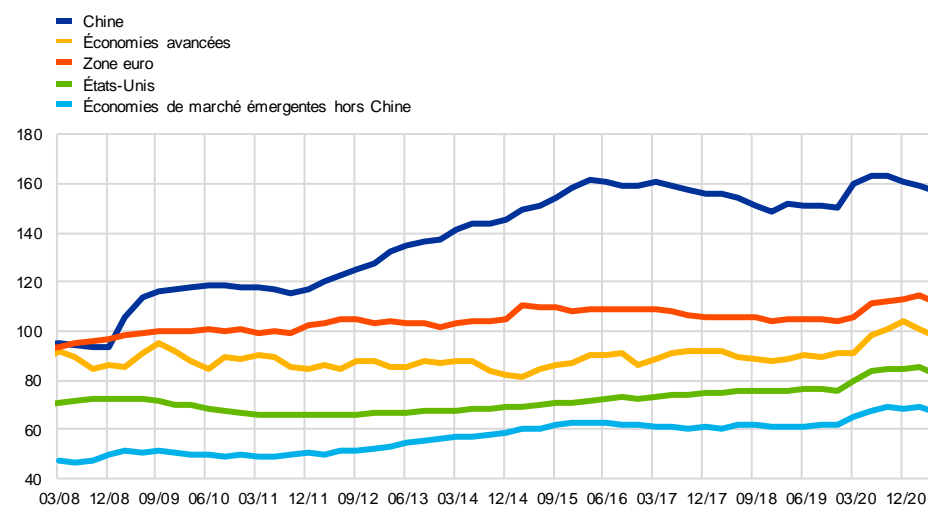
a) Le crédit aux sociétés non financières en Chine a fortement augmenté

(en pourcentage du PIB)



b) Le crédit aux sociétés non financières est élevé en comparaison internationale

(en pourcentage du PIB)



Source : BRI via Haver Analytics. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2021.

Notes : La dette est estimée en valeur de marché, c'est-à-dire le prix auquel un actif serait échangé s'il était vendu sur un marché ouvert. Les économies avancées sont AU, CA, DK, ZE, JA, NZ, NO, SE, CH, UK, US. Les économies de marché émergentes sont AR, BR, CL, HK, IN, ID, MY, MX, PL, RU, SA, ZA, TH, TK.

Le défi pour la Chine est de parvenir à un équilibre entre le désendettement du secteur des entreprises et le soutien à la croissance économique. Le secteur immobilier a été à l'épicentre des initiatives réglementaires prises récemment par les autorités chinoises en vue d'établir des limites à l'endettement pour les promoteurs immobiliers. Avec la baisse de la dette des entreprises du secteur immobilier, l'activité du secteur du logement s'est également ralentie, ce qui a pesé sur la croissance. Plus récemment, les activités bancaires exercées par de grandes

entreprises technologiques ont aussi fait l'objet d'une réglementation financière plus restrictive. Même si les réformes contribuent à atténuer les risques financiers dans ces secteurs, une baisse de la fourniture de crédit pourrait avoir une incidence sur la croissance, c'est pourquoi la réduction des risques dans le secteur des entreprises requiert une approche très ciblée.

Le rôle central du secteur immobilier dans l'économie

Le secteur immobilier joue un rôle central dans l'économie chinoise. Selon les statistiques des comptes nationaux de la Chine, la part cumulée du PIB provenant des services immobiliers et du secteur de la construction a augmenté, passant de 10 % en 1995 à environ 14 % en 2020. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a aussi augmenté régulièrement au cours des 25 dernières années, se stabilisant après 2015 en raison des efforts de désendettement mis en œuvre par les autorités, et il correspond désormais à 10 % environ du PIB, tandis que l'investissement total dans l'immobilier représente 13 % environ du PIB (graphique 5, partie a). Cependant, d'après de nombreux experts, ces chiffres sous-estiment l'importance du secteur pour l'économie chinoise. Plus particulièrement, à l'aide de tableaux d'entrées-sorties, Rogoff et Yang ⁵ estiment que l'impact de l'activité immobilière sur le PIB est d'environ 29 % et qu'il a fortement augmenté au fil du temps, atteignant des niveaux qui, dans d'autres économies avancées telles que l'Espagne ou l'Irlande, ont donné lieu à de fortes corrections (graphique 5, partie b). L'immobilier résidentiel joue un rôle majeur dans l'économie chinoise – posséder un logement est un signe de réussite et constitue à la fois une réserve de valeur et une source d'appréciation potentielle du capital en l'absence d'autres options d'investissement viables. Par conséquent, il représente plus de la moitié des actifs totaux des ménages et joue donc un rôle important dans leurs décisions de dépenses.

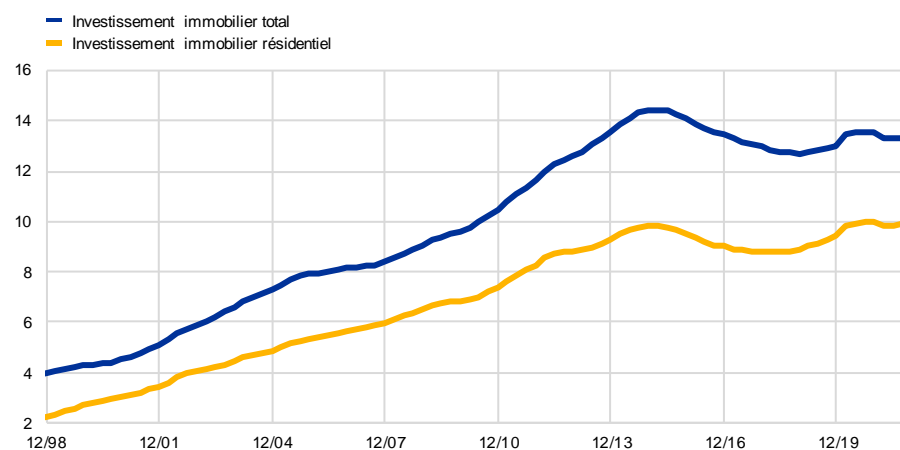
⁵ Rogoff (K.) et Yang (Y.), « *Has China's Housing Production Peaked?* », *China & World Economy*, vol. 29, n° 1, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, janvier 2021, p. 1-31.

Graphique 5

Importance du secteur immobilier

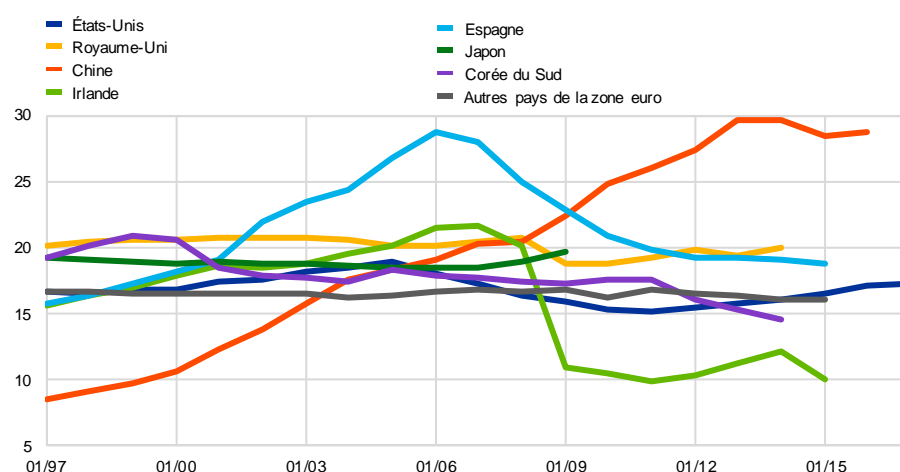
a) La part du PIB consacrée à l'investissement immobilier a augmenté

(en pourcentage)



b) La part du PIB consacrée aux activités liées à l'immobilier est élevée en comparaison internationale

(en pourcentage)



Sources : Partie a) : Bureau national des statistiques via CEIC et calculs des services de la BCE. La dernière observation se rapporte à décembre 2021. Partie b) : Rogoff et Yang (2021) à l'aide de matrices des entrées-sorties nationales. Pour la Chine, cf. les sources des données dans l'article ; pour les autres pays, cf. KLEMS. La dernière observation se rapporte à 2017 pour la Chine et les États-Unis, à 2015 pour l'Espagne et l'Irlande ainsi que pour les autres pays de la zone euro, à 2014 pour le Royaume-Uni et la Corée du Sud, et à 2009 pour le Japon.

En effet, selon le Bureau national des statistiques de la Chine, les ménages dans ce pays consacrent 23 % de leur revenu au logement, auxquels s'ajoutent 6 % pour l'achat d'équipements, d'articles et de services ménagers⁶. En outre, les ventes de terrains représentent l'une des sources de recettes les plus importantes pour les administrations locales⁷.

⁶ Ce chiffre correspond aux dépenses consacrées à l'achat d'articles ménagers et individuels pour l'habitat ainsi qu'aux services ménagers. Il comprend le mobilier et la décoration intérieure, les appareils électroménagers, le linge de maison, les divers articles ménagers du quotidien, les articles personnels et les services ménagers.

⁷ Selon la consultation de 2019 du FMI au titre de l'article IV, les ventes de terrains ont représenté environ 39 % des recettes des administrations locales et 7 % du PIB en 2017.

La plupart des promoteurs immobiliers en Chine sont financés par des capitaux nationaux.

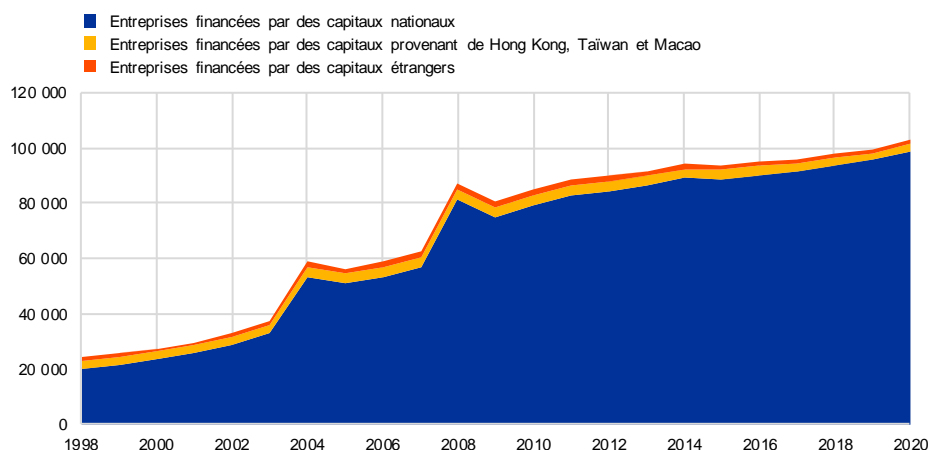
Depuis 2020, le nombre de promoteurs immobiliers en Chine a dépassé les 100 000 (graphique 6, partie a), le rythme d'expansion s'étant accéléré après la crise financière mondiale. Les promoteurs immobiliers emploient directement trois millions de personnes environ sur une population active urbaine totale de 400 millions environ, chiffre qui ne rend pas compte des emplois créés par les secteurs en lien avec l'immobilier résidentiel. Les entreprises de ce secteur sont principalement financées par des capitaux nationaux ; la part des entreprises financées par des capitaux étrangers, notamment par des fonds provenant de Hong Kong, Macao et Taïwan, étant revenue de 18 % environ en 1998 à moins de 4 % en 2020 (graphique 6, partie b). Les paiements anticipés pour des logements résidentiels qui restent à construire fournissent une part importante de la liquidité des promoteurs immobiliers.

Graphique 6

Nombre de promoteurs immobiliers nationaux et sources de financement

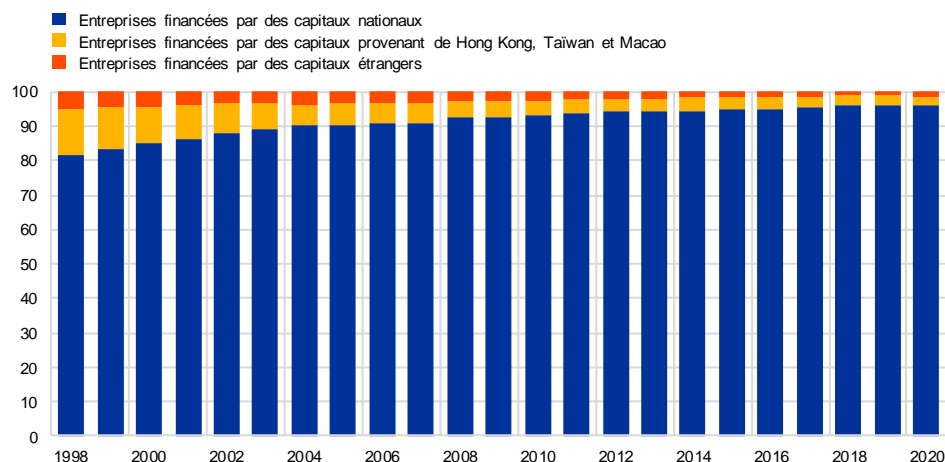
a) Le nombre de promoteurs immobiliers en Chine a connu une augmentation rapide

(en unités)



b) La plupart des promoteurs immobiliers chinois sont financés par des capitaux nationaux

(en pourcentage)



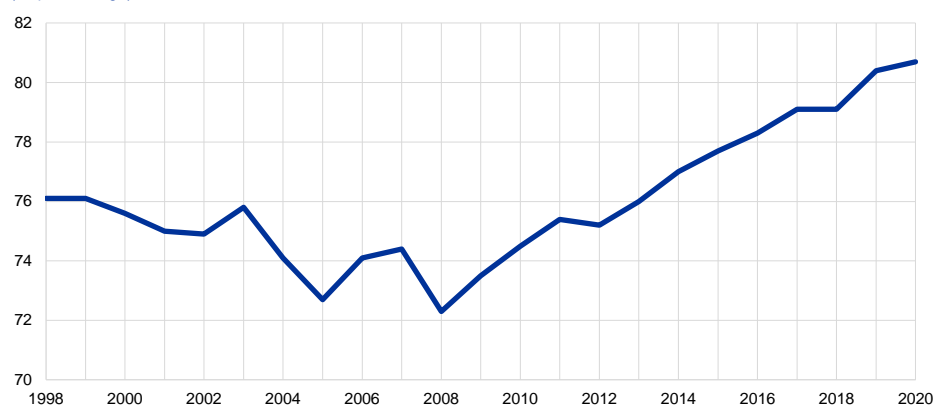
Source : Bureau national des statistiques de la Chine via Haver Analytics. La dernière observation se rapporte à 2020.

Outre la forte hausse du nombre d'entreprises enregistrée en 2008, l'endettement du secteur immobilier s'est rapidement accru. Le ratio passifs/actifs a augmenté, passant de 72 % environ en 2008 à plus de 80 % en 2020 pour l'ensemble des promoteurs (graphique 7, partie a). En août 2020, en partie en réponse à cette dynamique, les autorités chinoises ont adopté de nouvelles réglementations visant à réduire les risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel.

Graphique 7
Dynamique de l'endettement et de l'activité de prêt dans le secteur immobilier

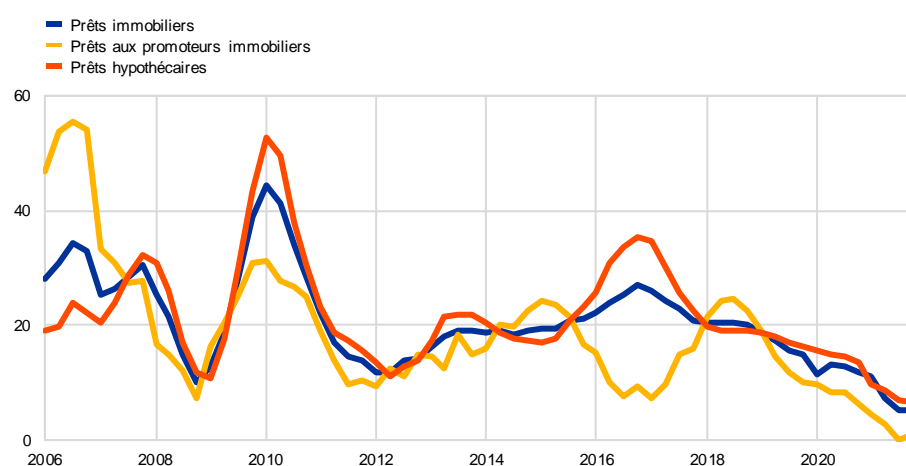
a) Le ratio passifs/actifs augmente

(en pourcentage)



b) La croissance des prêts au secteur immobilier a baissé

(en glissement annuel, en pourcentage)



Sources : Bureau national des statistiques via Haver et CEIC et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à 2020 (partie a) et à décembre 2021 (partie b).

La réglementation la plus importante a été l'introduction des « trois lignes rouges » – un ensemble de seuils pour trois ratios financiers qui, s'ils sont dépassés, limiteraient la capacité des promoteurs immobiliers à contracter de nouveaux emprunts. Par conséquent, les crédits accordés au secteur se sont asséchés au second semestre 2021 ; les crédits hypothécaires et prêts aux promoteurs ont ainsi atteint des points bas historiques (graphique 7, partie b).

La dynamique récente dans le secteur de l'immobilier résidentiel – en particulier les problèmes de liquidité auxquels sont confrontés plusieurs promoteurs – a suscité des préoccupations quant à la possibilité d'une contagion à d'autres secteurs. Bien que les autorités semblent avoir le contrôle de la situation et soient en mesure de gérer le processus de désendettement, les niveaux de dette élevés et l'importance du secteur de l'immobilier résidentiel pour l'économie restent des sources potentielles de risque financier.

Les risques posés par l'expansion des grandes entreprises technologiques dans l'activité d'octroi de crédits

Les activités des grandes entreprises technologiques chinoises suscitent des inquiétudes en ce qui concerne la concentration de marché, l'opacité et la stabilité financière⁸. Au fil du temps, les grandes entreprises technologiques ont développé leurs activités au-delà de la fourniture de services de paiement en ligne (qui croît rapidement) (graphique 8, partie a) en opérant dans des domaines tels que les prêts entre pairs, les dépôts, l'assurance et les prêts directs. En conséquence, les entreprises technologiques, qui opèrent dans un cadre réglementaire et prudentiel allégé, entrent de plus en plus en concurrence directe avec les banques commerciales. Les crédits accordés par les grandes entreprises technologiques sont aujourd'hui substantiels, représentant plus de 2 % du total des crédits domestiques pour le secteur financier et plus de 4 % du PIB par tête (alors que leur part était à peine supérieure à 0 % en 2014), ce qui signifie que ces entreprises (graphique 8, partie b) sont une source de crédit importante pour les consommateurs et les petites entreprises. La fourniture de crédit dans un cadre réglementaire moins contraignant a suscité des inquiétudes concernant les exigences en matière d'adéquation des fonds propres, la quantité suffisante de garanties et la vente de produits de dépôt en ligne⁹.

Le fait que les grandes entreprises technologiques étendent leurs opérations aux activités bancaires parallèles (*shadow banking activities*) sous la forme de prêts fintech risqués a mis en évidence des risques financiers. Les entreprises Fintech ont facilité l'expansion des crédits octroyés à des emprunteurs nouveaux qui subissent des contraintes de financement depuis le début de la pandémie. D'après une étude récente, les crédits fintech consentis aux utilisateurs à faible niveau de revenu se sont développés davantage que dans le cas des banques

⁸ Les grandes entreprises technologiques recouvrent les sociétés Fintech et Bigtech. Les sociétés Fintech sont des entreprises qui facilitent les prêts entre pairs/en ligne (*marketplace lending*) et qui facturent les opérations via leurs plateformes de prêt en ligne plutôt que par le biais des banques traditionnelles ou des sociétés de crédit. Les sociétés Bigtech sont de grandes entreprises dont l'activité principale porte sur la technologie et qui sont entrées sur les marchés du crédit, où elles accordent des prêts soit directement, soit en partenariat avec des institutions financières. Pour une analyse détaillée, cf. Banque des règlements internationaux, « *Big tech in finance: opportunities and risks* », Rapport économique annuel de la BRI, Chapitre III, juin 2019 ; et Claessens (S.), Frost (J.), Turner (G.) et Zhu (F.), « Les marchés du crédit fintech à travers le monde : taille, moteurs et enjeux de politique publique », Rapport trimestriel de la BRI, septembre 2018.

⁹ Fin 2020, les grandes entreprises technologiques avaient retiré les produits de dépôt en ligne de leurs plateformes.

traditionnelles ¹⁰. L'étude met en avant les risques financiers associés à cette activité, les taux d'impayés pour ces prêts consentis par le système bancaire parallèle ayant triplé durant la pandémie, alors qu'ils n'ont pas enregistré d'évolution significative dans le cas des prêts bancaires traditionnels. Les résultats de cette étude montrent la fragilité potentielle des grandes entreprises technologiques en cas de forte augmentation des taux d'impayés. Ils mettent également en évidence les implications négatives sur la disponibilité du crédit au sens plus large et les conséquences pour la croissance et la stabilité financière.

Les autorités chinoises ont récemment introduit des réglementations plus strictes pour les entreprises technologiques. Les nouvelles réglementations reflètent les inquiétudes croissantes des autorités chinoises concernant la capacité des entreprises à utiliser les fonds importants levés sur les marchés de capitaux pour accorder des crédits dans un cadre réglementaire et prudentiel allégé. Les évolutions réglementaires récentes affectant les entreprises de l'internet cherchent également à réduire les risques financiers posés par les principaux acteurs déjà en place. Cela pourrait, en conséquence, contribuer à préserver la stabilité financière et également favoriser l'innovation et générer des retombées positives pour les petites et moyennes entreprises chinoises.

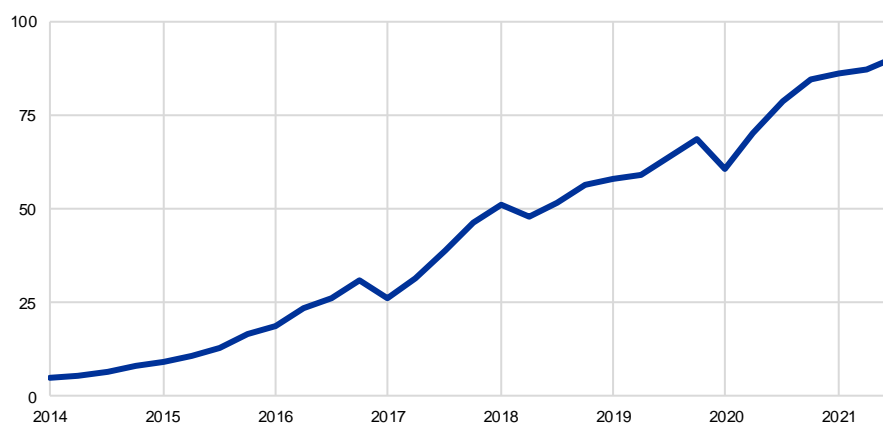
¹⁰ Zhengyang (B.) et Huang (D.), « *Shadow Banking in a Crisis: Evidence from FinTech During COVID-19* », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46, n° 7, juillet 2021.

Graphique 8

Paiements en ligne traités et fourniture de crédit

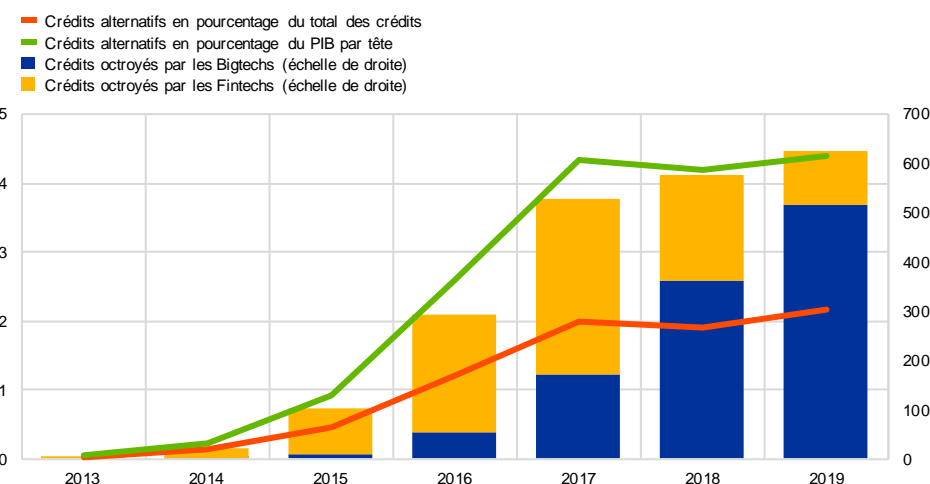
a) Les paiements en ligne par les non-banques continuent d'augmenter

(en milliers de milliards de renminbis chinois ; données brutes)



b) Les crédits octroyés par les Fintechs et les Bigtechs ont fortement augmenté

(en pourcentage ; en milliards de dollars)



Sources : Bureau national des statistiques via Haver ; Cornelli (G.), Frost (J.), Gambacorta (L.), Rau (R.), Wardrop (R.) et Ziegler (T.), « Fintech and big tech credit: a new database », *BIS Working Papers*, n° 887, BRI, septembre 2020 ; Forum économique mondial, FMI, 2021 ; et calculs des services de la BCE. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021 et à 2019.
Note : Les crédits alternatifs sont octroyés par les Fintechs et les Bigtechs.

4 Endettement et expositions entre banques et institutions financières non bancaires

Les liens des grandes entreprises avec les banques et les autres institutions financières et le fait qu'elles puissent en être propriétaires entraînent une augmentation des risques pesant sur la stabilité financière. Cela est dû en

partie à la nature même de ce que l'on appelle le secteur bancaire parallèle.

La Banque populaire de Chine définit le secteur bancaire parallèle en Chine comme « une intermédiation du crédit qui implique des entités et des activités situées en dehors du système bancaire traditionnel, avec des fonctions de transformation du crédit et de gestion de la liquidité, susceptibles d'engendrer des risques systémiques

ou un arbitrage réglementaire »¹¹. Dans un contexte d'endettement élevé des entreprises en Chine, le secteur bancaire parallèle constitue une source de financement importante, qui a alimenté la hausse de la dette des entreprises.

Même si le taux de croissance du secteur bancaire parallèle a fléchi récemment, il reste particulièrement vulnérable aux chocs défavorables. Le secteur bancaire parallèle était pratiquement inexistant avant 2008, mais il s'est rapidement développé ces dernières années, sa part atteignant environ 60 % du PIB (graphique 9, partie a). Même si les politiques macroprudentielles ont freiné la croissance de ce secteur, les niveaux demeurent proches des points hauts historiques, faisant peser des risques sur l'économie chinoise. En Chine, le secteur bancaire parallèle est principalement concentré sur des activités très vulnérables aux variations du sentiment des investisseurs. Ces activités recouvrent certains types de véhicules d'investissement, tels que les produits de gestion du patrimoine dont la valeur représente environ 25 % du PIB.

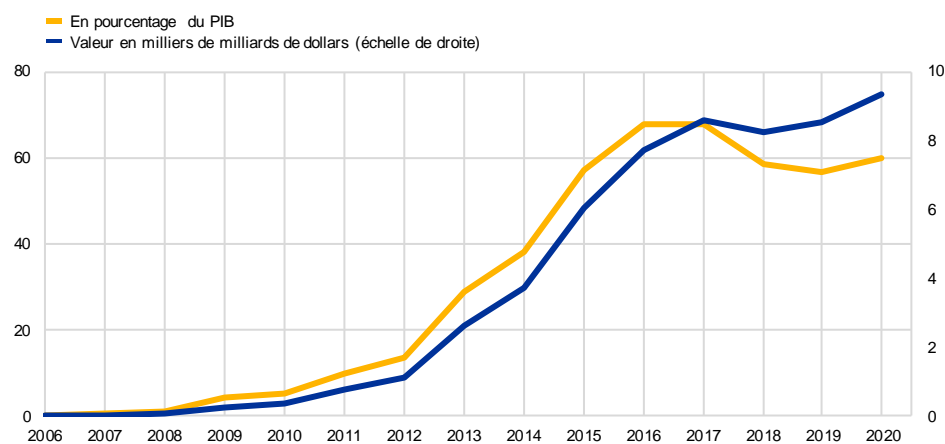
¹¹ Cf. Banque populaire de Chine, « *Shadow Banking* », *China Financial Stability Report, Special Topic IV*, 2013, p. 197-205.

Graphique 9

Le secteur bancaire parallèle et ses composantes

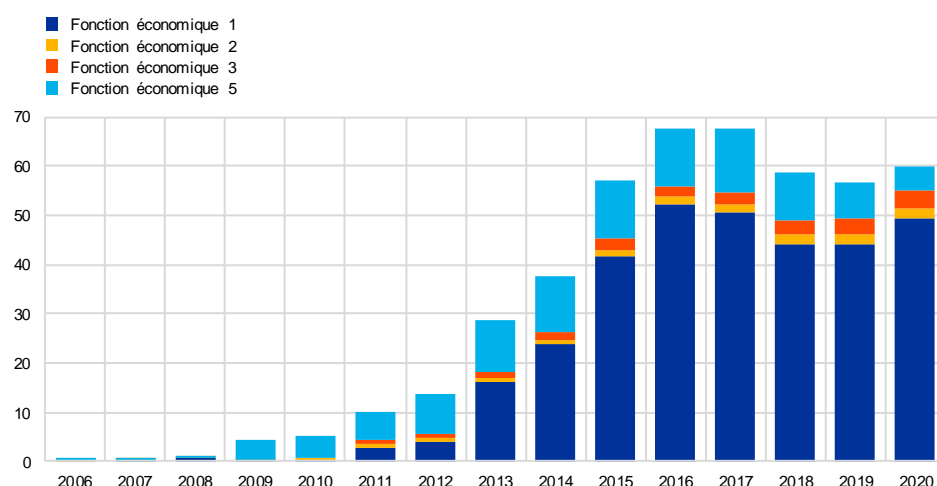
a) Le secteur bancaire parallèle s'est stabilisé et sa part dans le PIB est restée globalement inchangée

(en pourcentage du PIB ; en milliers de milliards de dollars)



b) Le développement du secteur bancaire parallèle a été déterminé par des composantes de financement instables

(en pourcentage du PIB)



Source : Conseil de stabilité financière, 2020

Notes : Pour l'intermédiation financière des non-banques, les définitions des fonctions économiques (FE) données par le Conseil de stabilité financière sont les suivantes : FE1 : véhicules de placement collectif susceptibles d'être exposés à des retraits massifs et soudains (produits de gestion du patrimoine) ; FE2 : entités financières non bancaires dépendant du financement à court terme pour soutenir les activités de prêt ; FE3 : intermédiaires de marché dépendant du financement à court terme ; FE4 : assurance ou garanties attachées aux produits financiers ; et FE5 : véhicules d'intermédiation du crédit fondés sur la titrisation. Les données relatives à la catégorie FE4 ne sont pas déclarées pour la Chine.

Le secteur bancaire parallèle est vulnérable en raison de sa dépendance vis-à-vis du financement à court terme, de son utilisation dans des secteurs de l'économie déjà fortement endettés et de son manque de transparence.

Le secteur bancaire parallèle reste dominé par des produits de gestion du patrimoine qui sont structurés et proposés par les banques en coopération avec des sociétés fiduciaires et des maisons de titres. Cette structure juridique permet de les retirer des bilans des banques et du champ couvert par les réglementations relatives aux dépôts, de sorte qu'ils peuvent offrir des rendements plus élevés que les dépôts bancaires. Au passif, plus de 40 % de l'encours des produits de gestion du

patrimoine ont des échéances égales ou inférieures à trois mois, même si ces fonds alimentent souvent des prêts à plus long terme. En conséquence, les produits de gestion du patrimoine doivent renouveler leur financement très fréquemment, ce qui les expose à des risques de liquidité et de renouvellement (graphique 9, partie b). Ce risque est aggravé par le fait que 70 % des produits de gestion du patrimoine émis depuis 2007 ne sont pas couverts par des garanties explicites, alors que les investisseurs considèrent que ces produits sont implicitement couverts par des garanties apportées par les banques distribuant ces produits ou, en cas de défaut, par l'État (Dang *et al.*)¹². Le secteur bancaire parallèle a alimenté une hausse du financement dans des domaines plus risqués tels que le secteur de l'immobilier. Sun¹³ indique que le financement parallèle du secteur immobilier a de loin dépassé celui provenant d'autres sources telles que les prêts. Les banques peuvent octroyer des prêts aux institutions financières non bancaires telles que les sociétés fiduciaires, qui accordent à leur tour des prêts pour compte de tiers (*entrusted loans*) aux sociétés immobilières dont l'accès aux prêts est sinon restreint. Les sociétés fiduciaires ont été soumises à moins de réglementation dans la mesure où elles agissent pour le compte de leurs bénéficiaires. Le secteur bancaire parallèle renforce par conséquent le lien entre banques et institutions financières non bancaires. Plus récemment, les entreprises non financières ont investi de plus en plus dans une variété d'institutions financières, tout en conservant des structures de propriété complexes et non transparentes.

Le manque de transparence concernant les expositions croisées entre les secteurs non financier et financier recèle un risque supplémentaire pour le système financier chinois. En Chine, il existe des cas dans lesquels de multiples entités financières dans différents sous-secteurs financiers sont contrôlées par le même conglomérat non financier. Dans certains cas, les investissements sont effectués en utilisant des fonds empruntés, ce qui entraîne une augmentation des ratios d'endettement des entreprises. Dans le même temps, les structures de propriété demeurent opaques, la propriété étant dissimulée grâce au recours à des accords de participation complexes ou à des véhicules *ad hoc*. En conséquence, la Banque populaire de Chine a estimé que certaines grandes sociétés holdings génèrent un risque de contagion dans le contexte d'un grave manque de transparence des conditions relatives aux risques¹⁴.

Les autorités ont sensiblement durci la réglementation afin de réduire nombre des risques associés au secteur bancaire parallèle ainsi que le manque de transparence dans les expositions croisées entre entreprises. Par exemple, de nouvelles règles ont été introduites pour identifier les propriétés croisées des entreprises et des institutions financières et pour imposer que ces structures soient réglementées comme des compagnies financières holdings. De plus, des règles plus strictes ont été appliquées pour limiter les prêts au secteur immobilier et pour renforcer la surveillance des sociétés Fintech qui développent leurs opérations dans

¹² Cf. Dang (T.V.), Liu (L.), Wang (H.) et Yao (A.), « *Shadow Banking Modes: The Chinese versus US System* », Columbia University, mimeo, 2019.

¹³ Sun (G.), « *China's Shadow banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking* », *BIS Working Papers*, n° 822, Banque des règlements internationaux, 2019.

¹⁴ Cf., par exemple, « *Trial Measures on Regulation of Financial Holding Companies* », Order n° 4, Banque populaire de Chine, 11 septembre 2020.

le secteur des services bancaires plus traditionnels. Dans le même temps, nombre des nouvelles réglementations sont introduites progressivement, de sorte que certains risques systémiques perdureront à court terme.

5 La dynamique de la dette des ménages

Les difficultés financières rencontrées par un certain nombre de promoteurs immobiliers ont mis en lumière l'interdépendance entre les ménages et les entreprises, ainsi que l'importance du patrimoine immobilier pour l'activité économique. La mesure dans laquelle les promoteurs immobiliers dépendent pour leur financement des paiements anticipés des ménages pour des logements résidentiels qui restent à construire, ainsi que les investissements importants des ménages dans des actifs immobiliers ont montré l'interconnexion entre les bilans des entreprises et ceux des ménages. Le logement représente une part importante du patrimoine des ménages, il pèse par conséquent lourdement sur leurs dépenses et leur tolérance au risque et affecte directement les revenus et le financement des entreprises. Cela a également une incidence sur l'activité économique en général. De plus, le niveau élevé de la dette des ménages contraint leurs dépenses futures et génère d'éventuels facteurs défavorables à la croissance économique. Dans la mesure où l'investissement dans l'immobilier représentait environ 14 % du PIB en 2020, un ralentissement marqué du marché de l'immobilier résidentiel pourrait entraîner un fléchissement de la croissance économique chinoise, avec des répercussions sur le reste du monde.

Même si le secteur des entreprises représente la part la plus importante de la dette, l'endettement des ménages a augmenté rapidement et se rapproche des niveaux observés dans les économies avancées. La dette des ménages chinois a plus que triplé depuis la crise financière mondiale – elle est à présent nettement supérieure à la moyenne des économies émergentes, très proche de la moyenne de la zone euro (graphique 10) et proche des niveaux atteints par les ménages japonais dans les années 1990. Dans son Rapport sur la stabilité financière de 2019, la Banque populaire de Chine a souligné la nécessité de suivre avec attention les risques liés à la dette des ménages dans une perspective macroprudentielle. Elle a également encouragé les banques à renforcer leurs pratiques et a recommandé de bâtir un système complet d'information sur les crédits. La rapidité de l'accumulation de dette par les ménages chinois a soulevé des inquiétudes quant à la possibilité que de nouvelles augmentations de la dette entraînent des effets défavorables significatifs sur la croissance et la stabilité financière¹⁵. Le niveau de la dette des ménages et son taux de croissance pourraient faire peser des risques sur la stabilité financière, compte tenu de l'absence de lois sur les faillites personnelles, qui complique encore la résolution de la dette¹⁶. De plus, les taux d'intérêt nominaux

¹⁵ Cf. Fonds monétaire international, « *People's Republic of China – selected issues* », *IMF Staff Country Reports*, n° 19/274, août 2019.

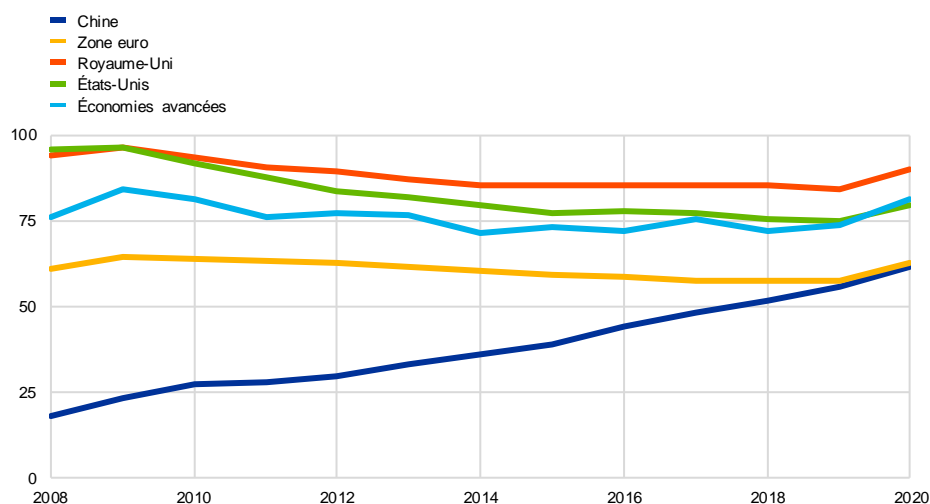
¹⁶ Cf. Cheung (K-Y.), « *China Law of the People's Republic of China on Enterprise Bankruptcy* », Baker McKenzie, 2018.

sont plus élevés en Chine que dans les économies avancées, ce qui rend le service de la dette relativement plus onéreux pour les ménages.

Graphique 10 Endettement des ménages

Le ratio crédit/PIB des ménages a augmenté pour atteindre la moyenne de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : BRI via Haver Analytics et calculs des services de la BCE. La dernière observation se rapporte à 2020.

L'exposition des ménages vis-à-vis des promoteurs spécialisés dans l'immobilier résidentiel et des autres promoteurs immobiliers est une source de préoccupation. L'endettement des ménages chinois (le ratio de la dette rapportée au revenu disponible) a plus que triplé depuis la crise financière mondiale (graphique 11, partie b). En Chine, la plupart des logements résidentiels sont achetés sur le marché des préventes avant l'achèvement de la construction¹⁷. De cette manière, les ménages fournissent des financements aux promoteurs immobiliers en payant par anticipation des logements résidentiels qui restent encore à construire. Les difficultés financières récentes rencontrées par plusieurs promoteurs soulèvent des questions quant aux perspectives d'achèvement des logements payés par anticipation et à la disponibilité de tels financements à l'avenir, tandis que la faiblesse des prix de l'immobilier résidentiel pourrait affecter les bilans des ménages¹⁸.

¹⁷ Cf. Deng (Y.) et Liu (P.), « *Mortgage Prepayment and Default Behavior with Embedded Forward Contract Risks in China's Housing Market* », vol. 28, n° 3, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2009, p. 214-240.

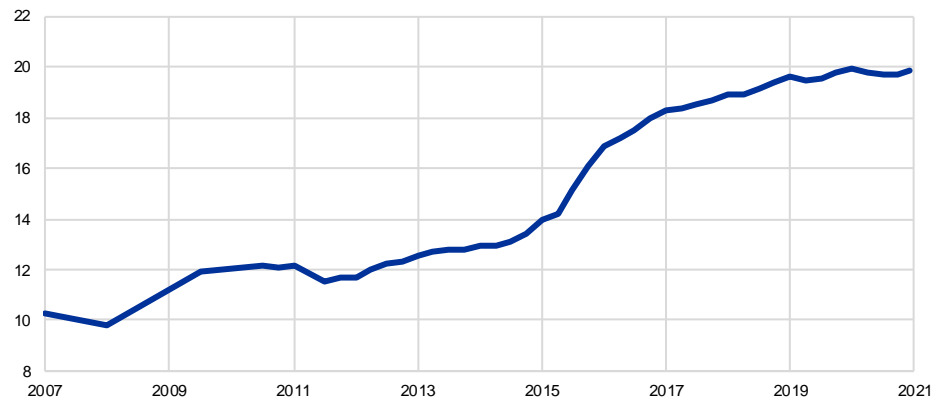
¹⁸ Les niveaux d'épargne élevés contribuent à atténuer les risques liés à la dette des ménages. Ils ont toutefois baissé ces dernières années, tandis que les conditions de l'emploi constituent actuellement un autre facteur défavorable.

Graphique 11

Endettement des ménages

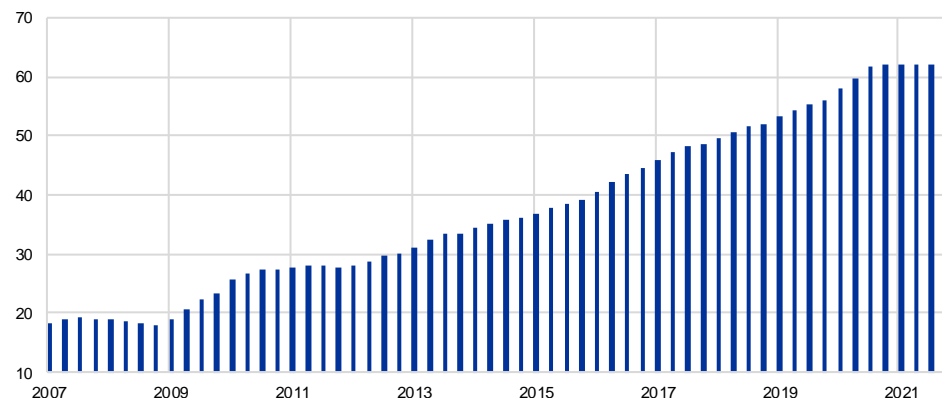
a) La dette hypothécaire a doublé entre 2007 et 2021

(en pourcentage du total des prêts)



b) Le ratio de la dette des ménages rapportée au revenu disponible a triplé entre 2007 et 2021

(en pourcentage)



Source : Banque populaire de Chine via CEIC. La dernière observation se rapporte à décembre 2021.

6 Conclusion

La dette des entreprises chinoises demeure élevée en comparaison internationale et représente un risque pour la croissance.

L'endettement important dans le secteur des entreprises a soutenu les taux élevés d'investissement et de croissance économique. Toutefois, la dette des entreprises en Chine ayant atteint des niveaux nettement supérieurs à ceux des économies avancées telles que les États-Unis et la zone euro, les risques financiers ont continué de s'accumuler. Les turbulences actuelles dans le secteur de l'immobilier illustrent l'impact de la matérialisation de ces risques sur l'économie. Les défaillances de certains grands promoteurs immobiliers ont accru les coûts de financement dans le secteur des entreprises et ralenti l'activité dans le secteur immobilier, ce qui pèse sur la croissance du PIB.

Le désendettement du secteur des entreprises et la stabilisation de la hausse de la dette des ménages demeurent une priorité, mais ces deux processus

généreraient probablement des facteurs défavorables pour l'économie.

La réduction des risques financiers en Chine implique de ralentir la fourniture de crédit au secteur des sociétés non financières. Le ralentissement de l'accumulation de dette par les ménages et le suivi et l'analyse des risques liés à cette dette pourraient contribuer à atténuer les risques pesant sur la stabilité financière et favoriser une croissance durable. Il sera difficile de trouver un équilibre entre diminuer l'exposition aux risques de l'économie et maintenir une croissance stable. Des mesures macroprudentielles et microprudentielles ciblées contribueront à atteindre ce double objectif.

Dans le même temps, les sources de financement instables provenant du secteur bancaire parallèle restent exposées à des variations soudaines du sentiment des investisseurs.

Outre l'endettement élevé du secteur des entreprises, le secteur bancaire parallèle engendre des risques. Même si la croissance des actifs trouvant leur origine dans le secteur financier non bancaire a été interrompue, le stock d'actifs soumis à des besoins de financement à court terme demeure historiquement élevé. Ces actifs restant vulnérables à des variations soudaines du sentiment des investisseurs, ils représentent des risques pour le système financier. De plus, le manque de transparence en ce qui concerne les expositions entre les secteurs financier et non financier suscite des incertitudes qui pourraient accentuer les tensions systémiques en cas de matérialisation des risques financiers. Dans l'ensemble, les risques financiers demeurent significatifs dans l'économie chinoise et il est essentiel de poursuivre les efforts réglementaires en cours pour réduire l'exposition aux risques de l'économie afin de garantir une croissance stable à moyen terme.

2 Évaluer les vulnérabilités des entreprises dans la zone euro

Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula et Peter Welz

1 Introduction

La crise du coronavirus (COVID-19) a été un choc majeur pour le secteur des sociétés non financières (SNF). La pandémie et les mesures d'endiguement associées se sont traduites pour les entreprises par une forte baisse des ventes. Le rythme rapide de la baisse des revenus, conjugué à la difficulté d'ajuster les coûts suffisamment rapidement, a entraîné une augmentation soudaine des besoins de liquidité. Si rien n'avait été fait pour y répondre, ces besoins de liquidité auraient pu facilement se transformer en problèmes de solvabilité plus larges, entraînant une forte augmentation des défaillances et des faillites d'entreprises.

La pandémie de COVID-19 a touché très sévèrement le secteur des services et les petites entreprises. Les secteurs à forte intensité de contact présentent une forte concentration de petites entreprises. Cela crée des difficultés supplémentaires pour évaluer la vulnérabilité de l'économie de la zone euro, car on ne dispose généralement qu'avec un décalage important d'une information complète sur la solidité des bilans des petites entreprises. Les informations contenues dans l'enquête SAFE sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro ont été particulièrement utiles pour combler, au moins partiellement, le déficit d'informations ¹.

La réponse rapide et vigoureuse apportée par les autorités au niveau national et au niveau de l'UE a atténué l'impact à court terme de la pandémie. Les mesures budgétaires, monétaires et prudentielles ont considérablement soutenu les entreprises en évitant qu'elles ne subissent des pertes importantes et que les banques n'enregistrent une augmentation des prêts non performants. Le soutien des pouvoirs publics a permis aux entreprises de réduire leurs coûts (notamment via les dispositifs de maintien de l'emploi) et a renforcé leurs liquidités, tandis que la politique monétaire a contribué à fournir des conditions de financement favorables et que les politiques prudentielles ont libéré des fonds propres que les banques ont pu mobiliser pour leur activité de prêt. L'effet de ces mesures s'est également reflété dans un nombre exceptionnellement faible de cas d'insolvabilité d'entreprises au cours des deux dernières années.

Deux ans après le début de la pandémie, les vulnérabilités à court terme du secteur des entreprises semblent s'être légèrement atténuées dans le contexte de la reprise actuelle, mais des risques subsistent, en particulier pour les plus petites entreprises et pour les secteurs les plus touchés par la pandémie.

¹ L'enquête est menée deux fois par an : une fois par la BCE, couvrant les pays de la zone euro, et une fois en coopération avec la Commission européenne, couvrant l'ensemble des États membres de l'UE plus certains pays voisins. Pour la dernière enquête, cf. [enquête SAFE](#) (en anglais).

Les revenus des entreprises se sont redressés après l'assouplissement de certaines des mesures d'endiguement les plus strictes, améliorant par là même la capacité de service de la dette. Dans le même temps, la dégradation des bilans des entreprises et l'hétérogénéité de leur endettement font peser des risques sur la reprise.

L'augmentation de la dette brute des entreprises, notamment quand elles font également face à une augmentation de leur dette nette, pourrait freiner leur capacité à soutenir la reprise via une augmentation des dépenses en capital, surtout après la suppression progressive du soutien public. L'augmentation des ratios de dette rend les entreprises vulnérables à d'éventuelles modifications du sentiment à l'égard du risque, à une hausse des taux d'intérêt réels ou à une baisse des bénéfices. La détérioration des bilans des entreprises fait également peser un risque sur les banques, car elle pourrait activer des interactions négatives et des préoccupations relatives à la stabilité financière via des augmentations des prêts non performants et des faillites d'entreprises.

En dehors de la pandémie de COVID-19, le secteur des entreprises fait également face à des défis structurels plus larges. La pandémie a accéléré plusieurs mutations structurelles déjà en cours dans l'économie de la zone euro. Une liste non exhaustive de défis structurels comprend de nouvelles formes de travail (y compris le travail à distance), le recours au commerce électronique et aux technologies numériques, une reconfiguration des chaînes de valeur mondiales et la transition vers une économie neutre en carbone. Ces évolutions nécessitent une modernisation complète du stock de capital des entreprises, ce qui pourrait être plus difficile à mettre en œuvre pour les petites et moyennes entreprises (PME), en partie en raison de leurs faiblesses préexistantes par rapport aux grandes entreprises.

Le présent article est structuré comme suit. La section 2 passe en revue les évolutions récentes, en mettant l'accent sur les vulnérabilités résultant de l'endettement des entreprises. La section 3 s'intéresse aux répercussions sur les défaillances d'entreprises, l'encadré 1 complétant l'analyse sous l'angle de la qualité des actifs des banques. La section 4 porte sur les conséquences possibles sur l'investissement d'une augmentation des niveaux d'endettement des entreprises. L'encadré 2 étudie certaines caractéristiques structurelles des PME de la zone euro dans le contexte de la pandémie de COVID-19. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

2 Les évolutions récentes dans le secteur des entreprises non financières

L'endettement brut du secteur des SNF de la zone euro a fortement augmenté durant la pandémie. Le ratio dette brute/valeur ajoutée brute (ratio de dette) des SNF a augmenté de 18,8 points de pourcentage entre fin 2019 et début 2021 pour culminer à 164,4 %, soit seulement 0,5 point de pourcentage de moins que son record de début 2015 (graphique 1, partie a). Cette augmentation s'explique à parts presque égales par un recours plus important des entreprises au financement par endettement et par le recul prononcé de la valeur ajoutée brute. À la fin du troisième trimestre 2021, le ratio de dette s'inscrivait toujours 10,6 points de pourcentage

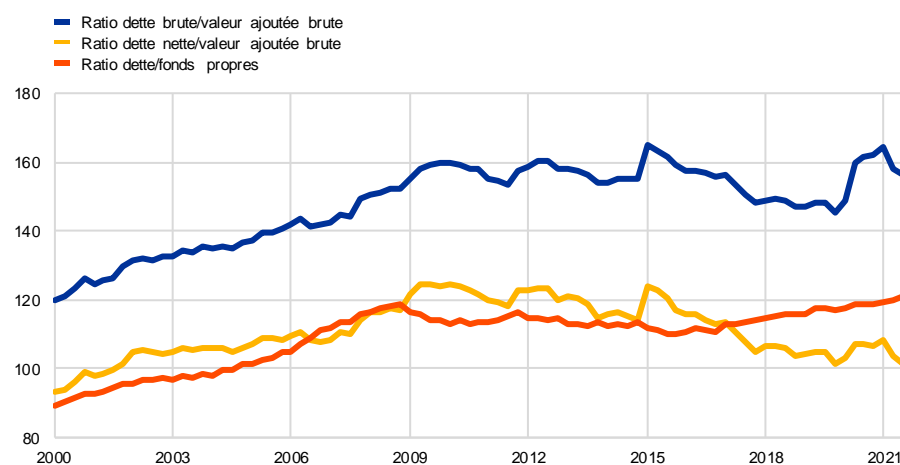
au-dessus de son niveau de fin 2019, ce qui est presque entièrement dû à un recours plus important au financement par endettement et non à un recul de la valeur ajoutée brute (graphique 1, partie b). Le ratio dette/fonds propres a également augmenté de manière significative entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021, la hausse de la dette n'ayant été contrebalancée que partiellement par une augmentation des émissions d'actions.

Graphique 1

Dettes et levier d'endettement des SNF dans la zone euro

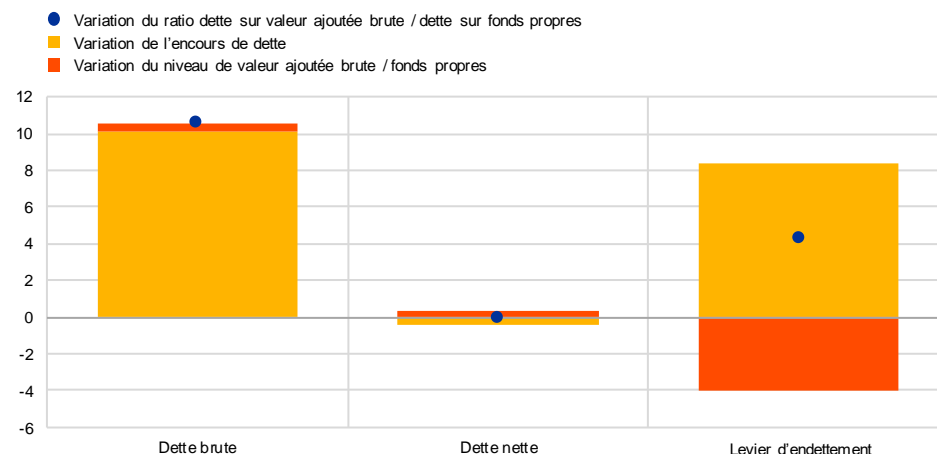
a) Niveau de dette consolidée et levier d'endettement

(en pourcentages)



b) Variation de la dette consolidée et du levier d'endettement entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021

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



Sources : Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : La dette brute consolidée se définit comme la somme du total des prêts accordés aux SNF, des émissions de titres de créance et des engagements au titre des retraites moins les prêts intra-sectoriels. La dette nette consolidée se définit comme la dette brute consolidée nette des avoirs en numéraire et des dépôts. Pour le ratio dette/fonds propres, la valeur comptable est utilisée, approximée par les encours notionnels. S'agissant de la partie b, dans la première colonne, le point bleu représente la variation du ratio dette brute/valeur ajoutée brute, dans la deuxième colonne il représente la variation du ratio dette nette/valeur ajoutée brute et dans la troisième colonne, il représente la variation du ratio dette/fonds propres. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021.

L'augmentation de la dette brute des SNF s'est accompagnée d'une forte accumulation d'actifs liquides, notamment par les grandes entreprises.

Les dépôts des SNF ont augmenté de 713 milliards d'euros entre le quatrième

trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021. Par conséquent, le ratio de dette nette a beaucoup moins augmenté que l'endettement brut et, au troisième trimestre 2021, la dette nette s'est établie 0,4 point de pourcentage au-dessous de son niveau de fin 2019 (graphique 1, partie b)². Durant les premières phases de la pandémie, les entreprises ont placé sous forme de dépôts une part importante du produit des nouveaux prêts bancaires et des émissions de titres de créance pour préfinancer les besoins en fonds de roulement et les investissements nécessaires et pour se préparer à d'éventuelles pénuries de liquidités en raison de l'effondrement des ventes et des flux de trésorerie d'exploitation. Plus récemment, l'amélioration des profits et des bénéfices non distribués a contribué à un accroissement des portefeuilles d'actifs liquides. Ces portefeuilles peuvent agir comme un facteur d'atténuation de l'endettement élevé des entreprises à un niveau sectoriel agrégé³.

L'endettement demeure nettement supérieur à un niveau de référence estimé sur la base des conditions macrofinancières. Depuis mi-2020, l'endettement brut a largement dépassé son niveau de référence estimé (graphique 2)⁴. L'endettement observé a fortement augmenté après fin 2019, reflétant l'augmentation notable des emprunts au cours de la période allant de mars à juin 2020. Dans le même temps, l'endettement de référence a fortement diminué au deuxième trimestre 2020 et, depuis, il est resté nettement inférieur à l'endettement effectif. Cela s'explique tout d'abord par l'effondrement de l'activité économique puis par sa faiblesse persistante qui, si l'on se réfère aux observations passées, se serait normalement accompagnée d'une diminution de l'endettement. L'endettement observé a également dépassé de très loin son niveau de référence entre fin 2006 et début 2010. Cette période avait été caractérisée par une forte croissance du crédit au cours des mois qui ont précédé la crise financière mondiale de 2008 et par un effondrement de l'activité économique après le déclenchement de la crise, suivi d'une période prolongée de désendettement. L'écart devrait se réduire puis se combler au cours des prochains trimestres, à mesure que l'excès d'endettement et les avoirs en actifs liquides limiteront la demande de financement par endettement et que l'économie se redressera.

² Dette nette consolidée, définie comme la dette brute consolidée nette des avoirs en numéraire et dépôts.

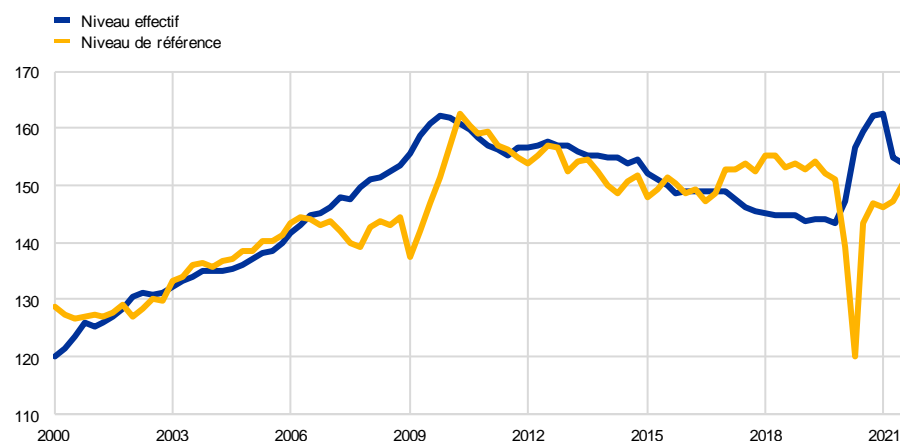
³ Cf. l'encadré intitulé « [La santé des sociétés non financières durant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

⁴ Un modèle à correction d'erreurs établit un lien entre le niveau à long terme de la dette brute et la production, le coût relatif du financement par endettement et la prime de terme. Sur la base de ces fondamentaux, il est possible de calculer un niveau de référence variable dans le temps conforme aux régularités historiques.

Graphique 2

La dette brute consolidée des SNF et son niveau de référence estimé dans la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute des SNF, encours notionnels)



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

Notes : La dette brute consolidée est la somme des prêts aux SNF, des émissions de titres de créance et des engagements au titre des retraites moins les prêts intra-sectoriels (tous encours notionnels). Les niveaux de référence sont des estimations fondées sur un modèle à correction d'erreurs qui établit un lien entre la dette brute consolidée des SNF et la production des SNF, le coût relatif du financement par endettement et la prime de terme (c'est-à-dire la différence entre le rendement des obligations d'État à dix ans de la zone euro et le taux à trois mois du marché monétaire de la zone euro). Le coût relatif du financement par endettement est défini comme le coût composite de la dette moins le coût du financement par émission d'actions. La période d'estimation va du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021.

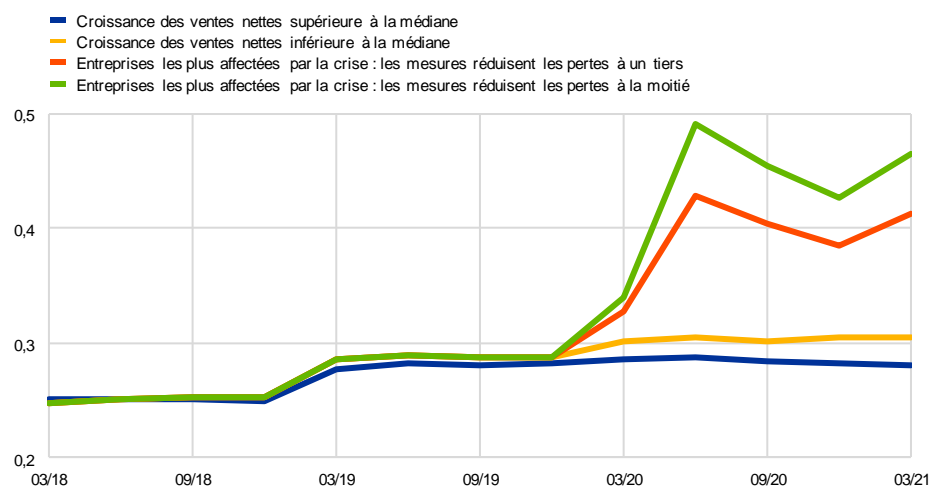
La répartition inégale de la dette reflète les vulnérabilités des PME et des microentreprises – notamment dans les secteurs les plus touchés par la pandémie.

La dette brute a augmenté à des degrés divers selon les entreprises, en fonction de leur exposition à la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement associées. S'agissant des entreprises cotées, celles affichant des ventes inférieures à la médiane en 2020 ont accru leur dette d'environ 3 points de pourcentage de plus que les entreprises dont les ventes sont supérieures à la médiane (graphique 3). Bien qu'on ne dispose pas de données sur les sociétés non cotées, des estimations s'appuyant sur le chiffre d'affaires sectoriel suggèrent que pour une entreprise moyenne dans les secteurs les plus touchés (hébergement notamment), l'augmentation du levier d'endettement pourrait être proche de 10 points de pourcentage, même si l'on considère un scénario dans lequel seulement un tiers des pertes subies par les entreprises sont comblées par une dette supplémentaire (la ligne rouge du graphique 3), tandis que le reste est contrebalancé par les mesures de soutien des pouvoirs publics.

Graphique 3

Ratio dette/actifs d'entreprises présentant différentes performances de ventes en 2020

(en pourcentage du total des actifs)



Sources : Refinitiv et extrapolation à partir des données d'Eurostat.

Notes : L'exercice sous-tendant ce graphique décrit la relation entre baisse des ventes et augmentation de la dette. Les lignes bleue et jaune comparent la dynamique de la dette pour les entreprises cotées qui présentent une croissance des ventes nettes supérieure ou inférieure à la médiane en 2020. Les lignes rouge et verte (« Entreprises les plus touchées par la crise ») extrapolent la dynamique de la dette pour les entreprises du secteur de la zone euro le plus touché (c'est-à-dire l'hébergement), pour lequel aucune donnée quantitative n'est encore disponible. La prévision est établie à partir d'un modèle en données de panel, le chiffre d'affaires (entrant dans le modèle sous la forme d'un terme linéaire et quadratique) expliquant l'augmentation du ratio dette/actifs, après neutralisation des effets liés à l'entreprise elle-même. Le modèle est estimé pour la période post-COVID-19 et utilisé pour extrapoler le ratio dette/actifs non observé à l'aide du chiffre d'affaires observé d'Eurostat. Pour « les mesures réduisent les pertes à un tiers » (ligne rouge), on fait l'hypothèse que les politiques de soutien des pouvoirs publics (par exemple, les dispositifs de chômage partiel) couvrent deux tiers des coûts, tandis que pour « les mesures réduisent les pertes à la moitié » (ligne verte), on fait l'hypothèse que la moitié seulement est couverte. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2021.

Il existe également des différences significatives entre les pays en termes d'endettement des entreprises.

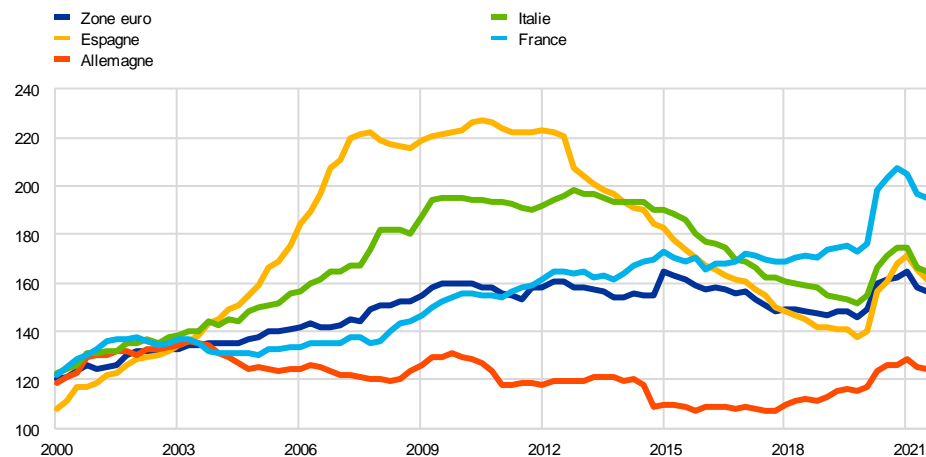
Le ratio dette brute/valeur ajoutée brute des SNF a atteint près de 200 % en France au troisième trimestre 2021, contre 120 % environ en Allemagne (graphique 4, partie a). En France, le ratio de dette brute n'a fait qu'augmenter depuis fin 2007, les entreprises ayant essentiellement financé leurs dépenses en capital et leurs fusions et acquisitions à l'aide d'instruments de dette. En Allemagne, l'endettement demeure nettement inférieur à celui des autres grandes économies de la zone euro, car, avant la pandémie, les entreprises finançaient principalement leur expansion via l'autofinancement. Dans le même temps, c'est en Espagne que la hausse du ratio de dette depuis fin 2019 a été la plus importante, car dans ce pays comme en Italie, une grande partie de la baisse observée entre 2012 et 2019 a été annulée (graphique 4, partie b). La baisse du niveau de dette nette a été particulièrement importante en Italie, tandis qu'en Allemagne, en France et en Espagne, la dette nette a augmenté (graphique 4, partie c). Les différences selon les pays en termes d'importance de l'augmentation de la dette durant la pandémie peuvent s'expliquer en grande partie par a) des différences de sévérité de la crise de la COVID-19 et de durée et d'ampleur des confinements qui en ont résulté, b) des différences concernant l'utilisation des prêts bancaires garantis par l'État, et c) des différences de structures économiques et financières.

Graphique 4

Dettes des SNF dans la zone euro

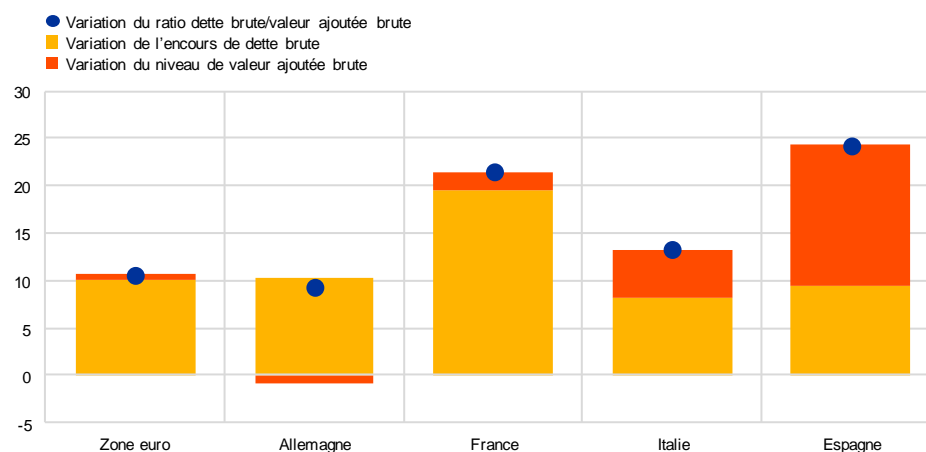
a) Niveau de dette brute consolidée

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute des SNF)



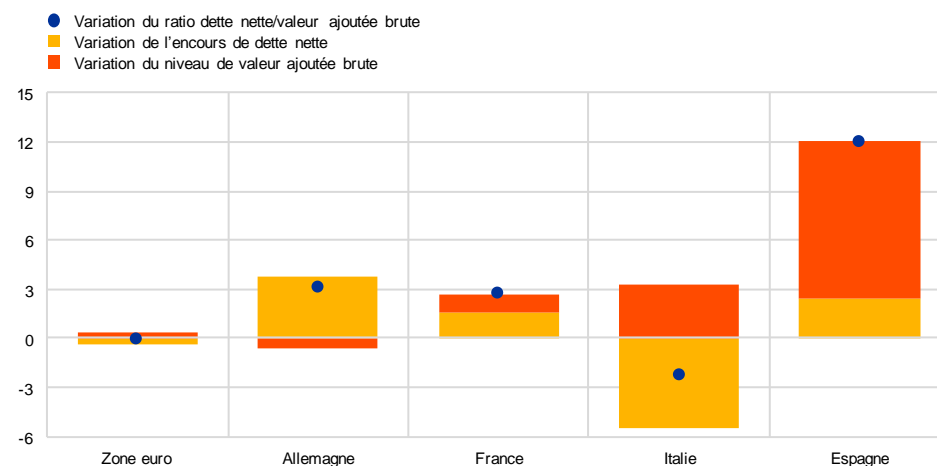
b) Variation de la dette brute consolidée entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021

(en points de pourcentage, contributions en points de pourcentage)



c) Variation de la dette nette consolidée entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021

(en points de pourcentage, contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : La dette brute consolidée est définie comme la somme du total des prêts accordés aux SNF, des émissions de titres de créance et des engagements au titre des retraites moins les prêts intra-sectoriels. La dette nette consolidée est définie comme la dette brute consolidée nette des avoirs en numéraire et dépôts. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021.

Malgré l'augmentation de l'endettement brut, la charge du service de la dette a continué de baisser pour se situer à de nouveaux points bas historiques.

Les paiements d'intérêts bruts effectués par les entreprises des grands pays de la zone euro ont diminué dans une fourchette comprise entre 1,8 % et 9,1 % depuis fin 2019, malgré la hausse du niveau de la dette. Cette baisse reflète les conditions de financement favorables résultant des mesures prises par les autorités en réponse à la crise, mesures qui ont atténué les préoccupations quant à la soutenabilité de la dette des entreprises et soutenu la reprise. Toutefois, les coûts du service de la dette en pourcentage des bénéfices, continuent de varier considérablement d'un pays à l'autre (graphique 5, partie a). Cela reflète principalement des différences de niveaux de dette brute et de composition sectorielle selon les pays, cette dernière affectant le ratio excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée brute (graphique 5, partie b) ⁵.

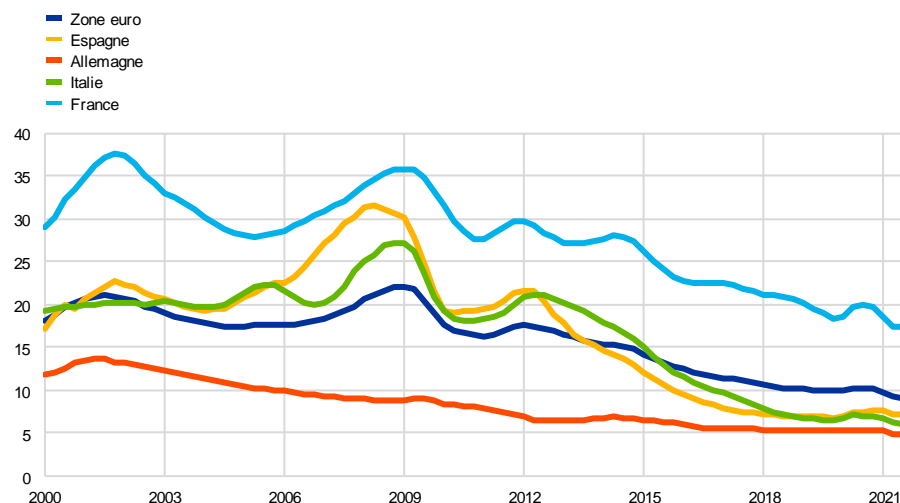
⁵ Pour différentes classifications des « quasi-sociétés » selon les pays, cf. Lequiller (F.) et- Blades (D.), *Understanding National Accounts: Second Edition*, OECD Publishing, 2014.

Graphique 5

Paiements d'intérêts et marges bénéficiaires des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

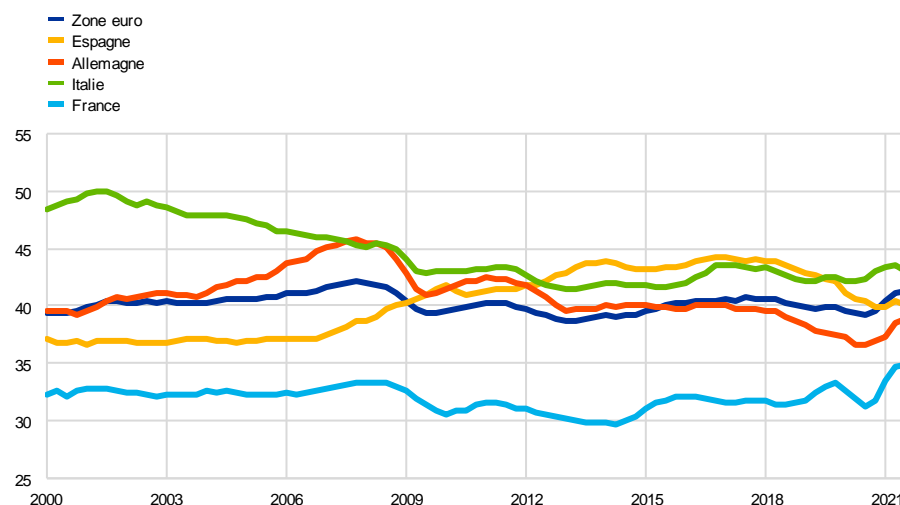
a) Paiements d'intérêts bruts

(sommes mobiles sur quatre trimestres en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation)



b) Marges brutes d'exploitation

(en pourcentages)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les paiements d'intérêts bruts sont calculés avant services d'intermédiation financière indirectement mesurés (sifim). Les marges brutes d'exploitation sont calculées en divisant l'excédent brut d'exploitation par la valeur ajoutée brute. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021.

Les mesures de soutien prises au niveau des États et au niveau supranational ont contribué à réduire sensiblement les risques de liquidité des entreprises ⁶.

Premièrement, les États ont apporté des garanties sur les prêts et un soutien direct à la liquidité des entreprises, tandis que les dispositifs de chômage partiel ont allégé la masse salariale. Deuxièmement, les reports de cotisations sociales et d'impôts ont également conforté la position de liquidité des entreprises. Au total, les entreprises

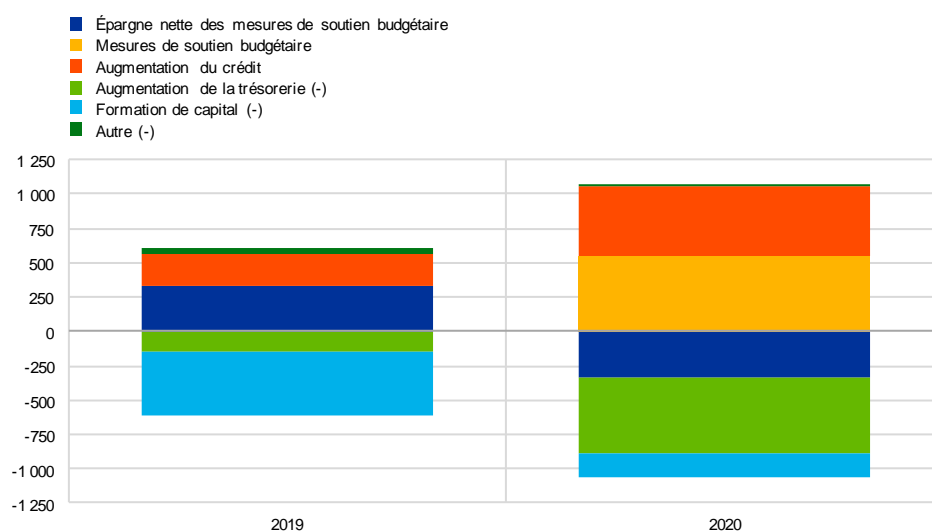
⁶ Pour une liste complète des interventions au niveau de l'UE afin de soutenir l'emploi et l'économie après la pandémie, cf. « [Emploi et économie pendant la pandémie de COVID-19](#) », Commission européenne.

ont reçu 550 milliards d'euros environ dans le cadre de ces mesures de soutien direct et indirect des pouvoirs publics (graphique 6). Sans ces mesures, l'épargne des entreprises, nette de l'amortissement du capital, aurait été fortement négative en 2020. Troisièmement, les mesures prudentielles temporaires ont permis aux banques de proposer des moratoires sur le remboursement de prêts. Quatrièmement, la BCE a apporté un soutien via ses mesures de politique monétaire. Les entreprises ont également fortement réduit leurs dépenses d'investissement par rapport à 2019. Les flux nets totaux de crédit ont été supérieurs de 280 milliards d'euros environ en 2020 par rapport à 2019, soutenus dans une très large mesure par la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP)⁷, les garanties d'État sur les prêts et les mesures prudentielles⁸. Au total, la trésorerie des SNF a été supérieure de 400 milliards d'euros environ en 2020 par rapport à l'année précédente, même si cette hausse s'est concentrée essentiellement sur les grandes entreprises. De plus, en 2021, les entreprises ont reçu des montants importants de ressources supplémentaires des pouvoirs publics (325 milliards d'euros environ), ce qui a encore limité le recul de l'épargne.

Graphique 6

SNF de la zone euro : sources et utilisations des fonds, dont mesures de soutien budgétaire

(en milliards d'euros)



Sources : Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : « Soutien budgétaire » est défini comme la somme des économies réalisées sur la masse salariale par les entreprises en raison des dispositifs de maintien de l'emploi, de l'effet des moratoires sur le paiement des intérêts de prêts et des loyers, des reports d'impôts et des subventions directes aux entreprises. « Épargne » correspond à l'épargne brute moins la consommation de capital. « Crédit » comprend les emprunts souscrits auprès des banques et les émissions nettes de titres de créance, tandis que « trésorerie » comprend le numéraire et les dépôts. « Formation de capital » correspond à la formation brute de capital fixe plus la variation des stocks moins la consommation de capital. Les dernières observations se rapportent à 2020.

⁷ Dans le cadre du PEPP et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), la BCE achète des obligations d'entreprises et des billets de trésorerie du secteur des SNF sur les marchés primaire et secondaire.

⁸ Pour les mesures microprudentielles au niveau de la banque, cf. le [site Internet de la BCE consacré à la supervision bancaire](#) ; pour les mesures macroprudentielles, cf. l'article thématique intitulé « *Financial stability considerations arising from the interaction of coronavirus-related policy measures* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

L'amélioration de la capacité de remboursement des entreprises et le faible risque de financement/refinancement confirment le niveau actuellement modéré de leurs vulnérabilités.

Les vulnérabilités des SNF – mesurées par l'indice composite de vulnérabilité de la BCE qui repose sur des données agrégées – ont nettement augmenté à la suite du déclenchement de la pandémie de COVID-19, dépassant largement les niveaux observés au lendemain de la crise financière mondiale (graphique 7, partie a)⁹. Cette augmentation s'explique essentiellement par une baisse de l'activité et de la rentabilité ainsi que par une augmentation du levier d'endettement. Toutefois, l'indice de vulnérabilité des entreprises est en diminution depuis mi-2020, ayant atteint un point bas historique au deuxième trimestre 2021. Cette évolution reflète des hausses du ratio de couverture des intérêts et de l'épargne, le coût très faible du financement par endettement, le niveau record de la trésorerie et le fait que l'on soit passé d'un financement par endettement à court terme à un recours à des instruments assortis d'échéances plus longues. Le levier d'endettement a également légèrement contribué à la baisse de l'indice de vulnérabilité au troisième trimestre 2021. Cette évolution s'explique par la baisse des ratios de dettes brute et nette après la poursuite de l'amélioration de la situation économique et l'accumulation importante de liquidités au plus fort de la pandémie. Toutefois, les ratios de dette brute et dette/fonds propres demeurent à des niveaux élevés très supérieurs à ceux de fin 2019, ce qui accroît la sensibilité des entreprises à des chocs négatifs. Un exercice contrefactuel montre que sans les interventions concertées des autorités, l'indice de vulnérabilité aurait atteint une valeur nettement plus importante mi-2020 et serait resté nettement supérieur à son niveau actuel (graphique 7, partie b)¹⁰.

⁹ La mesure composite est établie à partir d'un large éventail d'indicateurs selon cinq dimensions différentes : capacité de service de la dette (mesurée par le ratio de couverture des intérêts, l'épargne des entreprises et la capacité à générer des revenus) ; levier d'endettement (ratio dette/fonds propres, dette nette/résultat avant intérêts et impôts (EBIT) et ratio dette brute/revenus) ; activité (croissance des ventes, ratio fournisseurs et variation du taux de rotation des comptes à recevoir), rentabilité (rendement des actifs, marge bénéficiaire et ratio valeur de marché/valeur comptable), et financement/refinancement (ratio dette à court terme/dette à long terme, ratio de liquidité restreinte (*quick ratio*), coût global du financement par endettement et flux de nouveaux crédits comme indicateur avancé de la croissance du PIB (*credit impulse*)). Pour plus de précisions concernant la construction de l'indice, cf. l'encadré intitulé « *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

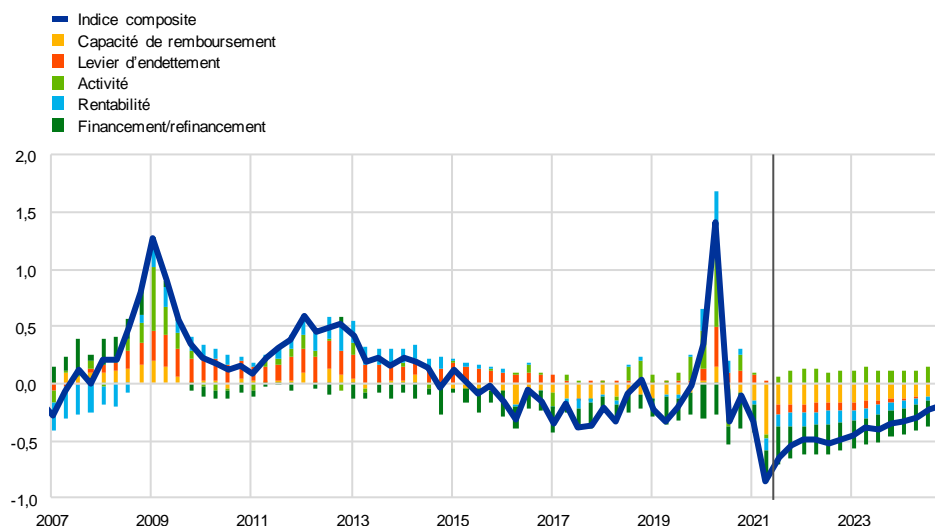
¹⁰ Sans l'allègement des coûts résultant de l'action des pouvoirs publics, le financement par endettement des SNF aurait augmenté de 550 milliards d'euros en 2020 et de 325 milliards en 2021 pour contrebalancer les pertes de recettes. Cela se serait traduit, dans l'indice de vulnérabilité des entreprises, par un levier d'endettement et des paiements d'intérêts bruts par les entreprises plus élevés, parallèlement à une diminution de leur autofinancement. La simulation fait l'hypothèse que le taux d'intérêt effectif sur l'encours de la dette des entreprises et que la part de la dette à long terme dans la dette totale seraient restés proches de leurs niveaux de fin 2019 en l'absence de nouvelles mesures de politique monétaire, mesures prudentielles et garanties d'État sur les prêts.

Graphique 7

Vulnérabilités des entreprises pour les SNF de la zone euro

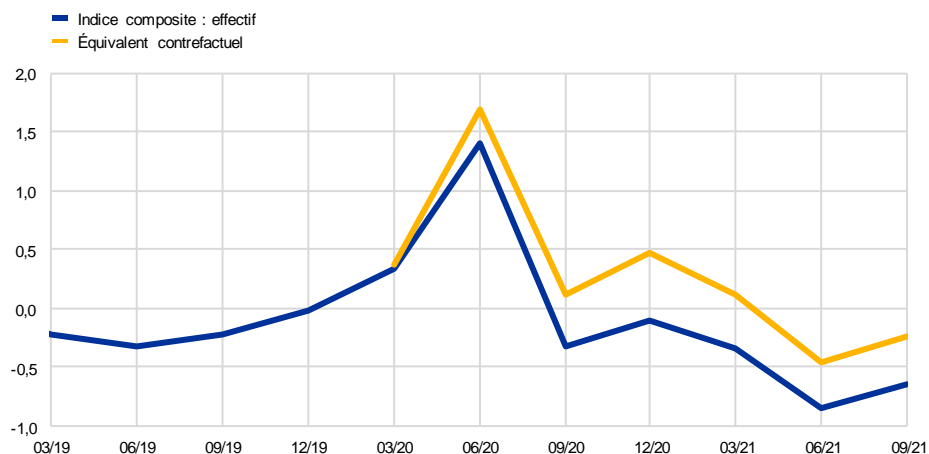
a) Indice composite et ses composantes

(scores Z)



b) Indice composite et son équivalent contrefactuel

(scores Z)



Sources : Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Des valeurs positives indiquent une plus grande vulnérabilité, des valeurs négatives une vulnérabilité plus faible. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2021. Estimations des services de la BCE allant du troisième trimestre 2021 au quatrième trimestre 2024.

3 Santé des bilans et risque d'insolvabilité des entreprises

Durant la pandémie de COVID-19, le niveau des défaillances d'entreprises a été historiquement bas. Par le passé, les défaillances ont eu tendance à être

contracycliques et à accuser un retard par rapport à la croissance du PIB en volume (graphique 8, partie a). En 2020, cette relation entre croissance économique et procédures d'insolvabilité s'est interrompue. Cela s'explique essentiellement par la mise en œuvre de mesures publiques de soutien visant à atténuer les effets négatifs de la crise sanitaire mondiale sur l'économie. De ce fait, les défaillances n'ont pas augmenté parallèlement à l'effondrement de l'activité économique. Au contraire,

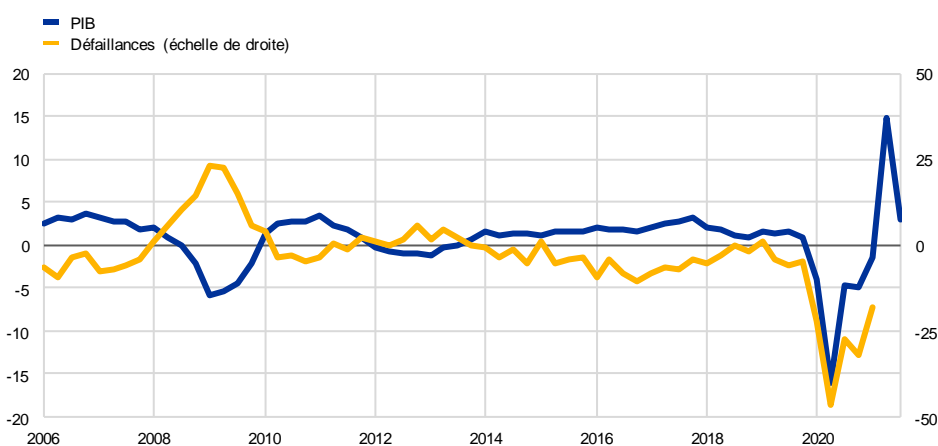
elles ont diminué d'un tiers environ en 2020 et se sont maintenues à de faibles niveaux en 2021.

Graphique 8

Activité économique et défaillances des entreprises

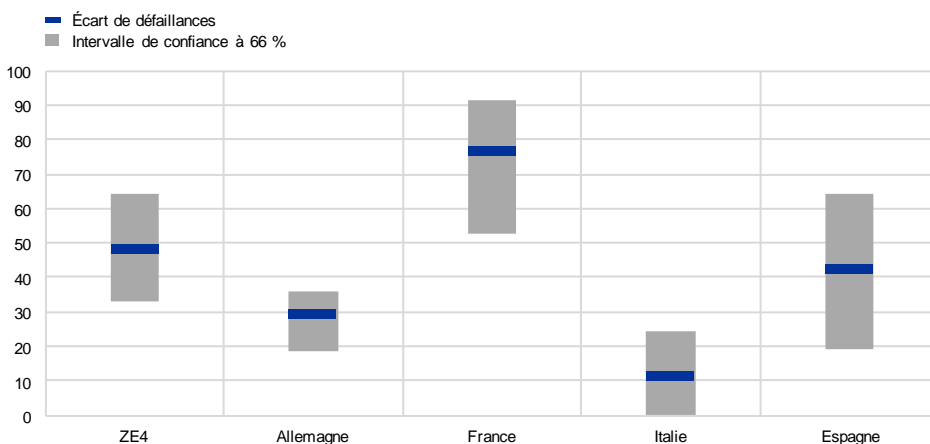
a) PIB en volume et défaillances

(variations annuelles en pourcentage)



b) Estimation des écarts de défaillances

(en pourcentages)



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

Notes : Partie a : les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021 pour le PIB et au deuxième trimestre 2021 pour les défaillances. Partie b : données annuelles, corrigées des variations saisonnières. Prévisions de défaillances établies à partir de modèles vectoriels autorégressifs de type bayésien au niveau des pays, estimés jusqu'en 2019 et simulés pour 2020, dépendant des trajectoires observées du PIB et du chômage. Les écarts sont calculés comme la distance en pourcentage entre le nombre annuel prévu de défaillances et les défaillances observées annuellement. ZE4 correspond aux quatre principaux pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne).

Il existe des écarts importants entre le nombre de défaillances prévu et observé dans la zone euro.

Les défaillances sont prévues à l'aide de modèles au niveau des pays reflétant la relation historique entre PIB en volume, chômage et défaillances. En 2020, le nombre prévu de cas d'insolvabilité pour les quatre principaux pays de la zone euro a dépassé de 50 % environ les cas observés (graphique 8, partie b). Outre le soutien apporté par les pouvoirs publics, ces écarts importants peuvent également refléter des cessations d'activité sans procédures d'insolvabilité, en particulier pour les TPE et les entrepreneurs individuels. Globalement, l'importance des écarts de défaillances estimés, conjuguée au fait que

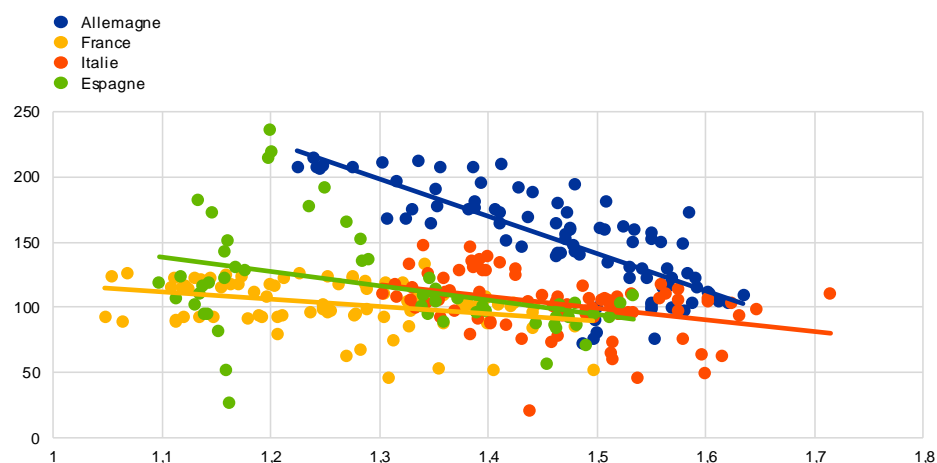
les plus petites entreprises ont un risque plus important de voir leur dette s'accroître, suggère que les cas d'insolvabilité pourraient continuer d'augmenter, en particulier pour les petites entreprises des secteurs les plus touchés par la pandémie ¹¹.

Graphique 9

Solidité des bilans et insolvabilité des entreprises

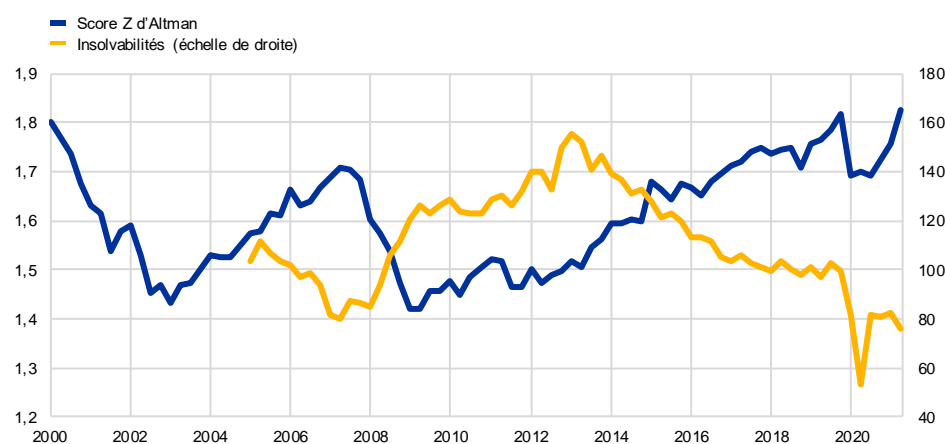
a) Insolvabilités et score Z d'Altman

(axe des abscisses : score ; axe des ordonnées : indice : 2019 = 100)



b) Insolvabilités et score Z d'Altman dans le temps

(échelle de gauche : score ; échelle de droite : indice : 2019 = 100)



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

Notes : Partie a : les points représentent les observations trimestrielles par pays du premier trimestre 2005 au deuxième trimestre 2021. Le score d'Altman est calculé comme suit : $0,717 \times \text{fonds de roulement/actifs totaux} + 0,847 \times \text{bénéfices non distribués/actifs totaux} + 3,107 \times \text{EBIT/actifs totaux} + 0,420 \times \text{capitaux propres/endettement} + 0,998 \times \text{ventes/actifs totaux}$, où EBIT correspond aux bénéfices avant intérêts et impôts. Plus le score d'Altman est élevé, plus la structure de bilan est solide. Partie b : l'indice d'insolvabilité est calculé comme la moyenne des quatre pays - Allemagne, France, Italie et Espagne. La dernière observation pour les insolvabilités et le score d'Altman se rapportent au deuxième trimestre 2021.

Dans l'ensemble, les bilans agrégés des entreprises suggèrent des risques limités d'insolvabilité. Le score Z d'Altman ¹² fournit un indicateur permettant d'évaluer la solidité des bilans des entreprises et leur risque d'insolvabilité. Si cet

¹¹ Cf., par exemple, Cros (M.), Epaulard (A.) et Martin (P.), « *Will Schumpeter Catch Covid-19?* », *CEPR Discussion Papers*, n° 15834, Centre for Economic Policy Research, 2021.

¹² Cf. Altman (E.I.), « *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* », *The Journal of Finance*, vol. 23, n° 4, septembre 1968, p. 589-609. Pour de plus amples détails sur le mode de calcul, cf. les notes du graphique 9, partie a.

indicateur a été conçu pour évaluer le risque d'insolvabilité d'une entreprise individuelle, il peut également être calculé pour l'ensemble du secteur des SNF, les données étant disponibles plus rapidement au niveau agrégé que pour les entreprises individuelles non cotées. Au niveau des pays, l'indice affiche une corrélation négative avec les défaillances d'entreprises (graphique 9, partie a). Après une nette dégradation en 2020 sous l'effet de la pandémie, le score Z a partiellement rebondi en 2021, reflétant l'amélioration des bilans des entreprises.

Nonobstant la baisse générale des défaillances récemment observée, les évolutions sont hétérogènes d'un pays à l'autre. Des différences persistent en matière de législations nationales sur l'insolvabilité et de culture du recours aux procédures d'insolvabilité pour fermer une entreprise. D'autres façons de traiter les problèmes de solvabilité incluent, par exemple, les fermetures volontaires et les procédures hors tribunaux. De telles différences affectent également le lien entre les défaillances d'entreprises et les évolutions macroéconomiques ¹³. Si tous les pays de la zone euro ont introduit une suspension temporaire des règles relatives à l'insolvabilité, il existe cependant des différences notables en matière d'échelle et de durée. Les différences nationales, qu'elles soient structurelles ou temporaires, se reflètent dans les différences de taux d'insolvabilité (graphique 10, partie a) et d'écart de défaillance estimés (graphique 8, partie b) observées d'un pays à l'autre, ainsi que dans les variations des relations linéaires entre les scores d'Altman et le nombre de cas d'insolvabilité.

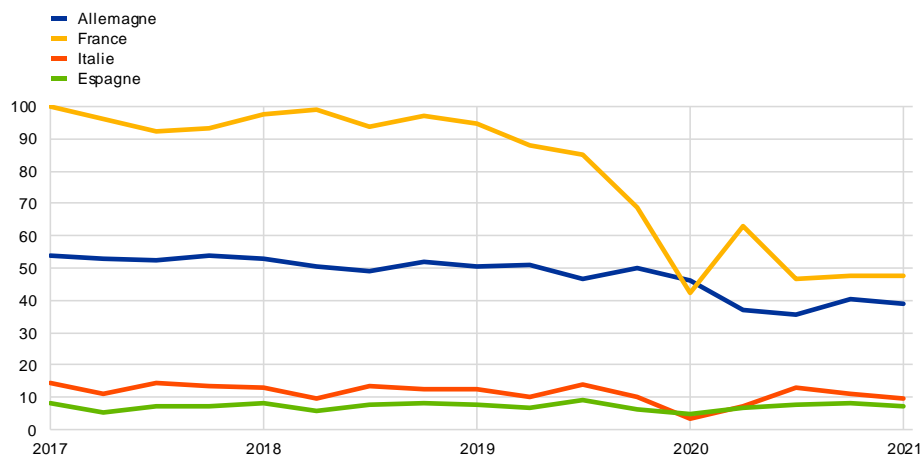
¹³ Cf., par exemple, *Corporate insolvencies in Europe 2020*, Creditreform, 2021.

Graphique 10

Taux d'insolvabilité et recouvrement des prêts aux PME dans les différents pays

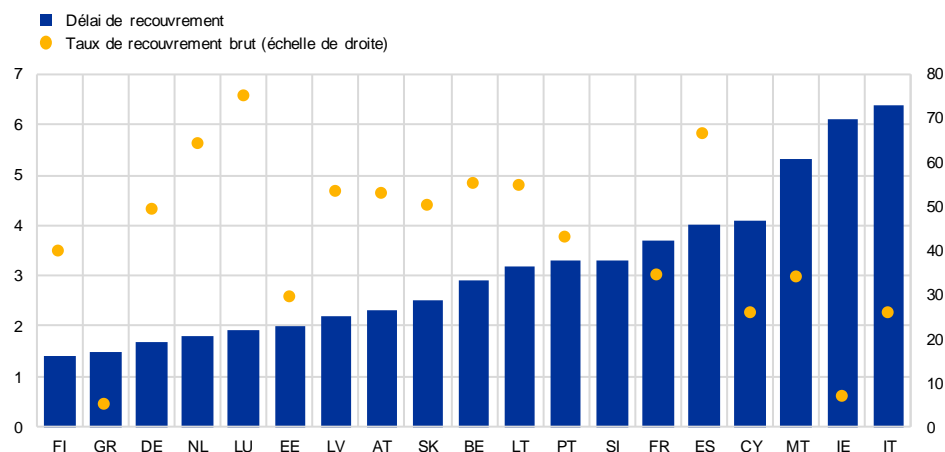
a) Taux d'insolvabilité par pays

(défaillances pour 10 000 entreprises)



b) Durée et effet du recouvrement des prêts aux PME

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



Sources : Haver Analytics, Cerved, Eurostat, Autorité bancaire européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie b : les données ont été collectées pour la période comprise entre 2015 et 2018 et se rapportent aux procédures d'insolvabilité formelles lancées par les créanciers à l'égard de prêts aux PME et ne prennent pas en compte les règlements hors procédure judiciaire. La comparabilité entre pays peut être limitée par des différences de pratiques entre les banques. Le taux de recouvrement brut est défini comme le pourcentage des créances bancaires avant déduction du coût de recouvrement de la créance. Les données relatives aux taux de recouvrement ne sont pas disponibles pour la Slovaquie.

Il existe aussi d'importantes différences entre les pays de la zone euro en matière de fonctionnement des cadres d'insolvabilité.

Par exemple, selon l'analyse comparative de l'insolvabilité menée récemment par l'Autorité bancaire européenne, la valeur et le délai de recouvrement varient de façon substantielle d'un pays de la zone à l'autre¹⁴. En moyenne, dans la zone euro, le recouvrement d'un prêt accordé à une PME en difficulté prend environ quatre ans et les créanciers ne récupèrent que 40 % environ du montant du prêt (graphique 10, partie b). Des métriques défavorables quant aux procédures d'insolvabilité pourraient motiver la recherche d'autres moyens de restructurer ou de fermer une entreprise.

¹⁴ Cf. « *Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks* », EBA/REP/2020/29, Autorité bancaire européenne, 2020.

Pour l'avenir, l'éventuelle hausse des défaillances et des fermetures d'entreprises dépendra aussi du degré de vulnérabilité des entreprises face aux chocs futurs. Si l'on considère les vulnérabilités des entreprises à travers le prisme de la qualité des actifs bancaires il semble qu'une certaine dégradation ait pu être observée durant la pandémie (encadré 1), comme le reflète également l'indice de vulnérabilité présenté dans le graphique 7 et le score d'Altman présenté dans le graphique 9, partie b. L'indice de vulnérabilité devrait rester nettement inférieur à sa moyenne historique au moins jusqu'à fin 2024, ce qui indique un niveau limité de vulnérabilité des entreprises. Ce résultat est toutefois subordonné à la poursuite du renforcement de l'activité économique et à des conditions financières favorables, qui maintiendraient à un bas niveau le coût du service de la dette.

Encadré 1

Qualité des actifs bancaires pendant la pandémie de COVID-19 et vulnérabilités préexistantes des entreprises

Maciej Grodzicki et Martina Spaggiari

Une analyse de la dégradation de la qualité des prêts aux entreprises montre que les vulnérabilités préexistantes des emprunteurs, tels qu'un levier d'endettement important, des coussins de liquidité faibles et une rentabilité peu élevée, ont été plus fréquemment associées à une hausse du risque de crédit entraînant un reclassement des expositions au stade 2 de l'IFRS 9 (risque de crédit élevé) en 2020.

Au cours de la première année de la pandémie de COVID-19, les banques de la zone euro ont intégré dans leurs bilans une forte hausse du risque de crédit aux entreprises. Elles ont reclassé 11,3 % de leurs portefeuilles de prêts aux entreprises précédemment performants (stade 1 de l'IFRS 9) au stade 2 de l'IFRS 9 (prêts enregistrant une hausse importante du risque de crédit mais demeurant performants)¹⁵. La fréquence des reclassements a presque doublé par rapport à 2019, sous l'effet principalement des secteurs économiques les plus affectés par les confinements. Toutefois, seule une faible part des prêts est passée au stade 3 (prêts dépréciés). Cet encadré examine le rôle joué par les vulnérabilités préexistantes des entreprises, les chocs sectoriels, les facteurs au niveau des banques et les mesures de soutien dans le reclassement des prêts en 2020.

Les vulnérabilités préexistantes, telles qu'une charge importante de la dette, une position de liquidité faible et une rentabilité peu élevée, sont associées à de fortes hausses du risque de crédit (graphique A). En combinant des données au niveau des entreprises et des données prêt par prêt provenant d'Anacredit (ensemble de données sur le crédit dans la zone euro), on constate que les entreprises qui abordent la crise avec un levier d'endettement plus élevé et moins d'actifs liquides sont plus susceptibles que les autres d'avoir des prêts reclassés au stade 2 et au stade 3. De plus, les entreprises détenant des prêts passés au stade 2 sont généralement moins rentables que celles dont les prêts sont restés au stade 1, tandis que la plupart des entreprises qui enregistrent des pertes sont directement passées au stade 3. La répartition des ratios financiers des entreprises

¹⁵ Dans le cadre comptable IFRS 9, les prêts sont classés au stade 1 si leur risque de crédit ne s'est pas fortement accru depuis leur comptabilisation initiale ; au stade 2 si leur risque de crédit a fortement augmenté depuis leur comptabilisation initiale mais qu'ils restent performants ; au stade 3 s'ils sont dépréciés.

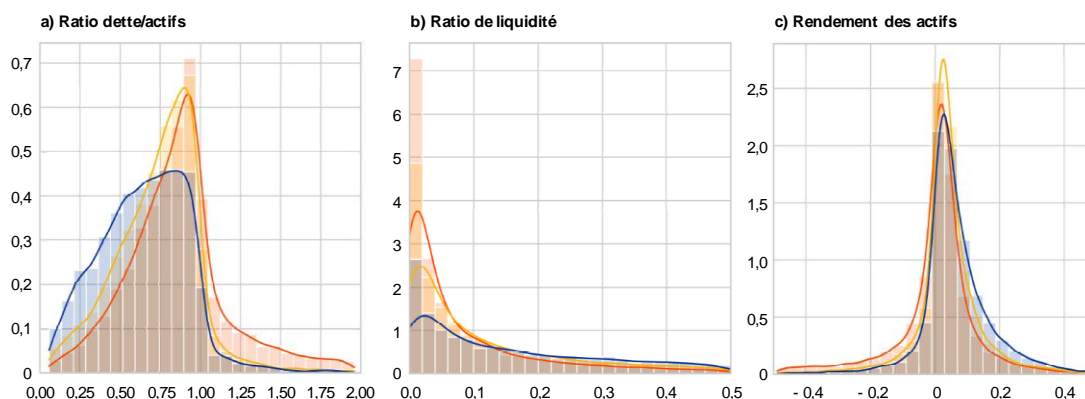
dans les trois catégories suggère donc que les vulnérabilités préexistantes ont joué un rôle important dans les décisions prises par les banques en matière de reclassement.

Graphique A

Répartition des ratios financiers des emprunteurs par stade de classification IFRS 9 fin 2020

(axe des abscisses : multiples ; barres : histogramme ; lignes : densité de noyau)

- Stade 1
- Stade 2
- Stade 3



Sources : BCE (données prudentielles, AnaCredit), Bureau van Dijk (Orbis) et calculs des services de la BCE.

Notes : En vertu de la norme IFRS 9, les banques doivent classer leurs prêts selon trois stades (cf. note de bas de page 15). Chaque partie du graphique montre que les prêts consentis aux entreprises plus endettées, disposant de moins de liquidités et moins rentables ont été davantage susceptibles d'être reclassés du stade 1 aux stades 2 et 3 de l'IFRS 9 entre fin 2019 et fin 2020. L'échantillon recouvre 1 500 000 entreprises avec une relation d'emprunt active classée au stade 1 fin 2019 qui est toujours active fin 2020 et pour laquelle les ratios financiers sont disponibles dans la base de données Orbis. Les parties du graphique présentent la répartition de trois ratios financiers pour les entreprises dont les relations d'emprunt restent au stade 1 (en bleu) ou ont migré vers le stade 2 (en jaune) ou le stade 3 (en rouge) en 2020. Les entreprises qui ont plusieurs relations d'emprunt classées dans différents stade IFRS 9 sont affectées au stade correspondant à la qualité de crédit la moins bonne. Le ratio de liquidité est défini comme le ratio liquidités et quasi-liquidités/passif exigible.

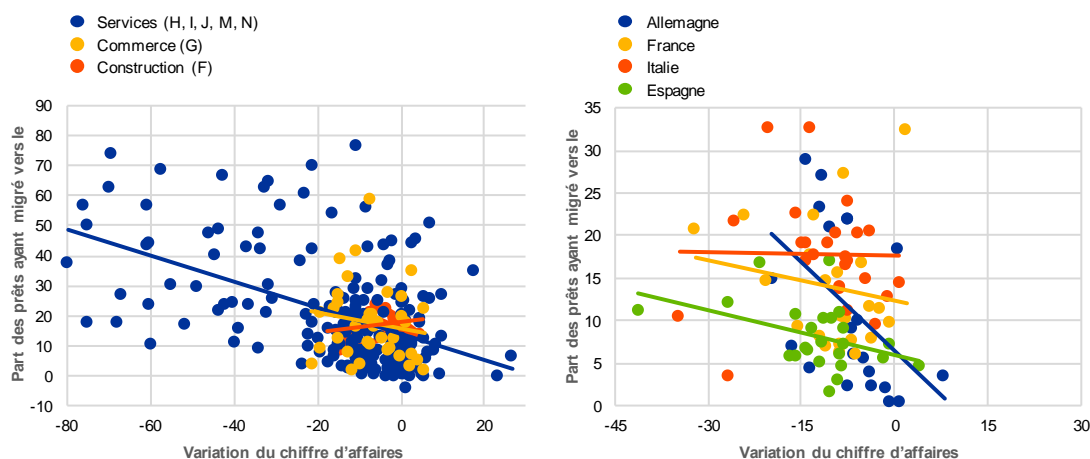
Les chocs sectoriels liés à la fermeture d'entreprises et à des restrictions affectant l'activité économique ont également contribué à l'affaiblissement de la qualité des actifs des entreprises (graphique B, partie a). Les entreprises opérant dans les secteurs les plus affectés par les confinements sont plus susceptibles de voir leurs prêts reclassés au stade 2 ou 3, même si le bruit accompagnant la relation entre chocs sectoriels de chiffre d'affaires et migration de prêts suggère que d'autres facteurs jouent un rôle important. Cette relation est particulièrement forte dans les services et nettement plus faible dans la construction, tandis que le secteur manufacturier affiche un comportement hétérogène selon les pays.

Graphique B

Pertes de chiffre d'affaires, vulnérabilités antérieures à la pandémie et migrations des prêts pendant la première année de pandémie

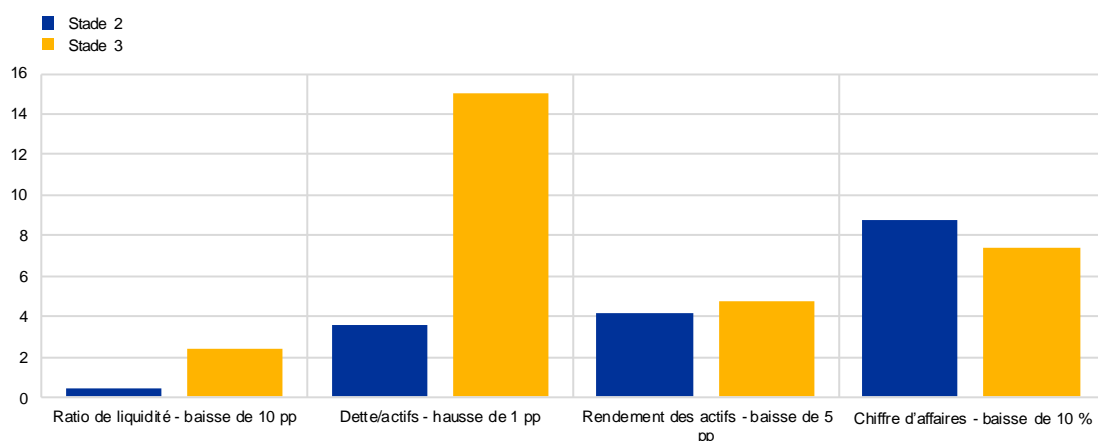
a) Variation du chiffre d'affaires par rapport à 2019 et taux de migration vers le stade 2 en 2020

(pourcentages)



b) Impact de la dégradation des fondamentaux sur la migration vers les stades 2 et 3

(variations en pourcentage des probabilités de migration depuis le stade 1)



Sources : BCE (statistiques prudentielles, AnaCredit), Eurostat, Bureau van Dijk (Orbis) et calculs de la BCE.

Notes : Partie a : chaque point se rapporte à un couple sous-secteur/pays (par exemple, les agences de voyage en Grèce). Les lettres font référence à la nomenclature NACE, la classification statistique des activités économiques dans l'UE. Les « services » incluent les sous-secteurs des sections NACE suivantes : H - Transports et entreposage ; I - Hébergement et restauration ; J - Information et communication ; M - Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; et N - Activités de services administratifs et de soutien. Le « commerce » inclut le commerce de gros et le commerce de détail ainsi que les réparations d'automobiles et de motos. Partie b : taux de probabilité estimés à l'aide d'un modèle logit multinomial à effets fixes pour les banques et les pays débiteurs, à partir d'environ 750 000 observations au niveau des entreprises. Tous les paramètres estimés sont statistiquement significatifs au niveau de 1 %. « pp » signifie points de pourcentage.

Les résultats de l'analyse par régression confirment que les fondamentaux et les chocs sectoriels antérieurs expliquent la dégradation de la qualité des actifs. On utilise un modèle logit multinomial pour évaluer le rôle de différents facteurs à l'origine de la dégradation de la qualité de crédit des prêts aux entreprises. La variable dépendante est définie comme le stade IFRS 9 auquel les prêts d'une entreprise étaient classés fin 2020, tandis que trois groupes de variables explicatives sont considérés : les variables financières au niveau de l'entreprise, qui représentent les fondamentaux de l'emprunteur avant la pandémie ; les variables macroéconomiques, qui représentent l'impact sectoriel de la pandémie sur les différents pays ; et les facteurs spécifiques à chaque banque. La rentabilité et le levier d'endettement des entreprises ont joué un rôle particulièrement important : une hausse de 1 point de pourcentage du ratio dette/actifs augmente de 3,6 % la probabilité de

migration vers le stade 2 pour une entreprise moyenne, et une baisse de 5 points de pourcentage du rendement des actifs accroît cette probabilité de plus de 4 % (graphique B, partie b). Parmi les facteurs macroéconomiques, les variations des flux de trésorerie par secteur affichent une relation fortement négative avec la migration vers le stade 2 et le stade 3.

En 2020, le recours aux moratoires et aux garanties a interagi avec le classement des prêts. Si les mesures de soutien ont joué un rôle clef pour éviter une dégradation à grande échelle de la qualité des actifs, les banques ont toutefois reconnu que leur utilisation pouvait être associée à une accentuation de la vulnérabilité des entreprises emprunteuses. De fait, le recours aux garanties et aux moratoires s'est traduit par une hausse des reclassements de prêts au stade 2. S'agissant des moratoires, cette tendance a été plus forte pour les emprunteurs très endettés plutôt que pour ceux ayant des problèmes de liquidité, ce qui est cohérent avec l'objectif déclaré de ces instruments, qui est de prévenir les défaillances liées à la liquidité.

4 L'impact sur l'investissement de l'affaiblissement des bilans des entreprises

La hausse de l'endettement des entreprises pourrait nuire aux dépenses d'investissement et à la reprise économique.

Même si les défaillances d'entreprises n'augmentent pas fortement dans la période à venir, la hausse du poids de leur endettement par rapport à la période antérieure à la COVID-19 ainsi que la répartition hétérogène de celui-ci entre les entreprises pourraient peser sur la reprise économique en freinant la croissance de l'investissement. Cela pourrait se produire par le biais de trois canaux. Un niveau élevé d'endettement des entreprises implique des charges d'intérêts plus importantes et donc moins de fonds disponibles pour l'investissement. Les entreprises caractérisées par un levier d'endettement élevé ont également plus de difficultés à obtenir de nouveaux fonds auprès de sources externes en raison de leur risque de défaut plus important. De plus, la volonté d'assainir leur bilan conduit les entreprises à se désendetter et ainsi à renoncer à des possibilités d'investissement, ce qui peut également avoir des conséquences négatives sur les bénéfices ¹⁶.

La relation négative entre endettement élevé et investissement est un fait empirique bien établi.

Une littérature abondante a examiné le lien entre endettement et investissement au niveau de l'entreprise. En particulier, de récentes études soulignent la nature non linéaire de ce lien en identifiant un seuil au-delà duquel la relation structurelle entre endettement et investissement se modifie ¹⁷. Si des niveaux faibles ou moyens de levier d'endettement n'exercent pas d'impact négatif sur l'investissement, en revanche, les entreprises fortement endettées font état d'un investissement moins élevé (graphique 11, partie a). Les données

¹⁶ Cf. Myers (S.C.), « *Determinants of corporate borrowing* », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, numéro 2, novembre 1977, p. 147- 175.

¹⁷ Cf. Kalemli-Özcan (S.), Laeven (L.) et Moreno (D.), « *Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: evidence from the European crisis* », *Working Paper Series*, n° 2241, BCE, février 2019 ; et Gebauer (S.), Setzer (R.) et Westphal (A.), « *Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 86, Issue C, septembre 2018, p. 112-130.

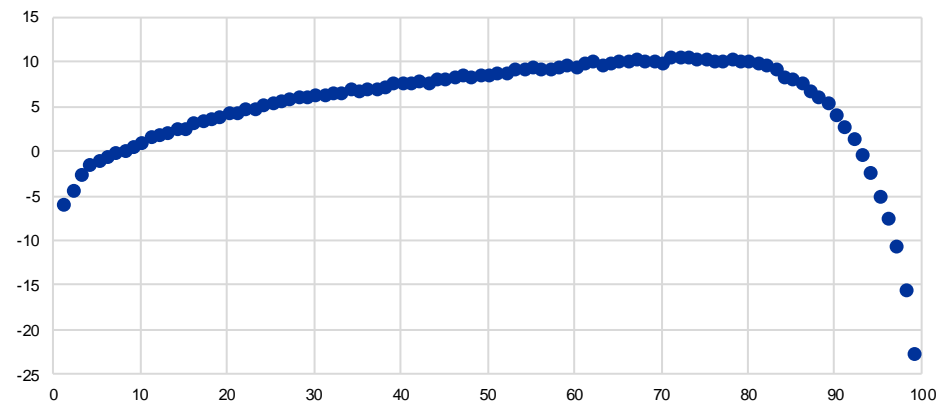
empiriques pour la zone euro suggèrent en particulier qu'un nombre considérable de microentreprises et de petites et moyennes entreprises sont localisées dans des « zones de vulnérabilité » où l'endettement et donc la dépendance aux financements externes affecte négativement l'investissement. En revanche, l'investissement des grandes entreprises, qui subissent généralement moins de frictions financières, ne semble pas être influencé par un endettement plus élevé (graphique 11, partie b).

Graphique 11

Dette des entreprises et investissement dans la zone euro

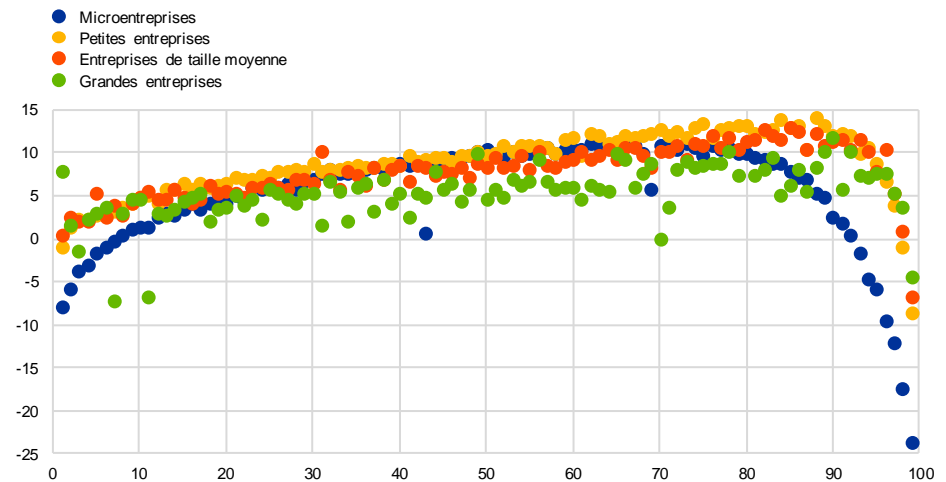
a) Ratio dette/actifs et taux d'investissement

(axe des abscisses : ratio dette/actifs, centiles ; axe des ordonnées : immobilisations corporelles, variations annuelles en pourcentage)



b) Ratio dette/actifs et taux d'investissement par taille d'entreprise

(axe des abscisses : ratio dette/actifs, centiles ; axe des ordonnées : immobilisations corporelles, variations annuelles en pourcentage)



Source : Barrela (R.), Lopez Garcia (P.) et Setzer (R.), « *Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

Notes : Les centiles du ratio dette/actifs sont définis au niveau des secteurs à deux chiffres pour un échantillon de 14 pays de la zone euro de 2005 à 2018. Le taux d'investissement est défini comme la variation annuelle des immobilisations corporelles rapportée aux immobilisations corporelles de l'année précédente. La taille des entreprises est définie sur la base du nombre de salariés. Les microentreprises comptent moins de dix salariés, les petites entreprises moins de 50 salariés, les entreprises de taille moyenne moins de 250 salariés et les grandes entreprises plus de 250 salariés.

Un endettement élevé est associé à un investissement faible dans le sillage

des crises économiques. La sensibilité de l'investissement à la dette diffère selon que l'on est en situation d'expansion ou de dépression économique. L'analyse de la BCE fondée sur des données au niveau des entreprises pour 14 pays de la zone euro de 2005 à 2018 suggère qu'après une crise économique, l'investissement des

entreprises très endettées est nettement déprimé pendant une période prolongée ¹⁸. Au cours des quatre années qui suivent une forte contraction économique, le taux de croissance des immobilisations corporelles des entreprises très endettées est inférieur d'environ 15 points de pourcentage à celui de leurs homologues dont la charge d'endettement est moins lourde (graphique 12, partie a). Ce résultat tient en particulier aux microentreprises, qui, après une crise, subissent une baisse de l'investissement plus prolongée que les grandes entreprises (graphique 12, partie b). Appliqués à la crise de la COVID-19, ces résultats suggèrent que le choc lié à la pandémie pourrait entraîner une baisse de 5 % du stock agrégé d'immobilisations corporelles d'ici 2024.

Améliorer la position des entreprises en matière de capitaux propres pourrait renforcer les perspectives d'une croissance durable de l'investissement dans les pays de la zone euro.

Dans la période post-COVID-19, les besoins en investissement devraient être élevés. La pandémie a accéléré des transformations structurelles à grande échelle qui devraient entraîner d'importants besoins en investissement. De nouvelles façons de travailler, qui nécessitent des matériels et des systèmes informatiques supplémentaires pour permettre aux salariés de travailler efficacement de chez eux, une hausse du recours aux technologies numériques et la transition vers une économie neutre en carbone exigent une modernisation complète du stock de capital des entreprises. D'après les estimations de la Commission européenne, les besoins en investissement privé et public liés aux transitions verte et numérique s'élèveront à près de 650 milliards d'euros par an jusqu'en 2030, soit 4,5 % du PIB de l'UE pour 2021, et environ un cinquième du total de l'investissement privé et public dans l'UE en 2021 ¹⁹. Pour favoriser un niveau aussi élevé d'investissement, il faudrait que le secteur des entreprises améliore sa capacité à accéder au crédit dont il a besoin par un renforcement de son recours aux actions plutôt qu'à l'endettement,²⁰.

¹⁸ Cf. Barrela (R.), Lopez Garcia (P.) et Setzer (R.), « *Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

¹⁹ Cf. Gentiloni (P.), « *Opening remarks at the press conference on the relaunch of the review of EU economic governance* », Commission européenne, 19 octobre 2021.

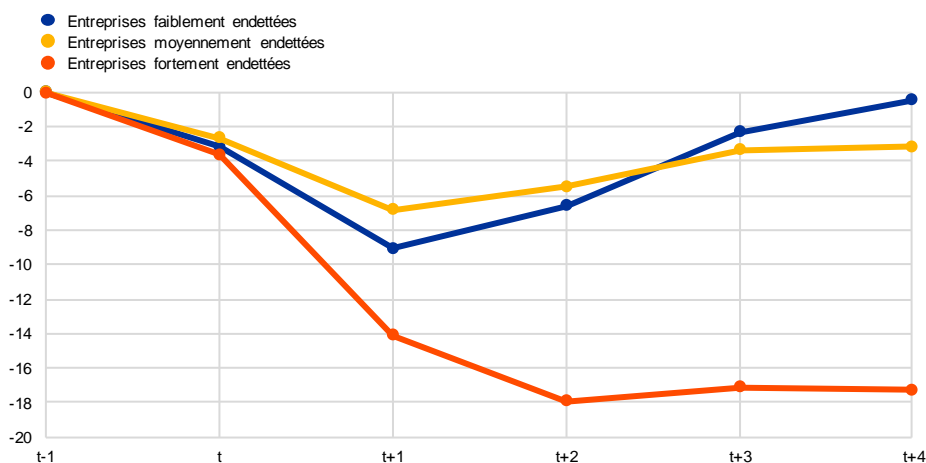
²⁰ Plusieurs études ont montré qu'un endettement élevé peut exacerber les contraintes pesant sur l'accès des entreprises au crédit, restreignant ainsi l'investissement des entreprises et l'emploi. Cf. Cherchye (L.), De Rock (B.), Ferrando (A.), Mulier (K.) et Verschelde (M.), « *Identifying financial constraints* », *Working Paper Series*, n° 2420, BCE, juin 2020 ; et De Haas (R.) et Popov (A.), « *Finance and carbon emissions* », *Working Paper Series*, n° 2318, BCE, septembre 2019.

Graphique 12

Réaction de l'investissement à une contraction de l'activité économique

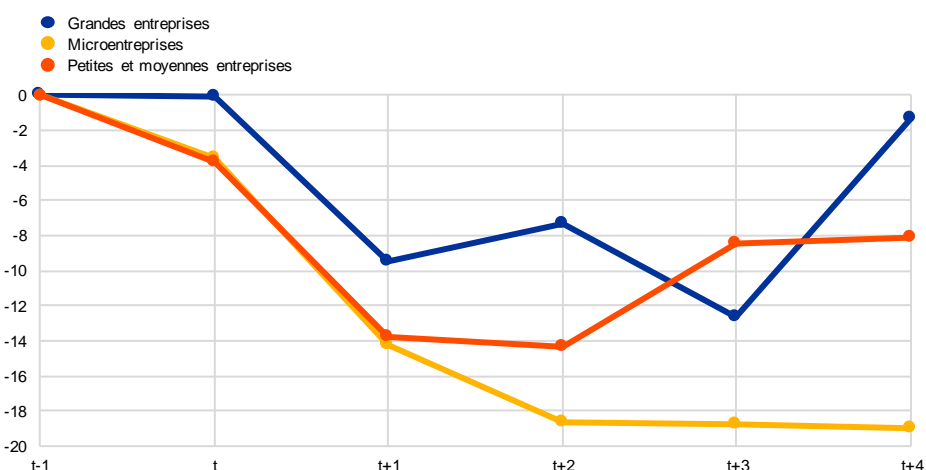
a) Investissement selon l'endettement des entreprises

(croissance cumulée des immobilisations corporelles, pourcentages)



b) Investissement des entreprises fortement endettées par taille d'entreprise

(croissance cumulée des immobilisations corporelles, pourcentages)



Source : Barrela (R.), Lopez Garcia (P.) et Setzer (R.), « *Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

Notes : Une contraction de l'activité économique est définie comme une forte baisse de la croissance de la valeur ajoutée sectorielle (1,5 écart type au-dessous de la moyenne historique sectorielle). Le graphique présente l'impact cumulé (en pourcentage) sur les immobilisations corporelles à l'instant t+h par rapport à t-1 d'un choc de ce type affectant l'activité à l'instant t. Les fonctions de réponse impulsionnelle sont estimées à l'aide de l'approche des projections locales in Jordà (O.), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, mars 2005, p. 161-182. L'échantillon comprend 14 pays de la zone euro de 2005 à 2018. La taille des entreprises est définie sur la base du nombre de salariés. Les entreprises faiblement endettées sont définies comme les entreprises appartenant au 20^e centile de la distribution du ratio de dette, les entreprises moyennement endettées sont celles comprises entre le 20^e et le 80^e centile et les entreprises très endettées s'établissent au-dessus du 80^e centile de la distribution. Les microentreprises comptent moins de dix salariés, les petites et moyennes entreprises moins de 250 salariés et les grandes entreprises plus de 250 salariés.

Encadré 2

Quelques caractéristiques structurelles des PME

Ralph Setzer

Les PME sont la forme dominante d'organisation d'entreprise dans la zone euro (graphique A, partie a). Elles constituent une catégorie hétérogène, qui va des entrepreneurs individuels non constitués en sociétés aux entreprises de taille moyenne cotées en bourse. Elles représentent

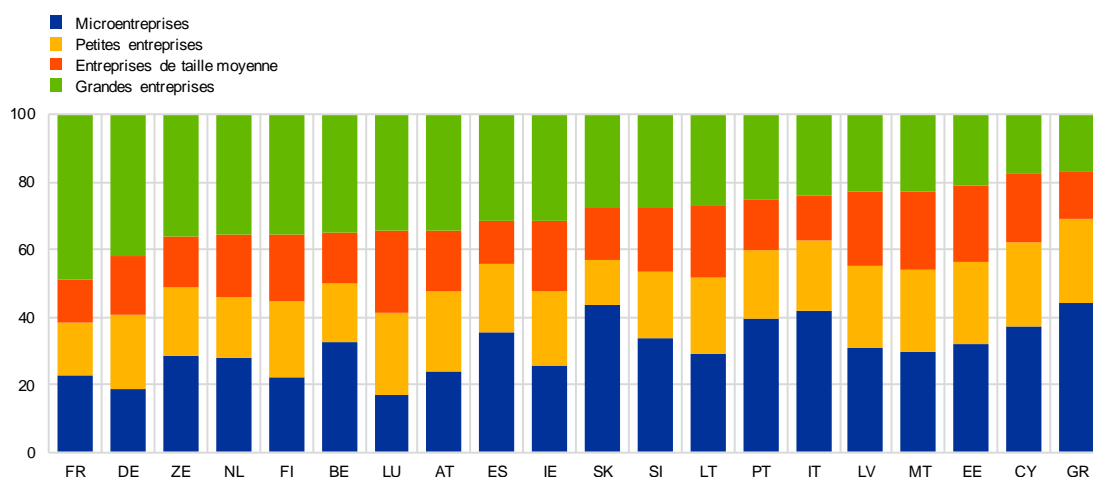
environ 62 % de l'emploi total et 50 % de la valeur ajoutée dans la zone euro. Les PME créent généralement moins de valeur ajoutée par nombre de salariés que les grandes entreprises et ce, dans tous les pays de la zone. En 2019, dans la zone euro, l'écart de productivité par rapport aux grandes entreprises s'est élevé à 44 %, 34 % et 16 % pour les micro, petites et moyennes entreprises, respectivement (graphique A, partie b). En Irlande, en Grèce et au Portugal en particulier, les PME sont moins productives que les grandes entreprises, tandis que les différences de productivité sont moins prononcées aux Pays-Bas, au Luxembourg, en Estonie et à Malte, par exemple. Toutefois, selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les petites entreprises affichent souvent de meilleures performances que les grandes en raison d'avantages concurrentiels dans leur réponse à la demande sur les marchés de niche et d'une plus grande flexibilité lorsqu'il s'agit d'adapter et de différencier les produits. Les jeunes pousses et les entreprises qui démarrent, qui sont généralement de petites entreprises ou des microentreprises, constituent également la principale source de création d'emplois dans de nombreux pays ²¹.

Graphique A

Caractéristiques structurelles des PME dans la zone euro

a) Part de l'emploi par taille d'entreprise, 2019

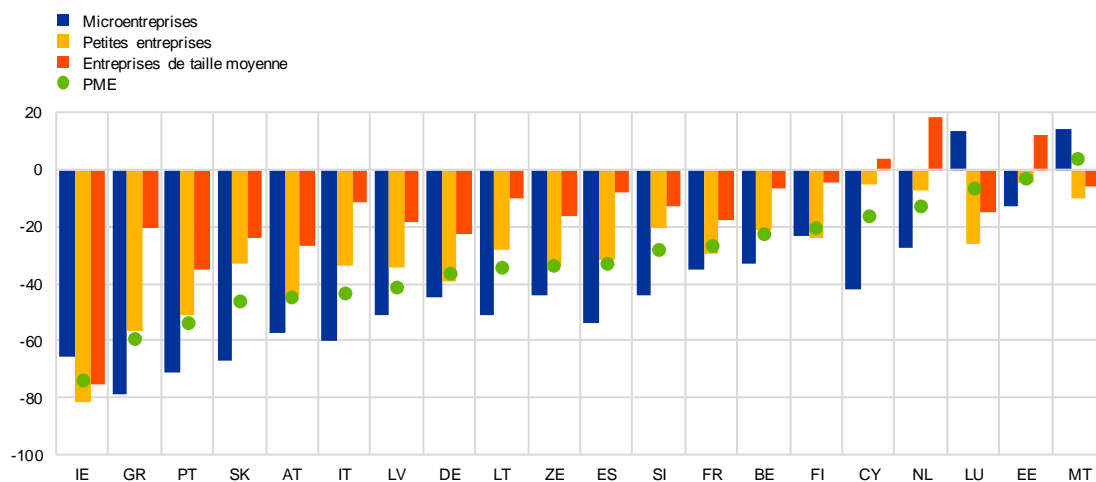
(en pourcentage de la population totale de personnes employées)



²¹ Cf. « *Small, Medium, Strong. Trends in SME Performance and Business Conditions* », OCDE, 2017.

b) Écart de productivité entre les PME et les grandes entreprises, 2019

(écart en pourcentage par rapport à la productivité des grandes entreprises dans le même pays)



Sources : Eurostat (statistiques annuelles relatives aux entreprises) et calculs de la BCE.

Notes : Partie a : les pays sont classés selon la part cumulée de l'emploi des PME. Partie b : la productivité se définit comme la valeur ajoutée divisée par le nombre de salariés au niveau du secteur. Pour certains pays, les données excluent certains secteurs pour lesquels aucune donnée n'était disponible. Les pays sont classés selon l'ampleur de l'écart de productivité pour toutes les PME (points verts).

L'écart de productivité entre petites et grandes entreprises peut s'expliquer par certaines caractéristiques spécifiques aux petites entreprises et par des facteurs institutionnels, comme une moindre diversification, l'existence de barrières à l'entrée et à la croissance (dues aux réglementations assises sur la taille) ainsi que des obstacles aux capacités entrepreneuriales. Ces derniers sont associés, entre autres, aux structures des entreprises familiales et, dans certains cas, à un système de sélection des salariés fondé sur la loyauté plutôt que sur les compétences²². De plus, les microentreprises enregistrent une productivité plus faible que des PME plus grandes, qui sont davantage tournées vers l'exportation, sont en concurrence avec de grandes multinationales et font souvent partie des leaders sur leur marché de niche.

La crise de la COVID-19 a révélé encore davantage la vulnérabilité des PME. Malgré des différences entre secteurs et entre pays, leur vulnérabilité plus élevée par rapport aux entreprises de plus grande taille est liée à leur prévalence dans les secteurs sensibles à la COVID-19 (comme le tourisme) et à leur accès plus difficile au financement²³. Les risques associés à la sous-capitalisation sont plus élevés pour les PME que pour les grandes entreprises. Les PME sont également moins susceptibles d'accéder aux marchés d'actions en raison des coûts disproportionnés (les divers frais par exemple) et des inquiétudes quant à l'influence indue que pourraient exercer de nouveaux investisseurs.

Dans le même temps, la pandémie de COVID-19 a entraîné une accélération des tendances structurelles préexistantes, telles que la démondialisation des chaînes de valeur mondiales et les transitions verte et numérique. Ces tendances pourraient fournir de nouvelles possibilités aux PME, par exemple en renforçant leurs avantages comparatifs en matière d'innovation radicale et leur capacité à réagir rapidement aux évolutions des conditions de marché. La numérisation leur ouvre également de nouvelles voies pour accéder aux marchés mondiaux à moindre coût. Un environnement solide et des conditions-cadres favorables sont des conditions préalables pour que

²² Cf. Crouzet (N.) et Mehrotra (N.R.), « *Small and Large Firms over the Business Cycle* », *American Economic Review*, vol. 110, n° 11, 2020, p. 3549-3601 ; et Pellegrino (B.) et Zingales (L.), « *Diagnosing the Italian Disease* », *NBER Working Paper*, n° 23964, *National Bureau of Economic Research*, 2017.

²³ Cf. « *Coronavirus (COVID-19): SME policy responses* », OCDE, 2020.

les entreprises récoltent les fruits de la tendance à la numérisation, en particulier pour les PME, dans la mesure où l'inefficacité des régimes d'insolvabilité et les coûts élevés associés aux contraintes et aux formalités administratives les affectent de manière disproportionnée ²⁴.

5 Conclusions

L'endettement des entreprises s'est accentué pendant la pandémie.

Globalement, la hausse de la dette des entreprises a été partiellement compensée par des détentions de liquidités supplémentaires, en particulier pour les grandes entreprises. Les prêts bancaires et les mesures de soutien ont contribué à couvrir les besoins de trésorerie des entreprises et à atténuer le risque de défaillances immédiates alors que les flux de trésorerie chutaient. En conséquence, le nombre de faillites d'entreprises dans la zone euro a fortement diminué depuis le début de la pandémie, tendance renforcée par la suspension des déclarations d'insolvabilité obligatoires dans certains pays. Les taux d'insolvabilité des entreprises devraient augmenter, mais sans doute moins fortement que ne le prédiraient les régularités historiques.

L'impact hétérogène de la pandémie sur les bilans des entreprises et les transformations structurelles en cours influenceront les perspectives du secteur des entreprises.

Un niveau élevé d'endettement des entreprises pourrait décourager l'investissement pendant la reprise. Certes, les grandes entreprises ont une plus forte capacité de résistance aux chocs futurs en raison de l'importante trésorerie qu'elles détiennent, mais l'incapacité à faire face au niveau élevé d'endettement des PME, notamment dans les secteurs durement frappés par la pandémie, pourrait également conduire à une augmentation du nombre d'entreprises non viables, qui pourraient évincer les entreprises viables du crédit disponible. Cela affecterait la capacité du secteur des entreprises à poursuivre l'investissement nécessaire pour soutenir les transitions écologique et numérique.

Élargir les sources de financement des entreprises au-delà du financement par endettement pourrait favoriser une croissance durable de l'investissement.

Plusieurs mesures ont été proposées pour renforcer les incitations des investisseurs privés à injecter des capitaux dans des entreprises viables en difficulté ou à soutenir les restructurations des bilans ²⁵. Au nombre de ces mesures figurent la réduction des biais fiscaux défavorables au financement par émission d'actions et la garantie de l'accès à des informations fiables et rapidement disponibles pour les investisseurs en actions. Des modifications des règles comptables pourraient améliorer l'accès aux fonds apportés par des investisseurs privés, ce qui bénéficierait largement aux PME.

Des politiques structurelles robustes pourraient encore davantage promouvoir la capacité du secteur des entreprises à soutenir la reprise.

Des procédures

²⁴ Cf. « *Enhancing the Contributions of SMEs in a Global and Digitalised Economy* », OCDE, 2017.

²⁵ Cf., par exemple, « *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions* », *Working Group on Corporate Sector Revitalization*, Groupe des Trente, 2020.

d'insolvabilité plus courtes pourraient permettre une réallocation des ressources plus fluide des entreprises moins productives vers les entreprises plus susceptibles de prospérer dans l'économie post-pandémie. Réduire les barrières à l'entrée et à l'investissement pour les nouveaux entrants innovants pourrait encore renforcer le secteur des entreprises, en particulier via le recours accru à la numérisation et aux technologies à faible émission. L'avancement de l'union bancaire, de l'union des marchés de capitaux et le déploiement du plan *Next Generation EU* pourraient jouer un rôle de soutien important pour accroître la capacité de résistance des entreprises et renforcer la reprise ²⁶.

²⁶ Cf de Guindos (L.), « *Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19* », discours prononcé à l'occasion de la « *Annual International Conference 2020 on Major Trends in Financial Regulation* » du CIRSF (*Research Centre on Regulation and Supervision of the Financial Sector*, Portugal), qui a eu lieu en ligne le 12 novembre 2020 ; et l'article intitulé « *Le programme Next Generation EU du point de vue de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

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
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,4	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	.	5,6	7,5	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 T1	0,6	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
T2	0,4	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
T3	1,8	0,6	1,0	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
T4	.	1,7	1,0	1,3	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 Septembre	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
Octobre	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Novembre	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
Décembre	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Janvier	-	-	-	-	-	-	.	.	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Février ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,8

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
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,4	9,6	13,3
2021 T1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,4	1,9	7,2
T2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,8	1,6	2,1
T3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,1	-0,4	-1,8
T4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2021 Septembre	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,4	-1,8
Octobre	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,5	-0,2
Novembre	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,1	0,3	-0,1
Décembre	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 Janvier	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	.	.	.
Février	53,1	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,4	53,6	50,1	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Dépôts à vue (Eonia) ³⁾	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
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	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Août	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
Septembre	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Octobre	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Novembre	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Décembre	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Janvier	-0,58	–	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Février	-0,58	–	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

3) L'institut du marché monétaire européen (*European Money Markets Institute*) a abandonné l'Eonia le 3 janvier 2022.

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 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
Septembre	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
Octobre	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
Novembre	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
Décembre	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Janvier	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Février	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59

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	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2
2020	360,0	3274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3217,3	22703,5
2021 Août	468,5	4177,0	1014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4454,2	27692,7
Sept.	465,5	4158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4449,6	29893,6
Oct.	461,4	4132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4460,7	28586,2
Nov.	478,7	4306,4	1020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1002,3	380,2	286,3	933,0	4668,9	29370,6
Déc.	469,1	4207,9	1020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4677,0	28514,2
2022 Janvier	471,0	4252,3	1031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4573,8	27904,0
Février	452,7	4084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4436,0	27066,5

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux							
				≤ 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		
2021	Février	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,75	5,10	5,25	5,87	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
	Mars	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,78	4,93	5,13	5,73	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	15,76	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
	Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,77	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
	Juin	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	15,72	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
	Juillet	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,69	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
	Août	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,72	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
	Septembre	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,64	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
	Octobre	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
	Novembre	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
	Décembre	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,13	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022	Janvier ^(p)	0,01	0,35	0,20	0,57	4,80	15,78	5,59	5,27	5,86	1,96	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2021	Février	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,16	1,22	1,23	1,48
	Mars	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	Avril	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,86	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	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
	Juillet	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
	Août	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
	Septembre	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	1,99	2,00	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
	Octobre	-0,03	-0,36	0,17	1,72	1,80	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
	Novembre	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39
	Décembre	-0,03	-0,33	0,17	1,68	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022	Janvier ^(p)	-0,04	-0,32	0,21	1,68	1,91	1,94	2,01	1,52	1,41	1,38	1,13	1,24	1,29	1,43

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
Court terme														
2018	1215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021														
Juillet	1543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Août	1542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Septembre	1574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
Octobre	1530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Novembre	1528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Décembre	1453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
Long terme														
2018	15747	3687	3167	.	1244	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16314	3817	3402	.	1319	7152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17288	3892	3208	.	1457	8006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021														
Juillet	18154	3991	3366	.	1502	8515	780	300	56	97	.	18	119	10
Août	18184	3990	3361	.	1500	8554	779	136	27	35	.	4	66	3
Septembre	18282	4020	3393	.	1521	8558	788	305	72	81	.	23	114	15
Octobre	18369	4038	3464	.	1526	8553	787	293	64	102	.	22	92	13
Novembre	18525	4062	3518	.	1555	8597	792	268	50	82	.	36	90	9
Décembre	18503	4055	3516	.	1546	8590	796	178	45	76	.	8	42	7

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				
Encours											
2018	16962,6	4190,1	3337,1	.	1316,0	7445,8	673,5	7030,2	465,0	1099,2	5466,0
2019	17597,3	4367,0	3582,4	.	1403,3	7558,1	686,5	8560,4	537,8	1410,5	6612,1
2020	18817,7	4346,2	3352,9	.	1555,0	8720,3	843,3	8442,0	468,4	1312,0	6661,5
2021											
Juillet	19696,8	4469,4	3517,0	.	1602,8	9202,8	904,7	9902,6	559,2	1526,8	7816,5
Août	19726,4	4482,9	3511,5	.	1599,7	9232,6	899,6	10168,8	587,9	1605,1	7975,9
Septembre	19856,0	4526,9	3537,4	.	1621,3	9255,6	914,9	9908,8	597,2	1616,8	7694,8
Octobre	19898,7	4523,7	3601,4	.	1630,3	9239,3	904,0	10304,8	613,8	1700,7	7990,3
Novembre	20052,5	4560,3	3655,9	.	1653,0	9277,6	905,7	10020,9	566,5	1618,3	7836,0
Décembre	19956,3	4511,7	3654,6	.	1639,6	9259,1	891,3	10314,4	586,5	1544,2	8183,6
Taux de croissance											
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,3
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021											
Juillet	4,6	0,3	5,2	.	3,8	6,1	10,1	2,2	2,1	5,8	1,5
Août	4,1	0,8	4,3	.	3,5	5,3	9,2	2,1	2,0	6,4	1,3
Septembre	4,1	1,0	4,5	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
Octobre	4,3	1,4	5,5	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
Novembre	5,1	2,2	7,0	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
Décembre	5,0	2,1	6,7	.	5,1	5,9	4,7	1,9	1,7	5,8	1,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4	
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,5	119,4	93,9	
2021	99,6	93,4	94,5	.	.	.	120,8	94,2	
2021 T1	100,7	94,6	95,2	90,1	74,5	87,7	121,7	95,3	
T2	100,5	94,1	94,9	89,3	72,7	85,5	121,9	95,0	
T3	99,5	93,3	94,4	88,4	72,2	84,6	120,5	94,0	
T4	97,7	91,7	93,4	.	.	.	119,1	92,6	
2021 Septembre	99,4	93,3	94,5	—	—	—	120,4	93,8	
Octobre	98,4	92,3	93,7	—	—	—	119,5	93,1	
Novembre	97,6	91,6	93,3	—	—	—	118,8	92,5	
Décembre	97,1	91,1	93,3	—	—	—	119,0	92,3	
2022 Janvier	96,6	91,1	92,5	—	—	—	118,6	92,3	
Février	96,9	91,6	92,7	—	—	—	118,9	92,5	
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>						
2022 Février	0,3	0,4	0,2	—	—	—	0,3	0,2	
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>						
2022 Février	-3,8	-3,2	-2,6	—	—	—	-2,1	-2,8	

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
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
T3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
T4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2021 Septembre	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Octobre	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Novembre	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
Décembre	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Janvier	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Février	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2022 Février	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,3	0,0	1,7	0,6	0,2
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2022 Février	-7,9	-0,5	-5,6	0,1	-0,3	2,5	1,2	-4,0	1,5	4,4	-3,6	-6,2

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	T4	28 404,4	28 923,5	-519,1	11 051,2	9 359,9	10 737,8	12 825,4	-94,4	5 830,0	6 738,2	879,7	14 839,8
2021	T1	29 716,7	30 252,6	-535,9	11 390,2	9 479,9	11 486,1	13 623,3	-132,1	6 123,2	7 149,4	849,4	15 477,1
	T2	30 235,9	30 621,4	-385,5	11 421,3	9 467,6	12 003,1	13 994,9	-123,6	6 066,0	7 158,9	869,0	15 367,0
	T3	30 985,5	31 256,9	-271,4	11 649,1	9 436,7	12 222,1	14 310,7	-92,6	6 204,5	7 509,5	1 002,4	15 733,0
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2021	T3	257,6	259,8	-2,3	96,8	78,4	101,6	119,0	-0,8	51,6	62,4	8,3	130,8
Flux													
2021	T1	528,3	429,9	98,4	101,6	-7,3	266,3	178,5	6,0	157,6	258,7	-3,1	-
	T2	177,2	89,5	87,8	-28,7	-19,9	226,8	57,7	1,0	-28,4	51,7	6,5	-
	T3	369,7	288,4	81,3	49,0	-78,2	117,3	64,6	14,1	66,9	302,1	122,4	-
	T4	129,2	8,5	120,8	-14,6	-62,1	141,5	-60,7	31,8	-32,5	131,3	2,9	-
2021	Juillet	190,5	152,7	37,7	34,9	-26,4	38,7	59,3	21,7	95,5	119,9	-0,3	-
	Août	155,1	143,8	11,3	-10,2	-54,8	35,2	11,9	-8,3	16,6	186,7	121,9	-
	Septembre	24,1	-8,1	32,2	24,2	3,0	43,5	-6,6	0,7	-45,2	-4,5	0,8	-
	Octobre	262,9	251,3	11,6	14,9	-6,9	39,8	22,7	4,6	200,5	235,6	3,2	-
	Novembre	115,6	76,1	39,5	42,2	31,9	54,3	-40,1	21,0	-2,5	84,4	0,6	-
	Décembre	-249,3	-319,0	69,7	-71,6	-87,1	47,3	-43,3	6,2	-230,4	-188,7	-0,8	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2021	Décembre	1 204,5	816,2	388,2	107,3	-167,6	752,0	240,1	53,0	163,6	743,7	128,7	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2021	Décembre	9,8	6,7	3,2	0,9	-1,4	6,1	2,0	0,4	1,3	6,1	1,1	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2019	11 984,2	11 578,1	6 378,5	2 456,5	2 654,2	1 253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5 766,1	5 360,1
2020	11 405,6	10 982,1	5 905,3	2 572,4	2 497,0	1 216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5 177,3	4 753,8
2021	12 255,5	11 756,0	6 248,8	2 709,6	2 694,1	1 362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6 063,9	5 564,3
2021 T1	2 945,9	2 808,9	1 471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1 407,0	1 269,9
T2	3 018,4	2 888,8	1 533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1 476,6	1 347,0
T3	3 122,9	2 990,2	1 614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1 542,4	1 409,7
T4	3 157,9	3 058,8	1 626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1 632,1	1 533,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2021 T1	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
T2	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
T3	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
T4	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 T1	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
T2	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
T3	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
T4	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2021 T1	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
T2	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
T3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
T4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 T1	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
T2	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
T3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
T4	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et incluent les échanges commerciaux transfrontières intra-zone euro.

2) Y compris les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2019	10 742,5	178,3	2 101,5	560,9	2 041,4	531,7	478,8	1 205,1	1 249,8	2 025,5	369,4	1 241,7
2020	10 275,9	177,1	1 971,7	552,6	1 801,0	545,3	471,1	1 211,7	1 168,1	2 054,6	322,8	1 129,7
2021	10 991,5	186,1	2 168,5	603,3	1 994,8	584,8	476,2	1 246,6	1 257,8	2 142,3	331,1	1 264,0
2021 T1	2 652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
T2	2 705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
T3	2 794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
T4	2 825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2021 T1	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
T2	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
T3	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
T4	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 T1	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
T2	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
T3	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
T4	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2021 T1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	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	0,4	0,2	–
T3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	–
T4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	–
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	–
2021 T1	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	–
T2	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	–
T3	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	–
T4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 T1	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
T2	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
T3	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
T4	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 T1	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
T2	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
T3	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
T4	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 T1	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
T2	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
T3	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
T4	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾										Taux de vacance d'em- ploi ³⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,492	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	161,008	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,6	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,608	7,7	.	10,164	6,8	2,444	16,8	6,409	7,4	6,199	8,1	2,4
2021 T1	161,937	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,3	6,811	7,9	6,598	8,7	2,1
T2	163,223	3,5	12,968	7,9	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
T3	164,039	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,4	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
T4	.	.	11,670	7,1	.	9,497	6,4	2,172	14,7	5,961	6,8	5,709	7,4	2,7
2021 Août	-	-	12,374	7,5	-	9,979	6,7	2,395	16,1	6,286	7,2	6,088	7,9	-
Septembre	-	-	12,064	7,3	-	9,742	6,5	2,322	15,6	6,144	7,0	5,920	7,7	-
Octobre	-	-	11,914	7,3	-	9,667	6,5	2,247	15,2	6,062	6,9	5,852	7,6	-
Novembre	-	-	11,656	7,1	-	9,476	6,3	2,180	14,8	5,940	6,8	5,716	7,4	-
Décembre	-	-	11,439	7,0	-	9,349	6,2	2,090	14,2	5,880	6,7	5,558	7,2	-
2022 Janvier	-	-	11,225	6,8	-	9,187	6,1	2,038	13,9	5,777	6,6	5,448	7,1	-

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						Con- struction	Ventes au détail				Chiffre d'affaires des services ¹⁾	Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, boissons, tabac	Produits non ali- mentaires	Carburants		
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2019	-1,1	-1,1	-2,5	-1,1	1,4	-1,7	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,9	-4,2	-4,6	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,6	-25,1
2021	7,8	8,5	9,5	8,5	8,0	1,5	4,9	5,1	1,1	7,7	9,4	13,1	-3,1
2021 T1	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,1	-0,1	3,7
T2	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,6	17,9	11,8	2,1	18,7	29,8	25,0	53,4
T3	6,0	6,8	7,7	5,1	8,9	-0,8	0,7	2,5	0,2	4,1	3,5	13,0	-23,6
T4	0,1	-0,1	1,9	-4,5	4,6	1,8	-0,2	4,0	-0,5	6,1	13,9	16,4	-25,0
2021 Août	5,6	6,7	6,9	4,8	9,4	-1,9	-2,6	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,7
Septembre	4,0	4,5	4,9	2,9	6,8	0,0	1,8	2,8	0,8	4,0	5,0	-	-24,0
Octobre	0,1	0,3	2,4	-2,4	1,5	-0,8	3,3	1,7	-1,1	3,0	9,1	-	-28,4
Novembre	-1,4	-1,9	2,0	-9,5	5,7	4,3	0,4	8,5	0,9	12,6	19,8	-	-21,6
Décembre	1,6	1,7	1,3	-1,0	7,0	1,8	-3,9	2,1	-1,1	3,4	13,8	-	-24,9
2022 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	7,8	-1,7	14,8	12,7	-	-10,0
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2021 Août	-1,6	-2,0	-1,3	-2,2	-2,2	0,6	-0,9	0,8	-0,7	2,3	-0,7	-	0,2
Septembre	-0,7	-0,8	-0,2	-1,5	0,4	1,4	0,8	-0,1	0,8	-1,4	1,0	-	1,7
Octobre	-1,5	-1,4	-0,1	1,2	-4,3	0,5	0,9	0,3	0,1	0,4	0,5	-	-1,9
Novembre	2,4	2,8	1,0	1,4	2,8	1,6	-0,2	1,1	0,2	1,8	-1,7	-	0,5
Décembre	1,2	1,1	0,5	2,6	0,5	-0,8	-4,0	-2,7	0,5	-4,9	0,1	-	2,4
2022 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	0,2	0,0	0,2	-1,3	-	-5,4

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

1) Y compris le commerce de gros.

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	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	–	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 T1	94,6	-2,4	79,8	-13,7	-5,7	-16,6	-14,7	85,9	58,4	58,5	46,9	49,9
T2	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
T3	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
T4	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2021 Septembre	116,4	14,2	–	-4,0	7,5	1,4	15,1	–	58,6	55,6	56,4	56,2
Octobre	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Novembre	116,2	14,3	–	-6,8	9,0	3,7	18,2	–	58,4	53,8	55,9	55,4
Décembre	113,8	14,6	–	-8,4	10,1	1,1	10,9	–	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Janvier	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Février	114,0	14,0	–	-8,8	9,9	5,4	13,0	–	58,2	55,5	55,5	55,5

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages						Sociétés non financières						
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,3	2,0	7,7	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	4,0	35,3	6,3	74,9	2,0	7,9	1,8
2020	19,4	96,1	-0,6	4,1	-3,5	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-14,5	2,0
2020 T4	19,4	96,1	0,2	4,1	1,9	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-20,7	2,0
2021 T1	20,6	96,6	-0,4	4,6	11,0	6,9	3,9	32,4	5,9	83,2	4,0	-10,6	2,2
T2	19,0	96,7	3,2	4,1	31,1	5,9	4,3	34,3	7,6	80,6	4,5	19,1	2,3
T3	18,5	97,0	0,8	3,9	16,9	6,6	5,6	34,5	8,1	79,8	4,6	14,7	2,5

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	
2021	T1	1 048,5	952,9	95,6	601,5	501,1	226,9	202,9	189,7	174,5	30,4	74,5	15,6	12,4	
	T2	1 071,5	992,1	79,4	617,9	536,3	233,4	208,7	190,3	174,9	29,9	72,3	18,3	11,5	
	T3	1 109,5	1 040,8	68,7	626,3	554,4	249,5	234,4	191,9	176,6	41,8	75,3	30,7	13,2	
	T4	1 152,9	1 086,7	66,2	668,0	625,3	273,1	213,8	179,2	171,9	32,6	75,6	59,9	44,8	
2021	Juillet	371,7	340,8	30,9	210,4	182,7	82,1	74,4	64,1	59,6	15,1	24,1	12,5	5,3	
	Août	368,8	354,0	14,8	207,8	185,5	82,4	83,4	63,7	60,2	14,9	25,0	8,0	3,3	
	Septembre	369,0	346,0	23,0	208,1	186,3	85,0	76,6	64,1	56,8	11,8	26,2	10,2	4,6	
	Octobre	376,0	356,0	20,0	215,2	199,0	90,8	72,7	58,9	58,9	11,1	25,4	8,6	4,3	
	Novembre	390,7	367,1	23,6	226,0	210,7	93,3	70,4	60,7	60,1	10,6	25,8	5,7	3,7	
	Décembre	386,2	363,6	22,6	226,8	215,6	89,0	70,7	59,5	52,9	10,9	24,4	45,6	36,9	
								<i>flux cumulés sur 12 mois</i>							
2021	Décembre	4 382,3	4 072,5	309,8	2 513,6	2 217,2	982,9	859,8	751,1	697,8	134,7	297,7	124,5	81,9	
							<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>								
2021	Décembre	35,8	33,3	2,5	20,5	18,1	8,0	7,0	6,1	5,7	1,1	2,4	1,0	0,7	

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 :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	8	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>														
2021	T1	0,7	0,4	581,7	280,6	115,1	174,2	486,9	512,2	284,3	91,5	129,7	382,8	47,1
	T2	34,4	34,0	596,2	291,4	116,9	177,4	493,6	558,8	324,2	92,3	136,1	405,4	53,6
	T3	13,6	22,8	607,5	305,1	118,4	171,6	501,7	580,5	344,7	93,7	135,3	415,3	58,8
	T4	12,0	31,1	632,9	.	.	.	521,2	643,6	.	.	.	446,6	.
2021	Juillet	12,1	18,1	202,0	99,4	40,8	57,6	167,3	189,2	112,6	30,6	43,8	135,0	19,7
	Août	19,5	29,1	203,0	103,2	39,2	56,7	167,0	194,4	115,4	31,7	45,3	140,3	19,6
	Septembre	10,2	21,7	202,5	102,5	38,5	57,3	167,3	197,0	116,7	31,4	46,2	139,9	19,5
	Octobre	7,4	24,7	207,3	104,3	37,5	60,6	170,7	206,5	124,6	30,6	47,5	143,2	23,0
	Novembre	14,5	32,0	213,5	107,5	38,6	62,9	175,3	215,3	131,0	31,6	49,9	149,9	25,1
	Décembre	14,1	36,7	212,2	.	.	.	175,2	221,9	.	.	.	153,6	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2021	T1	0,8	0,2	104,5	108,5	100,8	101,5	103,8	104,8	103,2	112,6	105,4	108,2	85,8
	T2	29,3	20,4	104,7	109,2	101,7	101,8	103,4	109,8	110,5	113,8	108,5	112,2	85,1
	T3	4,4	5,4	103,5	109,7	100,9	96,5	102,0	108,1	109,1	112,3	104,9	110,8	84,9
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	Juin	19,2	16,0	104,4	110,2	100,1	100,3	103,1	109,3	109,4	114,5	108,2	112,2	83,7
	Juillet	4,9	3,2	104,3	109,1	104,7	97,6	103,2	107,0	108,7	110,0	103,5	108,9	85,9
	Août	9,1	11,3	103,3	110,8	100,0	95,3	101,4	108,8	109,6	115,1	105,2	112,5	85,9
	Septembre	0,1	2,5	102,8	109,4	97,9	96,6	101,4	108,5	109,0	112,0	105,9	110,9	82,8
	Octobre	-2,9	2,8	104,1	109,6	94,9	101,4	102,8	110,7	112,4	106,0	108,2	111,8	89,8
	Novembre	3,1	9,1	106,2	112,1	98,0	103,1	104,7	114,4	118,0	107,5	111,7	115,3	95,4

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		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
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
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 T1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,2	0,4	-0,7	1,1	6,5	0,5	1,0	1,4
T2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,6	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4
T3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,7	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
T4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1
2021 Septembre	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6
Octobre	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6
Novembre	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2
Décembre	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Janvier	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,8	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Février ³⁾	111,7	5,8	2,7	.	2,5	0,7	0,6	0,8	0,6	3,3	0,2	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie						Loyers
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
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
T3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
T4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2021 Septembre	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5
Octobre	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7
Novembre	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7
Décembre	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8
2022 Janvier	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
Février ³⁾	4,1	3,5	6,1	.	3,0	31,7	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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 manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	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
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	.	.
2021 T1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	-1,6
T2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,7	7,3	-4,3
T3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,7	9,1	.
T4	127,2	24,0	12,3	9,6	18,0	4,3	3,9	3,9	3,0	67,5	.	.	.
2021 Août	115,0	13,5	9,2	7,5	14,3	3,1	2,8	2,9	2,2	32,0	-	-	-
Septembre	118,1	16,1	10,4	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Octobre	124,5	21,9	11,9	9,0	16,9	4,0	3,4	3,2	2,7	62,4	-	-	-
Novembre	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Décembre	130,5	26,3	12,3	10,1	18,7	4,7	4,5	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Janvier	137,3	30,6	13,9	11,7	20,2	5,7	6,1	6,3	4,8	85,6	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 T1	108,1	1,5	1,5	1,1	2,5	1,2	1,0	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
T2	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
T3	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
T4	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,8	23,5	29,9	29,9	27,1	33,0
Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,8	31,7
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 T1	10,9	4,9	-1,8	-3,5	8,2	74,0	54,0	56,5	48,6
T2	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
T3	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
T4	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2021 Septembre	38,4	30,4	13,1	25,0	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Octobre	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Novembre	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Décembre	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Janvier	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Février	49,8	47,4	22,3	38,1	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,5	2,2
2020	110,3	3,1	3,7	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	.	.	.	.	.	.	1,5
2021 T1	104,8	1,5	2,3	-1,1	1,2	2,0	1,4
T2	116,0	-0,1	-0,5	1,2	-0,9	1,8	1,8
T3	107,6	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	1,4
T4	.	.	.	.	.	.	1,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	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												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 T1	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
T2	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
T3	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
T4	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Rémunération par tête												
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 T1	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
T2	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
T3	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
T4	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Productivité par personne employée												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 T1	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
T2	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
T3	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
T4	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Rémunération par heure travaillée												
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 T1	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
T2	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
T3	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
T4	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Productivité horaire du travail												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 T1	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
T2	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
T3	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
T4	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11			
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6					7	8		9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Encours												
2019	1222,4	7 721,9	8 944,3	1 069,7	2 364,2	3 433,9	12 378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12 984,8
2020	1360,8	8 886,2	10 247,0	1 034,9	2 450,1	3 485,0	13 731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14 469,2
2021	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9
2021 T1	1 392,9	9 137,6	10 530,4	991,4	2 477,0	3 468,4	13 998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	14 741,9
T2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,2	14 949,2
T3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1
T4	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9
2021 Août	1 435,9	9 519,2	10 955,2	914,2	2 487,1	3 401,3	14 356,5	112,8	617,9	36,9	767,5	15 124,0
Septembre	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1
Octobre	1 451,8	9 664,4	11 116,2	927,0	2 495,7	3 422,7	14 539,0	133,7	618,9	39,5	792,0	15 331,0
Novembre	1 459,9	9 698,3	11 158,1	928,9	2 499,4	3 428,3	14 586,5	126,1	644,5	40,7	811,3	15 397,8
Novembre	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9
2022 Janvier ^(p)	1 481,9	9 816,3	11 298,2	951,8	2 512,7	3 464,4	14 762,6	131,2	610,1	30,2	771,5	15 534,2
Flux												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1 250,1	1 388,5	-28,9	86,7	57,8	1 446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1 579,8
2021	105,2	902,9	1 008,2	-118,4	67,2	-51,2	956,9	12,0	22,7	14,2	48,8	1 005,8
2021 T1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7
T2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
T3	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4
T4	21,1	190,6	211,7	17,1	14,4	31,5	243,2	-3,5	57,7	-25,6	28,6	271,8
2021 Août	8,5	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	77,0	-3,1	-0,1	1,0	-2,1	74,8
Septembre	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3
Octobre	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	1,2	32,4	114,5
Novembre	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
Décembre	4,8	98,6	103,4	-1,9	8,5	6,6	110,0	-8,6	14,0	-24,6	-19,2	90,8
2022 Janvier ^(p)	17,2	15,0	32,2	24,6	5,7	30,3	62,5	12,7	-48,3	14,1	-21,6	40,9
Taux de croissance												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9
2021 T1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1
T2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
T3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
T4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9
2021 Août	8,6	11,4	11,1	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,4	7,7	-	12,7	8,0
Septembre	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
Octobre	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	197,2	11,2	7,7
Novembre	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	104,2	12,3	7,4
Décembre	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9
2022 Janvier ^(p)	7,7	9,3	9,0	-6,6	2,6	-0,1	6,8	14,8	-3,8	85,3	0,6	6,4

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Encours													
2019	2483,9	2070,3	256,7	150,5	6,4	7044,4	4399,1	492,0	2152,4	1,0	1026,5	215,7	464,7
2020	2980,7	2527,3	309,9	140,3	3,2	7659,1	4960,7	437,3	2260,3	0,9	1097,0	234,6	501,2
2021	3249,2	2823,4	290,7	128,7	6,5	8083,3	5375,4	373,0	2334,2	0,7	1236,8	228,3	551,6
2021 T1	3052,8	2604,9	300,1	140,4	7,5	7821,2	5108,9	422,1	2289,2	0,9	1133,2	217,0	491,1
T2	3092,1	2656,2	290,7	136,8	8,5	7914,1	5202,6	407,1	2303,7	0,7	1164,8	222,5	494,6
T3	3160,5	2736,3	283,8	130,9	9,6	8020,8	5314,2	388,9	2317,1	0,7	1210,6	227,4	515,6
T4	3249,2	2823,4	290,7	128,7	6,5	8083,3	5375,4	373,0	2334,2	0,7	1236,8	228,3	551,6
2021 Août	3128,9	2707,2	282,4	130,7	8,7	7988,4	5282,3	394,6	2310,8	0,7	1187,0	227,1	501,9
Septembre	3160,5	2736,3	283,8	130,9	9,6	8020,8	5314,2	388,9	2317,1	0,7	1210,6	227,4	515,6
Octobre	3188,1	2758,2	292,7	128,9	8,2	8040,3	5332,5	383,5	2323,3	1,0	1244,7	239,2	508,5
Novembre	3212,1	2783,7	291,5	129,5	7,5	8058,5	5354,2	377,8	2325,6	1,0	1233,2	231,9	517,0
Décembre	3249,2	2823,4	290,7	128,7	6,5	8083,3	5375,4	373,0	2334,2	0,7	1236,8	228,3	551,6
2022 Janvier ^(p)	3234,1	2802,4	294,3	127,1	10,3	8134,1	5424,7	364,9	2343,1	1,4	1266,5	238,6	538,5
Flux													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,6	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,6	279,9	-21,3	-6,9	3,0	423,3	410,8	-65,0	77,6	-0,2	145,9	-8,3	48,2
2021 T1	67,2	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	146,0	-15,7	30,4	0,0	27,5	-18,2	-10,0
T2	41,6	53,2	-9,2	-3,5	1,1	93,7	94,2	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
T3	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,4	111,3	-18,3	15,5	-0,1	46,0	1,9	21,9
T4	84,9	84,6	5,7	-2,3	-3,1	60,6	59,3	-16,0	17,2	0,1	38,0	2,3	32,7
2021 Août	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,5	-0,2	2,6
Septembre	26,2	24,9	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
Octobre	28,0	22,6	8,8	-2,0	-1,4	19,7	18,4	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
Novembre	20,0	23,1	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Décembre	36,8	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,8	20,1	-4,9	8,8	-0,2	5,1	-3,7	34,5
2022 Janvier ^(p)	-12,3	-19,6	3,1	0,5	3,7	44,6	43,0	-6,4	7,4	0,7	28,8	10,0	-13,1
Taux de croissance													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 T1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	40,9	4,6	-5,7	4,1
T2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
T3	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
T4	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Août	6,8	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,8	-1,8	6,1
Septembre	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Octobre	7,4	10,5	-10,1	-6,9	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
Novembre	7,9	10,6	-7,6	-6,2	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Décembre	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Janvier ^(p)	7,5	9,3	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	58,4	15,0	3,1	7,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2019	4 654,6	989,2	3 653,6	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 710,6	6 129,7	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2021 T1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 766,3	6 187,3	953,7	151,6	1 518,5	880,2
T2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 736,2	6 250,2	942,1	149,1	1 523,2	887,2
T3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 775,0	6 311,0	951,8	144,7	1 532,4	896,6
T4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2021 Août	6 347,8	1 004,0	5 342,2	14 556,8	12 137,3	12 492,9	4 759,1	6 292,7	939,4	146,0	1 524,0	895,5
Septembre	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 775,0	6 311,0	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Octobre	6 391,9	987,4	5 402,9	14 682,9	12 231,6	12 592,5	4 795,3	6 334,5	947,2	154,6	1 555,8	895,5
Novembre	6 476,2	987,3	5 487,3	14 739,4	12 310,2	12 659,5	4 821,0	6 360,0	968,7	160,6	1 541,7	887,4
Décembre	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2022 Janvier ^(p)	6 546,2	992,3	5 552,2	14 904,6	12 446,6	12 598,0	4 869,8	6 415,0	989,1	172,7	1 566,6	891,3
Flux												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 041,9	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	570,6	480,8	515,8	176,4	262,2	51,9	-9,7	80,4	9,4
2021 T1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	56,1	60,7	39,2	-16,4	2,7	8,3
T2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,3	75,0	-10,8	-2,4	4,8	5,0
T3	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8
T4	201,0	-1,2	202,0	229,8	175,3	227,5	98,6	60,7	-0,1	16,1	63,2	-8,7
2021 Août	51,0	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
Septembre	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0
Octobre	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,3	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6
Novembre	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-14,0	-6,7
Décembre	104,1	9,8	94,1	97,8	54,3	101,2	53,7	14,3	-14,3	0,5	41,9	1,6
2022 Janvier ^(p)	11,6	-5,3	17,0	60,5	71,5	60,5	1,2	26,1	45,0	-0,7	-15,5	4,5
Taux de croissance												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 T1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
T2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
T3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
T4	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Août	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,7	-6,0	2,7	7,1
Septembre	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Octobre	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7
Novembre	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2
Décembre	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Janvier ^(p)	10,8	0,1	13,0	4,3	4,4	4,6	3,7	4,4	8,2	4,7	4,5	1,6

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	Prêts corrigés ⁴⁾				2	Prêts corrigés ⁴⁾			
Encours										
2019	4 474,3	4 576,5	966,7	877,5	2 630,1	5 930,1	6 221,7	720,1	4 523,5	686,5
2020	4 710,6	4 832,1	897,6	1 010,2	2 802,8	6 129,7	6 398,1	700,6	4 724,7	704,4
2021	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2021 T1	4 766,3	4 888,3	893,9	1 016,7	2 855,8	6 187,3	6 450,4	696,7	4 787,4	703,2
T2	4 736,2	4 857,3	832,4	970,4	2 933,3	6 250,2	6 509,1	694,1	4 852,6	703,5
T3	4 775,0	4 890,0	835,1	972,2	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
T4	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2021 Août	4 759,1	4 873,7	828,1	969,4	2 961,7	6 292,7	6 552,2	695,4	4 895,1	702,2
Septembre	4 775,0	4 890,0	835,1	972,2	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Octobre	4 795,3	4 913,2	859,2	971,8	2 964,3	6 334,5	6 590,4	699,0	4 935,1	700,4
Novembre	4 821,0	4 933,1	869,8	980,3	2 970,8	6 360,0	6 615,5	702,5	4 956,9	700,6
Décembre	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2022 Janvier ^(p)	4 869,8	4 843,8	888,0	1 000,6	2 981,1	6 415,0	6 615,5	696,5	5 010,8	707,7
Flux										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,2	-54,1	138,6	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	209,0	-2,3	3,4	175,2	262,2	268,4	10,8	254,9	-3,5
2021 T1	56,1	58,3	-3,8	6,8	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,3
T2	-18,3	-22,0	-57,6	-43,0	82,2	75,0	70,4	2,3	72,1	0,6
T3	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,6	4,1	64,0	-2,2
T4	98,6	128,3	55,1	37,7	5,8	60,7	72,4	6,6	55,7	-1,6
2021 Août	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,5	-0,9
Septembre	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
Octobre	19,3	25,9	23,8	-0,9	-3,6	23,1	23,0	2,8	20,3	0,1
Novembre	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
Décembre	53,7	79,6	20,6	29,0	4,0	14,3	25,2	-0,9	16,6	-1,4
2022 Janvier ^(p)	1,2	0,7	-1,2	-8,2	10,6	26,1	25,7	-2,6	24,2	4,5
Taux de croissance										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2021 T1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
T2	1,4	1,9	-11,8	-2,1	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
T3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
T4	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2021 Août	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,1	0,1	5,8	0,1
Septembre	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Octobre	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
Novembre	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
Décembre	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2022 Janvier ^(p)	3,7	4,4	0,4	0,0	6,1	4,4	4,3	1,4	5,5	0,3

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2021 T1	704,0	6 891,3	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,2	1 409,5	400,9	127,2	130,2
T2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
T3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
T4	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Août	708,7	6 873,8	1 851,2	39,0	1 960,7	3 022,9	1 446,7	355,2	125,3	128,4
Septembre	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Octobre	739,5	6 872,5	1 842,7	38,1	2 002,6	2 989,0	1 392,0	476,1	140,0	147,6
Novembre	706,9	6 905,5	1 830,9	37,7	2 011,9	3 025,1	1 394,9	399,7	144,5	149,9
Décembre	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2022 Janvier ^(p)	724,6	6 880,8	1 840,6	36,8	1 992,8	3 010,6	1 346,7	342,0	164,1	157,5
Flux										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,6	-74,2	-5,0	-39,8	82,4	-117,4	-98,0	-11,3	-2,3
2021 T1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
T2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
T3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
T4	106,7	8,2	-13,3	-1,6	6,1	16,9	-67,2	23,1	-20,2	-9,2
2021 Août	22,0	-9,3	-10,0	-0,4	-3,9	5,0	2,6	1,3	-8,0	-4,8
Septembre	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Octobre	48,6	17,1	-7,7	-0,5	23,8	1,5	4,5	64,2	0,9	1,6
Novembre	-32,3	-11,9	-13,4	-0,5	1,0	1,0	-31,7	-63,2	4,6	2,2
Décembre	90,4	2,9	7,8	-0,6	-18,7	14,4	-39,9	22,1	-25,7	-13,1
2022 Janvier ^(p)	-72,6	-16,1	-16,1	-0,3	-14,1	14,4	-16,1	-103,8	45,8	21,1
Taux de croissance										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 T1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
T2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
T3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
T4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Août	-12,0	-0,7	-3,8	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Septembre	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Octobre	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Novembre	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,4	3,5	-	-	-2,4	1,9
Décembre	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Janvier ^(p)	4,9	-0,4	-4,5	-12,1	-1,5	3,3	-	-	11,7	7,7

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 T4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 T1	-8,3	.	.	.	.	-6,8
T2	-6,9	.	.	.	.	-5,4
T3	-6,2	.	.	.	.	-4,8

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 T4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 T1	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
T2	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
T3	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	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	≤ 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	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 T4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 T1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valorisation et autres changements de volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-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	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 T4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 T1	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
T2	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
T3	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Remboursements
	Durées ≤ 1 an												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	14,9	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	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 T4	14,9	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	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
T3	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
T3	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
2021 Août	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Septembre	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Octobre	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Novembre	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Décembre	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Janvier	15,1	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,6

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-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	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 T4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 T1	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4	
T2	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2	
T3	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6	
Dettes des administrations publiques										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 T4	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 T1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4	
T2	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9	
T3	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6	
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	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 T4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 T1	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
T2	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
T3	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Dettes des administrations publiques										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 T4	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 T1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
T2	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
T3	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2022**

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 9 mars 2022.

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-22-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général