



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2022



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	16
4 Prix et coûts	23
5 Monnaie et crédit	29
Encadrés	34
1 Évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro – une actualisation	34
2 Comment des perturbations durables des chaînes d'approvisionnement pourraient affecter la production potentielle de la zone euro	41
3 Dynamisme de la productivité des entreprises dans la zone euro	47
4 La dépendance vis-à-vis du gaz naturel et les risques pour l'activité de la zone euro	53
5 Le rôle des migrations dans les faibles évolutions de la population active pendant la pandémie de COVID-19	59
6 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	65
7 Coûts du logement : perceptions tirées d'enquêtes et signaux issus des statistiques de prix	69
8 L'indexation des salaires et des pensions de retraite du secteur public dans la zone euro	76
Articles	83
1 Les logements occupés par leur propriétaire et la mesure de l'inflation	83
2 Le programme <i>Next Generation EU</i> du point de vue de la zone euro	105
Statistiques	S1

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

La reprise de l'économie de la zone euro se poursuit et la situation sur le marché du travail continue de s'améliorer, en partie sous l'effet du soutien important apporté par les politiques publiques. Cependant, la croissance devrait rester modérée au premier trimestre 2022, la vague actuelle de la pandémie pesant toujours sur l'activité économique. Des pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre freinent encore la production dans certains secteurs. Le niveau élevé des coûts de l'énergie entame les revenus des ménages de la zone euro ainsi que les bénéfices des entreprises et devrait affaiblir les dépenses de consommation. En revanche, les différentes vagues de la pandémie ont de moins en moins de répercussions sur l'économie, et les facteurs contraignant la production et la consommation devraient s'estomper progressivement, permettant un nouveau net rebond de l'économie au cours de l'année.

L'inflation a fortement augmenté ces derniers mois et a continué de surprendre à la hausse en janvier. Cette évolution s'explique essentiellement par les coûts élevés de l'énergie, qui poussent les prix des biens et des services à la hausse dans de nombreux secteurs, et par le renchérissement des produits alimentaires. L'inflation devrait rester élevée plus longtemps qu'anticipé précédemment, mais diminuer en cours d'année.

Le Conseil des gouverneurs a par conséquent confirmé les décisions prises lors de sa réunion de politique monétaire de décembre. En conséquence, le Conseil des gouverneurs continuera de réduire graduellement le rythme de ses achats d'actifs au cours des trimestres à venir et mettra fin aux achats nets dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) à la fin mars. Compte tenu des incertitudes actuelles, le Conseil des gouverneurs doit plus que jamais conserver la flexibilité et n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de la BCE de 2 % à moyen terme.

Activité économique

L'activité économique mondiale est demeurée solide au quatrième trimestre de l'année dernière. Les données d'enquêtes signalent une croissance économique vigoureuse vers la fin 2021, malgré une croissance toujours faible des échanges commerciaux. Les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement ont montré de timides signes d'atténuation. Toutefois, l'apparition du variant Omicron du coronavirus (COVID-19) et les éventuelles

absences de salariés liées à la pandémie pourraient se traduire par de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement et faire peser des risques sur l'activité économique mondiale à court terme. L'inflation mondiale a continué d'augmenter, reflétant un renchérissement de l'énergie et une généralisation des tensions sur les prix aux différents secteurs. Les tensions inflationnistes mondiales devraient s'atténuer courant 2022, dans la mesure où les prix de l'énergie devraient se modérer.

La croissance économique de la zone euro s'est ralentie, revenant à 0,3 % en rythme trimestriel au dernier trimestre de l'an dernier. Fin 2021, la production a toutefois atteint son niveau d'avant la pandémie. L'activité économique et la demande devraient rester modérées en ce début d'année, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les mesures d'endiguement de la pandémie ont des répercussions sur les services aux consommateurs, notamment les voyages, le tourisme, l'hébergement et les loisirs. Même si le nombre d'infections est toujours très élevé, les effets de la pandémie sur la vie économique sont désormais moins graves. Deuxièmement, le haut niveau des coûts de l'énergie réduit le pouvoir d'achat des ménages et les bénéfices des entreprises, ce qui pèse sur la consommation et l'investissement. Enfin, les pénuries d'équipements, de matériaux et de main-d'œuvre dans plusieurs domaines d'activité continuent d'entraver la production de biens manufacturés, de causer des retards dans le secteur de la construction et de freiner la reprise dans certaines parties du secteur des services. Malgré des signes indiquant qu'ils pourraient commencer à s'estomper, ces goulets d'étranglement persisteront quelque temps encore.

Au-delà du court terme, la croissance devrait fortement rebondir dans la zone euro au cours de 2022, sous l'effet d'une solide demande intérieure. Avec l'amélioration de la situation sur le marché du travail (hausse du nombre de personnes ayant un emploi et baisse du nombre de personnes bénéficiant toujours de dispositifs de maintien de l'emploi), les ménages devraient bénéficier de revenus plus élevés et dépenser davantage. La reprise mondiale et le maintien du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaire contribuent également à ces perspectives positives. Des mesures budgétaires ciblées renforçant la productivité ainsi que des réformes structurelles, adaptées à la situation des différents pays de la zone euro, demeurent essentielles pour compléter efficacement la politique monétaire.

Inflation

L'inflation dans la zone euro a augmenté, ressortant à 5,1 % en janvier 2022, après 5,0 % en décembre 2021. Elle devrait rester élevée à court terme. Les prix de l'énergie demeurent la principale raison de ce niveau élevé, contribuant directement à plus de la moitié de l'inflation totale en janvier, tandis que les coûts de l'énergie poussent également les prix des biens et services à la hausse dans de nombreux secteurs. Les prix des produits alimentaires ont également augmenté, du fait de facteurs saisonniers, des importants coûts de transport et du renchérissement des engrais. En outre, les hausses des prix sont désormais plus généralisées, les prix d'un grand nombre de biens et services s'étant fortement accrus. La plupart des

mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté ces derniers mois, même s'il n'est pas certain que ces hausses persistent, car des facteurs temporaires liés à la pandémie ont joué un rôle. Les indicateurs tirés d'instruments de marché suggèrent un ralentissement de la dynamique des prix de l'énergie au cours de 2022, et les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre devraient également s'affaiblir.

L'amélioration de la situation sur le marché du travail se poursuit, bien que la croissance des salaires demeure modérée dans l'ensemble. À terme, le retour de l'économie à son plein potentiel devrait favoriser une hausse plus rapide des salaires. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables à des niveaux légèrement inférieurs à 2 % depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en décembre, et les dernières mesures tirées d'enquêtes se situent à environ 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 % de la BCE.

Évaluation du risque

Le Conseil des gouverneurs continue d'estimer que les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro sont globalement équilibrés à moyen terme. L'économie pourrait être plus dynamique qu'attendu si un renforcement de la confiance des ménages entraînait une épargne moins importante qu'anticipé. En revanche, si les incertitudes relatives à la pandémie se sont un peu atténuées, les tensions géopolitiques se sont accrues. De plus, la persistance de coûts élevés de l'énergie est susceptible de freiner davantage que prévu la consommation et l'investissement. Le rythme auquel les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se résorberont pèse également sur les perspectives de croissance et d'inflation. Par rapport à ce que le Conseil des gouverneurs anticipait en décembre, les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, particulièrement à court terme. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, ou si l'économie retrouve son plein potentiel plus rapidement, l'inflation pourrait être plus forte.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2021. Cela étant, les coûts du financement bancaire restent limités à ce stade. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages demeurent à des niveaux historiquement bas, tandis que les conditions de financement de l'économie sont toujours favorables. Les prêts aux entreprises se sont redressés sur l'ensemble des échéances. Une demande soutenue de crédits hypothécaires soutient l'activité de prêt aux ménages. Les banques ont retrouvé un niveau de rentabilité équivalent à celui d'avant la pandémie, et leurs bilans restent solides.

Il ressort de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire que la demande de prêts des entreprises s'est fortement accrue au dernier trimestre 2021, sous l'effet d'une hausse de leurs besoins en fonds de roulement – en raison des goulets d'étranglement au niveau de l'offre – et d'une augmentation des financements d'investissements à long terme. Par ailleurs, l'évaluation par les banques du risque de crédit reste globalement favorable, essentiellement du fait de leur appréciation positive des perspectives économiques.

Décisions de politique monétaire

Dans ce contexte, lors de sa réunion de politique monétaire de février, le Conseil des gouverneurs a donc confirmé les décisions prises lors de sa précédente réunion, qui s'est tenue en décembre.

Au premier trimestre 2022, le Conseil des gouverneurs ralentit le rythme des achats nets d'actifs au titre du 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.

Conformément à la diminution progressive des achats d'actifs décidée en décembre 2021 et afin que l'orientation de la politique monétaire continue d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs, les achats nets mensuels en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) seront de 40 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022 et de 30 milliards au troisième trimestre. À compter d'octobre, et pendant aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets

accommodants des taux d'intérêt directeurs, le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs en vertu de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs prévoit de mettre fin aux achats nets peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

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.

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.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures en faveur du mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE et les indications sur leur trajectoire future (*forward guidance*), ce qui est crucial pour conserver le degré adéquat de soutien permettant de stabiliser l'inflation au niveau de l'objectif de la BCE de 2 % à moyen terme.

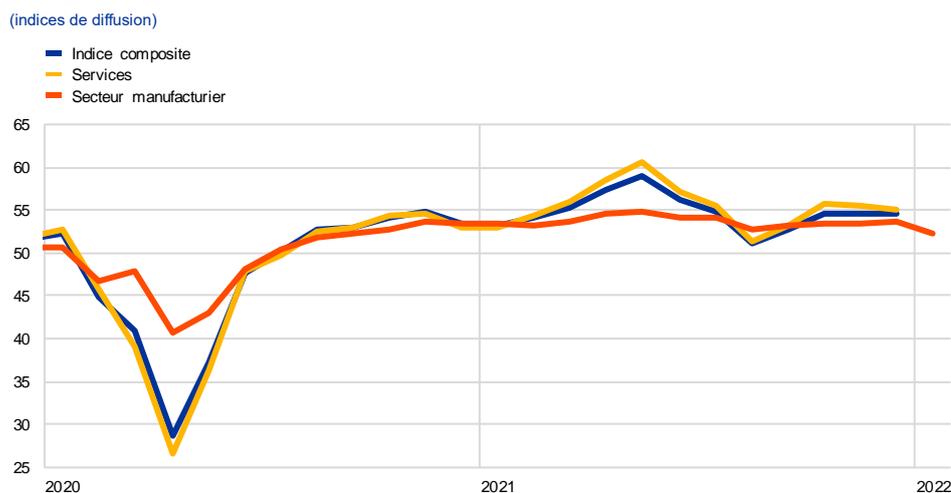
Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de la BCE de 2 % à moyen terme.

1 Environnement extérieur

L'activité économique mondiale est demeurée solide au quatrième trimestre de l'année dernière. Les données d'enquête signalent une croissance économique vigoureuse vers la fin 2021, malgré une croissance des échanges commerciaux toujours faible. Les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement ont montré de timides signes d'atténuation. Toutefois, l'apparition du variant Omicron et les éventuelles absences de salariés liées à la pandémie pourraient entraîner de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement et faire peser des risques sur l'activité économique mondiale à court terme. L'inflation mondiale a continué d'augmenter, reflétant un renchérissement de l'énergie et une généralisation aux différents secteurs des tensions sur les prix. Les tensions inflationnistes mondiales devraient s'atténuer courant 2022, car les prix de l'énergie devraient se modérer.

La croissance économique mondiale est restée robuste au quatrième trimestre 2021. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) est resté stable et supérieur à sa moyenne de long terme au quatrième trimestre 2021, reflétant la fermeté de demande (graphique 1). Toutefois, l'apparition du variant Omicron et sa transmissibilité plus élevée ont commencé à peser sur le secteur des services dans les principales économies en décembre, notamment au Royaume-Uni. Compte tenu du durcissement significatif des mesures d'endiguement du coronavirus (COVID-19) dans de nombreux pays vers la fin de l'année, un ralentissement temporaire de l'activité économique est attendu pour le premier trimestre 2022, comme le signale déjà le fléchissement de l'indice PMI relatif au secteur manufacturier pour janvier.

Graphique 1
Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2021 (indice composite et indice relatif aux services) et à janvier 2022 pour l'indice relatif au secteur manufacturier.

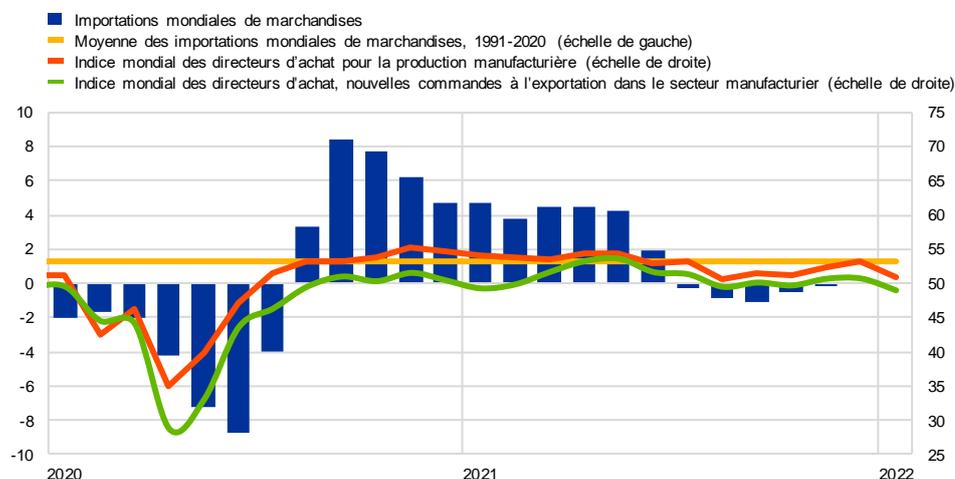
Les goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre ont montré de timides signes d'atténuation dans un contexte d'incertitude accrue liée aux

évolutions de la pandémie. Les délais de livraison des fournisseurs au niveau mondial se sont améliorés en novembre et décembre. Toutefois, certaines des améliorations se sont inversées en janvier et les délais de livraison des fournisseurs restent proches des valeurs extrêmes observées durant le confinement à l'échelle mondiale au deuxième trimestre 2020. Les coûts du transport maritime sur certaines des principales routes commerciales s'inscrivent en baisse et la production automobile mondiale s'est légèrement redressée au quatrième trimestre 2021. Toutefois, l'apparition du variant Omicron très contagieux et la perspective associée d'un absentéisme des salariés lié au coronavirus dans une situation déjà tendue sur le marché du travail impliquent un risque que les contraintes d'offre s'intensifient de nouveau à court terme.

La croissance du commerce mondial reste atone. Même si la croissance en glissement mensuel des volumes des importations mondiales de marchandises (hors zone euro) s'est accélérée en novembre, la dynamique de croissance du commerce mondial reste faible. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (hors zone euro) a de nouveau baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction en janvier 2022, faisant état d'une croissance atone du commerce mondial début 2022 (graphique 2).

Graphique 2
Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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

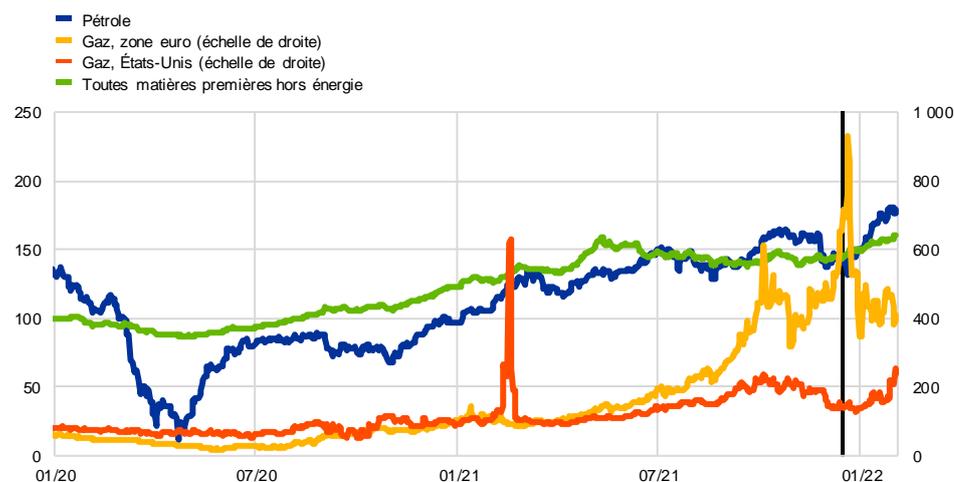


devraient s'atténuer au cours de l'année, car les prix de l'énergie devraient se modérer par rapport aux niveaux élevés, actuellement enregistrés.

Les prix du pétrole ont augmenté sous l'effet de facteurs d'offre et de demande. Les prix du pétrole ont affiché un rebond de 28 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, les marchés du pétrole semblant refléter la vision optimiste actuelle selon laquelle le variant Omicron n'impactera pas la demande mondiale de pétrole autant que ce que l'on craignait précédemment. Du côté de l'offre, l'OPEP+ n'est pas parvenue à respecter ses objectifs de production en décembre et, selon l'Agence américaine d'information sur l'énergie (*U.S. Energy Information Administration*¹), l'objectif de 2022 ne devrait pas être atteint compte tenu des difficultés rencontrées par certains pays pour remettre en service les capacités inutilisées. Les prix des matières premières non énergétiques ont également augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre en raison du renchérissement des métaux (+ 13 %) et des produits alimentaires (+ 6 %) (graphique 3).

Graphique 3 Évolutions des prix des matières premières

(indice 2015 = 100)



Sources : Bloomberg HWWI et calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Gaz, zone euro » se rapporte au prix du gaz TTF néerlandais, tandis que la rubrique « Gaz, États-Unis » se rapporte au prix au comptant du gaz naturel Henry Hub. La ligne verticale grise représente la date de la réunion du Conseil des gouverneurs en décembre 2021. La dernière observation se rapporte au 3 février 2022.

L'activité économique a continué de bien résister aux États-Unis, avec des risques à court terme accrus pesant sur les perspectives en raison de l'intensification de la pandémie. La croissance annualisée du PIB a atteint 6,9 % au quatrième trimestre 2021, en partie sous l'effet d'une forte augmentation des stocks, et la consommation privée s'est accélérée pour dépasser les taux de croissance d'avant la pandémie. La hausse de la consommation a été principalement imputable aux services. Dans le même temps, l'apparition du variant Omicron devrait peser sur les services, même si l'impact devrait être en grande partie cantonné au premier trimestre 2022. En parallèle, des tensions persistent sur

¹ Cf. « *Short-term energy outlook* », U.S. Energy Administration, 8 février 2022.

le marché du travail dans un contexte de pénuries de main-d'œuvre. La situation tendue sur le marché du travail s'est traduite par une intensification des tensions sur les salaires. La hausse annuelle des prix à la consommation a atteint 7,0 % en décembre, son rythme le plus élevé depuis 1982. Les prix de l'énergie restent un déterminant important de la hausse, tandis que les goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre continuent de contribuer à l'augmentation des prix. En réponse aux tensions sur le marché du travail et à l'inflation élevée, la Réserve fédérale a signalé un durcissement de l'orientation de la politique monétaire lors de sa réunion de décembre. Le rythme de la réduction des achats mensuels d'actifs s'est accéléré à compter de janvier 2022 et les taux d'intérêt devraient augmenter au cours de l'année. S'agissant de la politique budgétaire, la loi « *Build Back Better* » (reconstruire en mieux) a subi un revers. Le projet de loi est bloqué au Sénat depuis novembre et l'impulsion budgétaire donnée à la croissance devrait s'atténuer plus rapidement que prévu précédemment.

Au Japon, la reprise économique est repartie au dernier trimestre 2021.

Après la contraction observée durant l'été 2021, l'activité économique est restée stable au quatrième trimestre, soutenue principalement par la demande latente. Le secteur manufacturier a enregistré un net rebond vers fin 2021, reflétant en partie l'augmentation de la production dans le secteur automobile. Même si la reprise devrait se poursuivre au premier trimestre 2022, l'apparition du variant Omicron s'est ajoutée aux facteurs défavorables à la croissance. Les niveaux de l'indice des directeurs d'achat ont légèrement fléchi en décembre tant pour le secteur manufacturier que pour les services, indiquant peut-être une certaine modération de la reprise dans un contexte de tensions persistantes sur l'offre et de préoccupations concernant la propagation du nouveau variant.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est redressée, mais devrait rester atone au quatrième trimestre. L'activité réelle a dépassé son niveau d'avant la pandémie pour la première fois en novembre, soutenue par un renforcement de la dynamique dans tous les secteurs de l'industrie. L'activité manufacturière et la construction se sont redressées lorsqu'il est devenu plus facile de se procurer des matières premières et que les perturbations des chaînes d'approvisionnement ont commencé à s'atténuer. Dans la mesure où la production devrait enregistrer un nouveau recul en décembre lié au variant Omicron, le rythme de la reprise devrait rester faible au quatrième trimestre. Dans le même temps, l'inflation s'est encore accélérée en décembre. En rythme annuel, la hausse des prix à la consommation a atteint 5,4 % en décembre après 5,1 % en novembre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation s'est également accentuée, ressortant à 4,2 % en décembre, après 4,0 % le mois précédent. Les tensions inflationnistes se sont généralisées à la plupart des secteurs et devraient rester soutenues au cours des prochains mois. La Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 0,1 % à 0,25 % lors de la réunion de son Comité de politique monétaire en décembre, en tenant compte des tensions croissantes sur le marché du travail et des signes d'une persistance accrue des tensions sur les prix intérieurs.

En Chine, la dynamique de la croissance reste fragile. Au quatrième trimestre 2021, la croissance du PIB de la Chine a atteint 1,6 % en glissement trimestriel,

ce qui porte la croissance annuelle pour 2021 à 8,1 %. Toutefois, les indicateurs mensuels font état d'un ralentissement de l'activité économique. Les ventes au détail sont restées modérées vers fin 2021, soulignant la difficulté à retrouver les niveaux de consommation d'avant la pandémie dans le contexte de la stratégie stricte d'endiguement de la COVID-19 appliquée par la Chine. Les turbulences dans le secteur de l'immobilier résidentiel en Chine ont persisté fin 2021, avec une croissance des ventes toujours négative dans ce secteur en décembre et une nouvelle baisse des prix des logements. L'apparition du variant Omicron fait peser des risques sur la croissance à court terme. Si une intensification de la pandémie devait entraîner une hausse des taux d'infection, la stratégie zéro COVID de la Chine pourrait impliquer des mesures d'endiguement beaucoup plus strictes, qui pèseraient davantage encore sur l'activité économique.

2 Évolutions financières

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2021, les marchés financiers mondiaux ont principalement reflété des anticipations plus fortes de resserrement de la politique monétaire au niveau mondial. Par conséquent, la courbe à terme du taux €STR (taux à court terme de l'euro) s'est encore pentifiée, avançant la date attendue d'une première hausse des taux à août 2022 et indiquant que les marchés s'attendent également à une accélération du rythme de normalisation des taux après le relèvement. De même, les taux sans risque nominaux à long terme – et avec eux les rendements des obligations souveraines – ont augmenté sur toute la période sous revue. Les prix des actions des sociétés non financières ont diminué dans l'ensemble, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont peu évolué. Au début de la période sous revue, les cours des actions ont été soutenus par la dissipation des préoccupations relatives aux répercussions économiques du variant Omicron du coronavirus (COVID-19). Toutefois, la pression soutenue exercée par la hausse des taux d'actualisation et, en particulier, les inquiétudes croissantes relatives aux risques géopolitiques émergents ont entraîné des baisses prononcées des cours des actions vers la fin de la période sous revue. L'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

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 143 milliards d'euros pour s'établir à 4 520 milliards, reflétant principalement un accroissement de 87 milliards environ ² de la détention de titres à des fins monétaires 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. Cette croissance de l'excédent de liquidité a été considérablement freinée par les remboursements anticipés à hauteur de 60,21 milliards d'euros de fonds empruntés dans le cadre de précédentes opérations TLTRO III.

La courbe à terme de l'€STR s'est nettement déplacée vers le haut par rapport à la période qui a immédiatement précédé la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, ce qui suggère une réévaluation significative des anticipations de relèvement des taux par les intervenants de marché ³.

La courbe à terme des taux OIS basés sur l'€STR s'est fortement déplacée vers le haut depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, reflétant la dissipation des préoccupations relatives aux répercussions économiques du variant Omicron et le fait que les intervenants de marché intègrent de plus en plus dans leurs prix un resserrement de la politique monétaire au niveau mondial, en particulier aux États-Unis. Dans l'ensemble, la date anticipée par les marchés pour un

² De la semaine s'achevant le 17 décembre 2021 à la semaine s'achevant le 4 février 2022.

³ Désormais, l'information communiquée concernera la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) basés sur l'€STR et non plus la courbe à terme des taux OIS basés sur l'Eonia. Ce changement s'explique par la suppression de l'Eonia le 3 janvier 2022, ce taux n'étant plus conforme à la réglementation relative aux taux de référence. Depuis le 2 octobre 2019, les deux courbes à terme des taux OIS étaient mécaniquement liées, dans la mesure où l'Eonia était calculé comme l'€STR majoré d'un spread fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

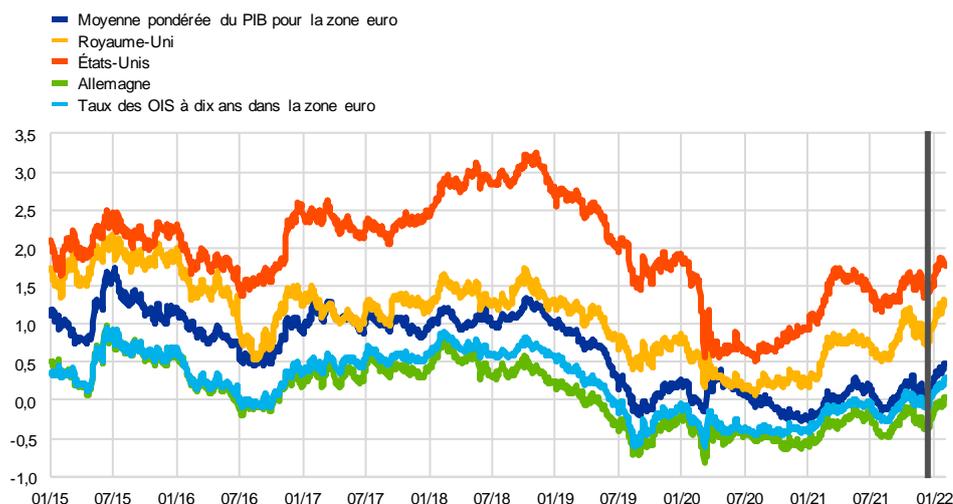
relèvement des taux – définie comme le moment où la courbe à terme de l'€STR devrait dépasser le niveau actuel de l'€STR majoré de 10 points de base – a été avancée au troisième trimestre 2022, alors qu'elle était estimée à fin 2022 au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont légèrement augmenté, reflétant globalement l'évolution des taux sans risque nominaux (graphique 4).

Au cours de la période sous revue, les rendements moyens pondérés du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et les rendements des obligations souveraines allemandes à dix ans ont augmenté de 41 points de base et 38 points de base pour s'établir à 0,49 % et 0,04 %, respectivement. Au cours de la même période, les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis ont augmenté de 35 points de base, ressortant à 1,77 %, tandis que, au Royaume-Uni, ils ont augmenté de 50 points de base pour s'établir à 1,26 %.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 décembre 2021). Les dernières observations se rapportent au 2 février 2022.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro à long terme par rapport aux taux OIS sont demeurés globalement inchangés.

L'écart de rendement souverain à dix ans en Allemagne est resté pratiquement inchangé, s'établissant à - 0,26 % à la fin de la période sous revue. Les écarts de rendement souverains à dix ans en France et en Espagne ont également évolué dans une fourchette très étroite, se creusant de 7 points de base et 3 points de base pour s'établir à 0,16 % et 0,5 %, respectivement, et l'écart de rendement souverain italien s'est accentué de 7 points de base. Dans l'ensemble, les évolutions des écarts de rendement moyens des obligations souveraines par rapport aux taux sans risque ont été limitées, comme le reflète également l'écart de rendement agrégé pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro, qui n'a augmenté que de 4 points de base, ressortant à 0,20 %. Cette variation globalement

limitée pourrait refléter une certaine amélioration du sentiment à l'égard du risque dans un contexte de dissipation des inquiétudes relatives au variant Omicron.

Après avoir enregistré une hausse temporaire, les cours des actions des sociétés non financières ont fléchi dans l'ensemble au cours de la période sous revue, ce qui reflète probablement la pression exercée par la hausse des taux d'actualisation et la montée des risques géopolitiques. Au début de la période sous revue, la dissipation des inquiétudes relatives aux répercussions économiques du variant Omicron a soutenu les cours des actions, la baisse des primes de risque sur actions ayant compensé le frein représenté par la hausse des taux d'actualisation en liaison avec les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire au niveau mondial. Toutefois, vers la fin de la période sous revue, les cours des actions ont fortement baissé, en raison de la pression soutenue exercée par la hausse des taux d'actualisation et, en particulier, des inquiétudes croissantes relatives aux risques géopolitiques dans le contexte de la crise ukrainienne. Dans ce contexte, les cours des actions des sociétés non financières dans la zone euro et aux États-Unis ont reculé de 1,8 % et 3 %, respectivement. Aux États-Unis, les cours des actions bancaires ont diminué de 2,2 %, tandis que dans la zone euro, ils ont augmenté de 11,8 %. Cela reflète probablement les modifications de la pente de la courbe des rendements de part et d'autre de l'Atlantique, cette courbe s'étant aplatie aux États-Unis et pentifiée dans la zone euro.

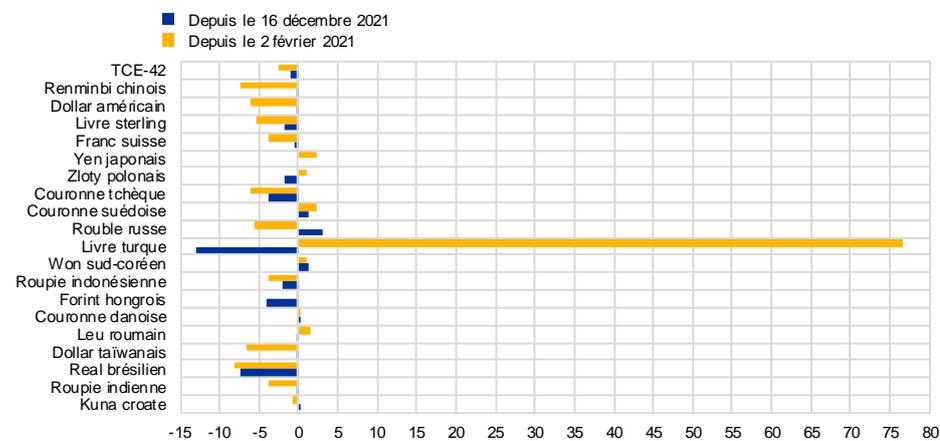
Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés financières et non financières sont demeurés globalement inchangés au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par des sociétés non financières ont diminué de 2 points de base pour s'établir à 44 points de base. Ceux des obligations des sociétés financières ont également évolué dans une fourchette très étroite, augmentant de 2 points de base pour s'établir à 57 points de base. Même si les écarts de rendement des obligations d'entreprises auraient pu être affectés par les hausses de taux, ces écarts semblent avoir encore résisté, reflétant de bons fondamentaux du crédit et la poursuite des achats par la BCE.

Sur les marchés des changes, l'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 5), reflétant un affaiblissement généralisé vis-à-vis de plusieurs grandes devises. Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,1 %. En ce qui concerne les grandes devises, l'euro ne s'est que très faiblement déprécié par rapport au dollar (de 0,1 %) et au renminbi chinois (de 0,2 %), tandis qu'il s'est déprécié légèrement plus fortement par rapport à la livre sterling (de 1,7 %) et au franc suisse (de 0,6 %). Dans le même temps, l'euro s'est fortement déprécié par rapport aux devises de certaines grandes économies émergentes, notamment le real brésilien (de 7,3 %) et la livre turque (de 13,0 %), ces dernières rattrapant une partie de leurs pertes antérieures, ainsi que par rapport aux devises de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro.

Graphique 5

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 2 février 2022.

3 **Activité économique**

Après deux trimestres d'expansion soutenue, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est ralentie au dernier trimestre 2021, atteignant néanmoins en fin d'année son niveau d'avant la pandémie. L'activité économique et la demande resteront probablement modérées début 2022 et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, les mesures d'endiguement affectent les services aux consommateurs, notamment ceux nécessitant le plus de contacts. Cela étant, même si les taux d'infection sont encore très élevés, les effets de la pandémie sur la vie économique sont désormais moins graves. Deuxièmement, les coûts élevés de l'énergie réduisent le pouvoir d'achat des ménages ainsi que les bénéfices des entreprises, ce qui pèse sur la consommation et sur l'investissement. Et troisièmement, les pénuries d'équipements, de matériaux et de main-d'œuvre dans certains secteurs continuent d'entraver la production de biens manufacturés, de causer des retards dans le secteur de la construction et de freiner la reprise dans certains pans du secteur des services. Des signes indiquent que ces goulets d'étranglement pourraient commencer à s'atténuer, mais ils persisteront quelque temps encore.

Au-delà du court terme, la croissance devrait rebondir fortement courant 2022, tirée par une demande intérieure robuste. Avec la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail (hausse du nombre de personnes ayant un emploi et baisse du nombre de personnes bénéficiant toujours de dispositifs de maintien de l'emploi), les ménages devraient bénéficier de revenus plus élevés et dépenser davantage. La reprise mondiale et le maintien du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaire devraient également contribuer à ces perspectives positives. Des mesures budgétaires ciblées d'amélioration de la productivité ainsi que des réformes structurelles, adaptées à la situation dans les différents pays de la zone euro, demeurent essentielles pour compléter efficacement la politique monétaire de la BCE.

Les risques pesant sur les perspectives économiques continuent d'être considérés comme globalement équilibrés à moyen terme. L'économie pourrait enregistrer de meilleures performances que prévu si les ménages gagnent en confiance et épargnent moins qu'attendu. En revanche, bien que les incertitudes liées à la pandémie se soient légèrement atténuées, les tensions géopolitiques se sont accrues. En outre, la persistance de coûts élevés de l'énergie pourrait exercer un frein plus puissant qu'attendu sur la consommation et l'investissement. Le rythme auquel les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se résorberont constitue un risque supplémentaire pour les perspectives de croissance.

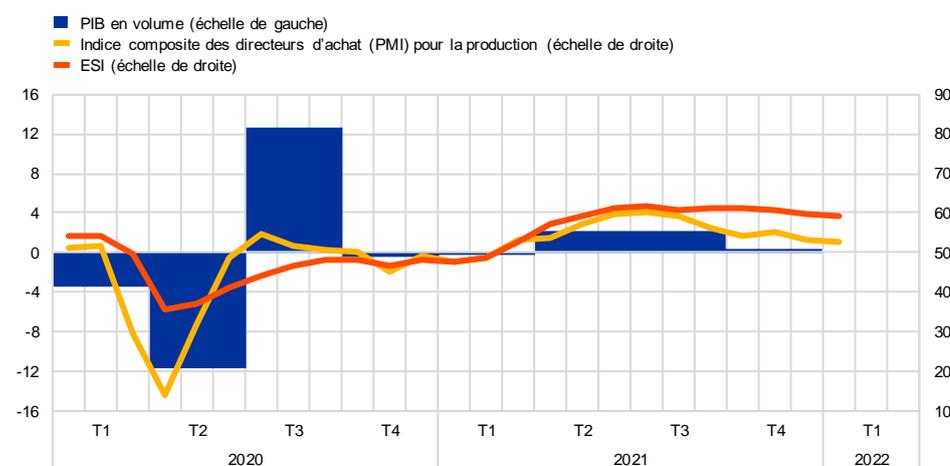
Après deux trimestres d'expansion soutenue, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est ralentie au dernier trimestre 2021. L'activité économique a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre de l'année dernière, soit un net ralentissement par rapport aux deux trimestres précédents (graphique 6). En tenant compte de la dernière hausse de la production, le PIB s'établit actuellement au même niveau que celui enregistré avant la pandémie au dernier trimestre 2019.

De plus, l'acquis de croissance en 2022 s'élève à 1,9 %⁴. Aucune ventilation de la croissance n'est encore disponible, mais les indicateurs à court terme et les données publiées à l'échelle des pays suggèrent que la demande intérieure a contribué de façon positive à la croissance, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution globalement neutre. Au total, selon les estimations, le PIB a augmenté de 5,2 % en 2021, après une baisse de 6,4 % en 2020.

Graphique 6

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 pour le PIB en volume et à janvier 2022 pour le PMI et l'ESI.

Les indicateurs économiques vont dans le sens d'une poursuite, mais à un rythme lent, de la croissance du PIB au premier trimestre de cette année, avant une nouvelle accélération. Le ralentissement de l'activité au quatrième trimestre de l'année dernière et les anticipations d'une poursuite de la croissance à un rythme modéré au premier trimestre sont cohérents avec les nouvelles restrictions mises en œuvre en raison de la propagation rapide du variant Omicron du coronavirus. Si les services ont été le secteur le plus fortement impacté par ces mesures, l'activité dans le secteur manufacturier et dans la construction continue d'être affectée par les pénuries d'équipements, de matériaux et de main-d'œuvre. En outre, les coûts élevés de l'énergie ont un effet négatif sur le pouvoir d'achat des ménages et constituent un facteur défavorable supplémentaire pour la consommation privée et l'activité économique⁵. Les entreprises du secteur non financier confirment largement cette analyse globale des perspectives à court terme, tout en demeurant optimistes au sujet de l'évolution future de la demande (encadré 6).

⁴ Cela signifie que le PIB augmenterait de 1,9 % en 2022 si l'ensemble des taux de croissance trimestriels cette année s'avéraient nuls (ce qui équivaut à l'hypothèse selon laquelle les niveaux trimestriels du PIB demeurent inchangés, au même niveau qu'au quatrième trimestre 2021).

⁵ L'encadré 4 analyse le rôle du gaz naturel dans le mix énergétique de la zone euro et fournit une évaluation de l'impact des hausses du prix du gaz sur l'activité.

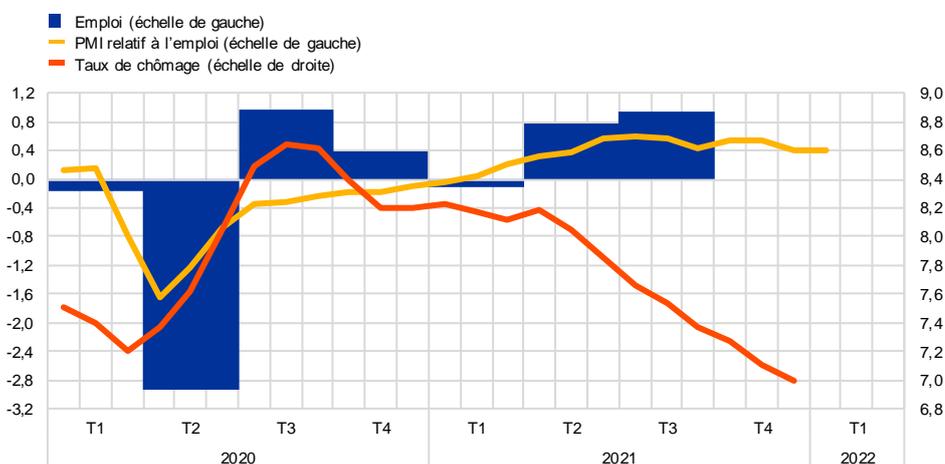
S'agissant des données mensuelles les plus récentes, la production industrielle a augmenté de 2,3 % en rythme mensuel en novembre. Le niveau moyen pour octobre et novembre est toujours inférieur de 1,3 % au niveau moyen du troisième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production, qui est publié plus rapidement, est revenu de 58,4 au troisième trimestre 2021 à 54,3 au quatrième trimestre et à 52,4 en janvier. Ce mouvement baissier reflète les évolutions dans le secteur manufacturier ainsi que dans les services. Les goulets d'étranglement dans l'industrie manufacturière, dont rendent compte les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat, ont continué de s'accroître mais au rythme le plus lent observé depuis janvier de l'année dernière. Dans le même temps, l'indice relatif aux stocks d'achats dans le secteur manufacturier a diminué en janvier par rapport à son niveau record du mois précédent, tandis que l'indice relatif aux stocks de produits finis a légèrement diminué. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) de la Commission européenne a également diminué en janvier par rapport à sa moyenne au quatrième trimestre. Ce recul a concerné l'ensemble des pays et des composantes, la plus forte baisse ayant été enregistrée pour les services.

Le taux de chômage dans la zone euro a baissé en décembre, dans un contexte de poursuite du soutien apporté par les dispositifs de maintien de l'emploi. Le taux de chômage est ressorti à 7,0 % en décembre 2021, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en novembre (graphique 7) et environ 0,4 point de pourcentage de moins qu'avant la pandémie en février 2020. Les nouvelles mesures d'endiguement mises en place depuis novembre 2021 ont entraîné une augmentation du recours aux dispositifs de maintien de l'emploi, à 1,6 % de la population active en décembre, contre 1,4 % en novembre. D'après les dernières données relatives à l'emploi, l'emploi ainsi que les heures travaillées ont augmenté de 1 % et 2,2 %, respectivement, au troisième trimestre 2021. Toutefois, le nombre total d'heures travaillées au troisième trimestre 2021 est demeuré inférieur de 1,9 % à son niveau du quatrième trimestre 2019.

Graphique 7

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021 pour l'emploi, à janvier 2022 pour le PMI et à décembre 2021 pour le taux de chômage.

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

En janvier (estimation rapide), l'indicateur composite mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi, qui couvre l'industrie et les services, est ressorti à 54,0, sans changement par rapport à décembre, demeurant ainsi supérieur au seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi s'est nettement redressé depuis son point bas historique d'avril 2020 et a continué d'indiquer une expansion en janvier 2022, pour le douzième mois de suite.

La consommation des ménages, et en particulier les dépenses consacrées aux voyages et aux services d'hébergement, s'est affaiblie dans un contexte de propagation du variant Omicron.

Après avoir augmenté de 4,3 % au troisième trimestre 2021, la consommation privée a probablement stagné à l'approche de la fin de l'année. En octobre et en novembre, le volume des ventes au détail a augmenté de 1,0 % en moyenne par rapport au troisième trimestre. Cela suggère une poursuite de la croissance de la consommation de biens vers la fin de l'année, en dépit d'une légère baisse des nouvelles immatriculations de voitures au quatrième trimestre (en recul de 0,7 % par rapport au troisième trimestre). Cependant, la bonne tenue des dépenses en biens de consommation ne constitue peut-être pas un signal fiable de la demande de consommation globale, dans la mesure où la confiance des consommateurs a diminué entre septembre et janvier, tandis que la nouvelle vague de la pandémie et les restrictions qui y sont liées pèsent en particulier sur les services nécessitant de nombreux contacts. Alors que, dans le secteur du commerce de détail, la confiance s'est améliorée en janvier après un recul en décembre, elle a continué de se détériorer dans le secteur des services pour le deuxième mois consécutif début 2022. Pour l'avenir, la demande dans le secteur des services devrait rester faible, en particulier dans les services de consommation nécessitant de nombreux contacts, tels que l'hébergement, la restauration et les voyages.

En janvier 2022, l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs indiquait que les ménages anticipaient une nouvelle détérioration de leur situation financière. Au total, l'incertitude actuelle liée à la pandémie devrait continuer de peser sur la consommation de services nécessitant de nombreux contacts au cours des mois d'hiver.

L'investissement des entreprises devrait avoir légèrement augmenté au quatrième trimestre, en dépit de facteurs défavorables liés aux perturbations du côté de l'offre. Dans le secteur des biens d'équipement, la production cumulée sur octobre et novembre a augmenté de 0,2 % par rapport au troisième trimestre, et l'indice des directeurs d'achat pour la production indique une hausse de l'activité au quatrième trimestre. La confiance s'est toutefois détériorée par rapport au troisième trimestre, suggérant que l'offre de biens d'équipement continue de pâtir de goulets d'étranglement. La production de matériels de transport demeure particulièrement affectée par les pénuries de semi-conducteurs et par la congestion des chaînes d'approvisionnement. En conséquence, l'utilisation des capacités a diminué, les stocks de produits quasi-finis ont augmenté et les délais de livraison des fournisseurs ont continué de s'allonger dans le secteur, mais à un rythme décroissant. La production des autres équipements est demeurée plus robuste, avec un niveau élevé d'utilisation des capacités et une accumulation contenue de stocks de produits finis. Globalement, les indicateurs disponibles suggèrent que l'investissement des entreprises a faiblement augmenté au quatrième trimestre. Au cours des prochains mois, la croissance de l'investissement des entreprises devrait encore se redresser, l'enquête de la Commission européenne pour le secteur des biens d'équipement indiquant que la confiance et les carnets de commandes à l'exportation ont atteint des niveaux record en janvier. En revanche, les limites qui pèsent sur la production en raison des pénuries de capital et de travail dans le secteur se sont encore accrues en janvier par rapport à l'enquête d'octobre de la Commission. Si l'investissement à court terme risque de souffrir de la persistance des goulets d'étranglement, il devrait cependant bénéficier des conditions de financement favorables et de la bonne tenue de la demande.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a enregistré un rebond au quatrième trimestre, soutenu par une forte demande, mais entravé aussi par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Après une baisse de l'investissement immobilier résidentiel dans la zone euro au troisième trimestre 2021, plusieurs indicateurs à court terme vont dans le sens d'un rebond au quatrième trimestre. En octobre et en novembre, la production dans la construction de bâtiments s'est établie en moyenne 1,2 % au-dessus de son niveau au troisième trimestre. Au quatrième trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction résidentielle a poursuivi sa progression en territoire expansionniste, et l'enquête de la Commission européenne pour la construction a fait état de tendances récentes de l'activité bien supérieures à leurs moyennes de long terme. D'après les données d'enquêtes sur les limites pesant sur la production, il apparaît que la reprise dans le secteur de la construction résulte de facteurs favorables du côté de la demande, en dépit de la persistance de facteurs défavorables du côté de l'offre, dus en particulier aux pénuries de matériaux et de main-d'œuvre. Pour la période à venir, l'évolution incertaine de l'équilibre entre l'offre

et la demande, conjuguée à la propagation rapide du variant Omicron, fait peser un degré élevé d'incertitude sur les perspectives concernant l'investissement immobilier résidentiel au premier trimestre 2022. D'une part, les pénuries de matériaux et de main-d'œuvre, s'ajoutant à d'autres limites causées par l'augmentation des infections à la COVID-19 dues au variant Omicron, se sont accentuées en janvier, suggérant de plus fortes contraintes sur la production dans la construction. D'autre part, le stock important d'épargne accumulée et le dynamisme des prix des logements pourraient soutenir davantage encore la demande, comme en témoignent les intentions des ménages d'acheter et de rénover leur logement, intentions qui, au premier trimestre 2022, sont nettement supérieures à leurs niveaux d'avant la pandémie.

Les exportations de biens ont connu un léger rebond vers la fin de l'année, tandis que le redressement des exportations de services a été freiné par la propagation du variant Omicron. Après une forte contraction au troisième trimestre 2021, les volumes d'exportations de biens hors zone euro se sont accrus en octobre, de 1,2 % en rythme mensuel, et les exportations nominales déflatées suggèrent une nouvelle hausse mensuelle en novembre. La hausse a été particulièrement prononcée dans le secteur des machines et équipements ainsi que dans l'industrie chimique, reflétant probablement une légère atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Comme ces goulets ne devraient pas s'atténuer de manière significative à court terme et que les indicateurs prospectifs ne montrent aucun signe d'amélioration, il semble probable que l'augmentation des exportations en volume ne soit que temporaire. Dans le même temps, les importations en volume de la zone euro ont augmenté de 1,6 % en rythme mensuel en octobre, avec des hausses en termes nominaux particulièrement prononcées en octobre ainsi qu'en novembre. S'agissant des services, après un renforcement graduel sous l'effet d'un rebond temporaire de l'activité dans les voyages, les indicateurs relatifs aux exportations montrent des signes d'affaiblissement à la fin de l'année avec la nouvelle vague de la pandémie qui a frappé les exportations de services nécessitant de nombreux contacts et les services liés aux voyages.

En dépit d'une activité économique qui devrait rester modérée en début d'année, la croissance devrait rebondir fortement courant 2022. Avec la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail (hausse du nombre de personnes ayant un emploi et baisse du nombre personnes bénéficiant toujours de dispositifs de maintien de l'emploi), les ménages devraient bénéficier de revenus plus élevés et dépenser davantage. La reprise mondiale et le maintien du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaire devraient également contribuer à ces perspectives positives. Des mesures budgétaires ciblées et d'amélioration de la productivité ainsi que des réformes structurelles, adaptées à la situation des différents pays de la zone euro, demeurent essentielles pour compléter efficacement la politique monétaire de la BCE. S'agissant des évolutions à moyen terme, l'encadré 2 analyse les potentiels effets à long terme que les pénuries d'offre actuelles pourraient avoir sur la croissance du PIB potentiel de la zone euro. Parallèlement, l'encadré 3 montre que les changements intervenus au fil du temps dans la distribution de la productivité des entreprises ont joué un rôle central pour expliquer les évolutions de la productivité dans la zone euro. Les résultats de la

dernière campagne d'[enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début janvier, montrent que, par rapport à la campagne d'enquête précédente, réalisée début octobre 2021, les prévisions de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2022 et à la hausse pour 2023.

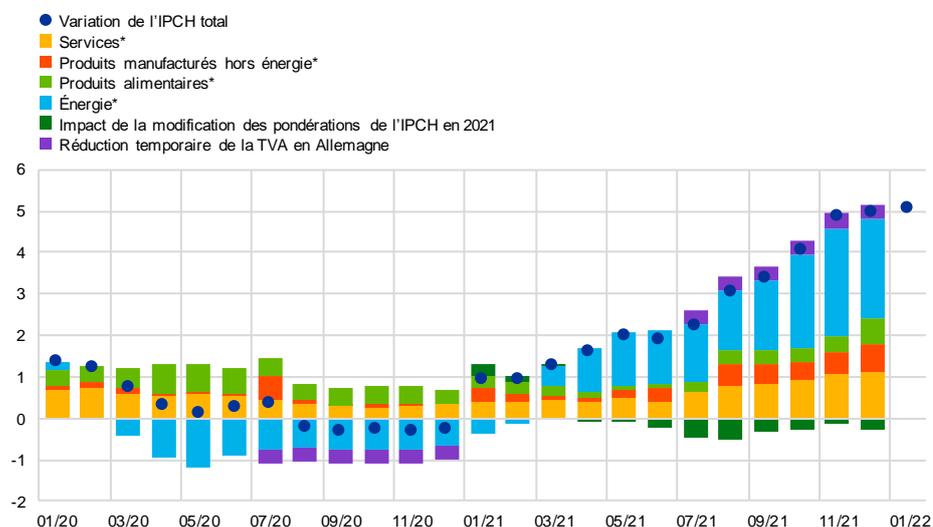
4 Prix et coûts

L'inflation a augmenté, ressortant à 5,1 % en janvier, après 5,0 % en décembre 2021. Elle devrait rester élevée à court terme. Les prix de l'énergie demeurent la principale raison de ce niveau élevé de l'inflation, contribuant directement à plus de la moitié de l'inflation totale en janvier, tandis que les coûts de l'énergie poussent également les prix à la hausse dans de nombreux secteurs. Les prix des produits alimentaires ont également augmenté, du fait de facteurs saisonniers, des importants coûts de transport et du renchérissement des engrais. En outre, les hausses des prix sont désormais plus généralisées, les prix d'un grand nombre de biens et services s'étant fortement accrus. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté ces derniers mois, même s'il n'est pas certain que ces hausses persistent, car des facteurs temporaires liés à la pandémie ont joué un rôle. Les indicateurs tirés d'instruments de marché suggèrent un ralentissement de la dynamique des prix de l'énergie au cours de 2022, et les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre devraient également s'affaiblir. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables à des niveaux légèrement inférieurs à 2 % depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en décembre, et les dernières mesures tirées d'enquêtes se situent à environ 2 %.

La hausse annuelle de l'IPCH s'est encore accélérée, atteignant 5,1 % en janvier 2022 (graphique 8). Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 5,1 % en janvier 2022, après 5,0 % et 4,9 % en décembre et en novembre 2021, respectivement. Les derniers résultats ont surpris à la hausse. La nouvelle accélération de l'inflation totale en janvier et son ampleur résultent largement des évolutions des prix de l'énergie, qui expliquent plus de la moitié de l'inflation totale. Même si le chiffre de janvier a reflété une incidence baissière due au fait que l'effet de base lié à la réduction du taux de TVA allemand en 2020 est sorti du taux d'inflation, cette évolution a été plus que compensée par la poursuite des tensions à la hausse. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (IPCHX) est revenue à 2,3 % en janvier, après 2,6 % en décembre. Cette évolution reflète une diminution du taux de variation annuel des prix des biens industriels non énergétiques (2,3 % en janvier, après 2,9 % en décembre), tandis que celui des prix des services est demeuré inchangé, à 2,4 %.

Graphique 8 Inflation totale et ses composantes

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



Sources : Eurostat, calculs des services de la BCE et *Narrow Inflation Projection Exercise*.

Notes : Les composantes affectées d'un astérisque (*) ne tiennent pas compte de l'impact des modifications des pondérations de l'IPCH en 2021 ni de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne en 2020. L'effet des modifications des pondérations de l'IPCH est estimé par la BCE. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021. S'agissant de la hausse de l'IPCH total, c'est l'estimation rapide de janvier 2022 qui est présentée.

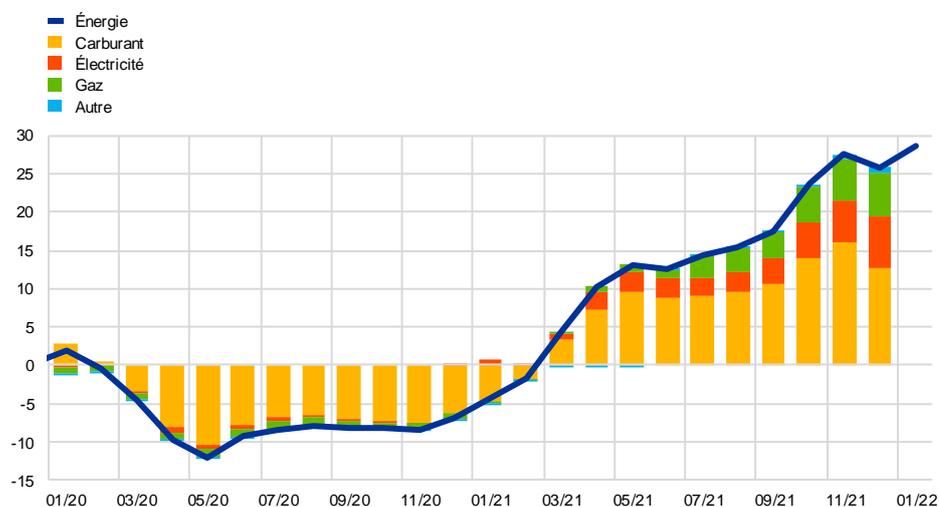
Les composantes les plus volatiles que sont l'énergie et les produits

alimentaires ont dominé la dynamique de l'IPCH. La hausse des prix de l'énergie s'est accélérée en janvier, après une modération en décembre, atteignant un nouveau point haut historique de 28,6 %. Les composantes de la hausse des prix de l'énergie sont disponibles jusqu'en décembre et suggèrent que les prix de l'électricité et du gaz expliquent de façon croissante la dynamique globale de la hausse des prix de l'énergie (graphique 9). La plus forte contribution de la composante gaz s'explique par l'augmentation des prix de gros du gaz au niveau mondial et européen (cf. graphique 3 section 1). Cela a fait monter les prix de gros de l'électricité dans l'UE, les prix de celle-ci étant fondés sur les coûts marginaux à court terme des centrales électriques. Les prix du gaz et de l'électricité expliquent également sans doute une grande partie de la dynamique des prix de l'énergie en janvier, en partie en raison d'une forte hausse des prix des produits énergétiques réglementés dans l'une des grandes économies de la zone euro. La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore accélérée, ressortant à 3,6 % en janvier, après 3,2 % en décembre 2021, ce qui reflète une augmentation du taux de variation des prix des produits alimentaires transformés et non transformés. Cette dynamique reflète peut-être en partie une hausse des coûts des intrants et des coûts de production liée au net renchérissement de l'énergie, mais aussi les conditions météorologiques défavorables et les hausses antérieures des prix des produits de base alimentaires sur le marché intérieur de l'UE.

Graphique 9

Décomposition de la hausse des prix de l'énergie

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « Carburant » désigne la composante « Combustibles liquides et carburants et lubrifiants pour les véhicules personnels » de l'IPCH. « Autre » recouvre les rubriques « Combustibles solides » et « Énergie de chauffage » au niveau d'agrégation à 5 chiffres de la COICOP. COICOP signifie « Classification of individual consumption according to purpose » (classification des fonctions de consommation des ménages). La dernière observation se rapporte à janvier 2022 pour l'énergie totale et à décembre 2021 pour la contribution.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés élevés, mais traduisent en partie les effets indirects des prix de l'énergie et des facteurs temporaires liés à la pandémie (graphique 10).

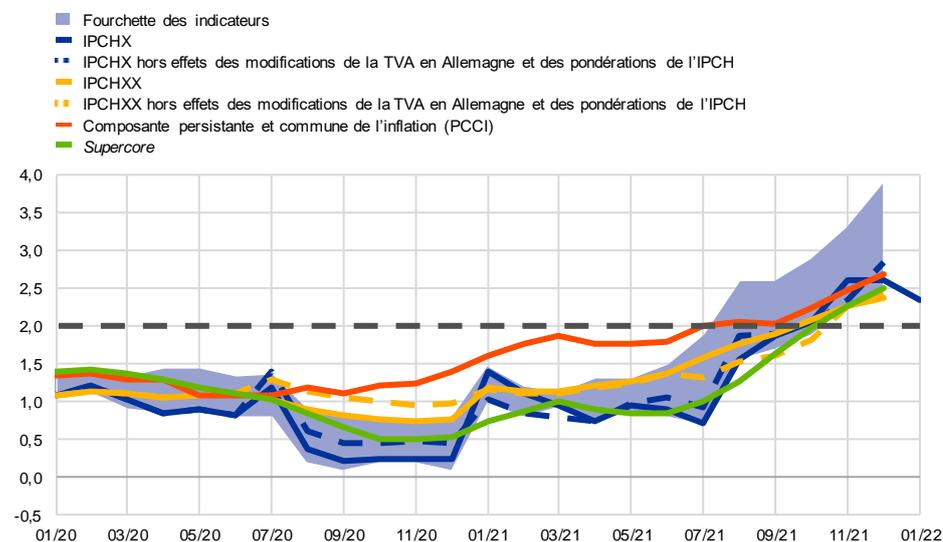
L'IPCHX a diminué en janvier, s'établissant à 2,3 %, contre 2,6 % en décembre. La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente s'est déplacée vers le haut jusqu'en décembre – dernières données disponibles. La hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure (IPCHXX) est passée de 2,1 % en octobre à 2,4 % en décembre, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), fondée sur un modèle, est passée de 2,2 % à 2,7 % sur la même période. L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes sensibles au cycle, a augmenté pour le sixième mois consécutif, et cette fois de façon notable, pour s'établir à 2,5 % en décembre, après 2,0 % en octobre. Si la fourchette entière des indicateurs de l'inflation sous-jacente s'est déplacée au-dessus de 2 %, ce mouvement reflète également les effets indirects du fort renchérissement de l'énergie et les impacts associés à la réouverture de l'économie et aux goulets d'étranglement du côté de l'offre⁶. Il n'est pas certain que ces hausses persistent, dans la mesure où il est difficile de déterminer quand les facteurs temporaires liés à la pandémie se dissiperont.

⁶ Les moyennes tronquées (qui suppriment environ 5 % ou 15 % de chaque queue de la distribution des variations de prix annuelles) sont nettement supérieures à la cible de 2 %, car certains postes de la composante énergie qui y figurent affichent actuellement des taux d'inflation très élevés. Pour de plus amples informations sur ces indicateurs et d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 10

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'IPCHXXX (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 décembre 2021 pour l'ensemble des indicateurs à l'exception de l'IPCHX, qui a été obtenu à partir de l'estimation rapide de janvier 2022.

Les tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques ont continué de s'accumuler en novembre (graphique 11).

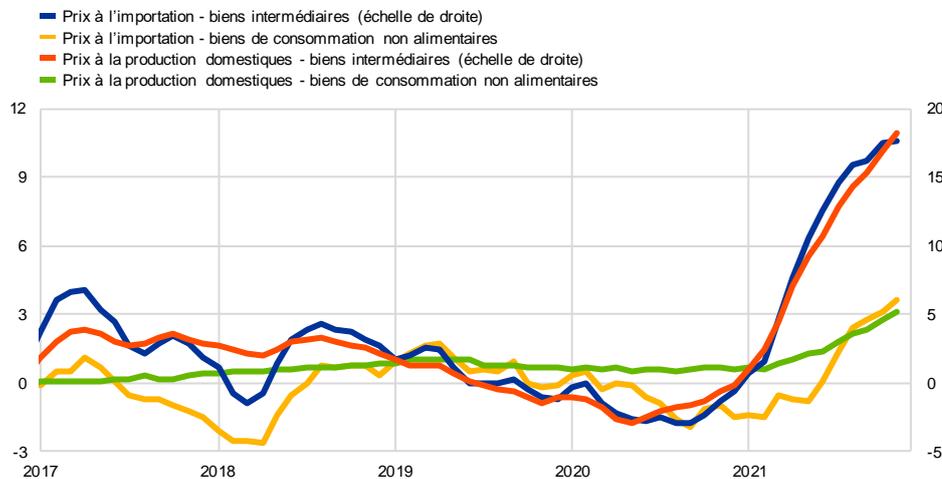
Les goulots de production conjugués aux fortes hausses des prix mondiaux des matières premières (renforcées par la dépréciation de l'euro) affectent les coûts de production des entreprises. En amont de la chaîne de production et de fixation des prix, le taux de variation annuel des prix à la production des ventes domestiques de biens intermédiaires s'est de nouveau inscrit en forte hausse. Il est passé de 16,9 % en octobre à 18,3 % en novembre, tandis que le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires est passé de 17,5 % en octobre à 17,6 % en novembre. Les tensions en amont se sont propagées en aval de la chaîne des prix : la hausse des prix à la production des ventes domestiques de biens de consommation non alimentaires a atteint un nouveau point haut historique, passant de 2,7 % en octobre à 3,1 % en novembre. En parallèle, la hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est passée de 3,2 % en octobre à 3,7 % en novembre, une augmentation probablement en partie imputable à la dépréciation de l'euro observée l'année dernière. Les résultats récents de l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises suggèrent que les prix ont été ajustés plus fréquemment que par le passé afin d'éviter une compression des marges et qu'ils continueront de s'inscrire en hausse pendant la majeure partie de 2022⁷. Toutefois, dans les circonstances actuelles de pandémie, il subsiste une incertitude considérable quant au degré de répercussion des tensions en amont sur les prix des biens de consommation.

⁷ Cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 11

Indicateurs des tensions le long de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2021.

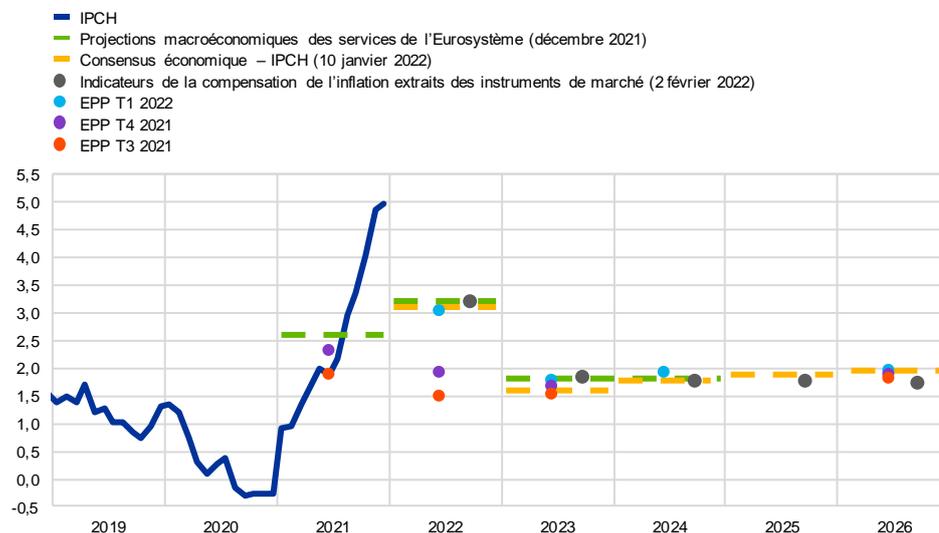
Les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation pour la zone euro sont restés globalement inchangés à moyen et à long terme, tandis que les mesures tirées des enquêtes reflétant les anticipations d'inflation à plus long terme ont légèrement augmenté début 2022. Les indicateurs de

compensation de l'inflation à long terme extraits des instruments de marché ont généralement affiché un profil d'évolution indécis au cours de la période sous revue. Par exemple, sur fond d'atonie des activités de négociation en fin d'année, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a légèrement augmenté, pour s'établir autour de 2 % au début du mois de janvier, avant de diminuer de nouveau pour s'établir à 1,84 % à la fin de la période sous revue. Cela étant, les marchés ont révisé à la hausse la valorisation des taux d'inflation en glissement annuel de la zone euro pour les mois à venir. Le fait que la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro ait dépassé les prévisions pour le sixième mois de suite en décembre 2021 peut avoir encore une fois incité les intervenants de marché à exiger une compensation de l'inflation légèrement plus élevée au cours des mois à venir. Selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2022, qui a été réalisée durant la première semaine de janvier, les anticipations d'inflation à plus long terme ont encore augmenté, s'établissant à 2,0 %, après 1,9 % et 1,8 % lors des deux campagnes précédentes. Dans le même temps, les prévisions du Consensus économique de janvier se sont établies à 1,9 % (graphique 12), sans changement par rapport à octobre 2021.

Graphique 12

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 de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2021 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 2 février 2022. L'enquête EPP de la BCE pour le premier trimestre 2022 a été réalisée entre le 7 et le 13 janvier 2022. La date d'arrêt des données incluses dans les projections était le 1^{er} décembre 2021.

5 Monnaie et crédit

La création monétaire dans la zone euro a été soutenue par les mesures mises en œuvre par les autorités et a poursuivi sa normalisation en décembre 2021, reflétant des effets de base. Les achats d'actifs de l'Eurosystème sont demeurés la première source de création monétaire. La croissance des prêts aux entreprises s'est accentuée, bénéficiant de conditions de financement favorables et de l'amélioration de la situation économique, même si les risques liés à la pandémie se sont également accrus. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, au quatrième trimestre 2021, la demande de prêts a continué d'augmenter, les critères d'octroi s'étant très légèrement durcis pour les prêts aux entreprises tandis qu'ils sont restés inchangés pour les prêts immobiliers.

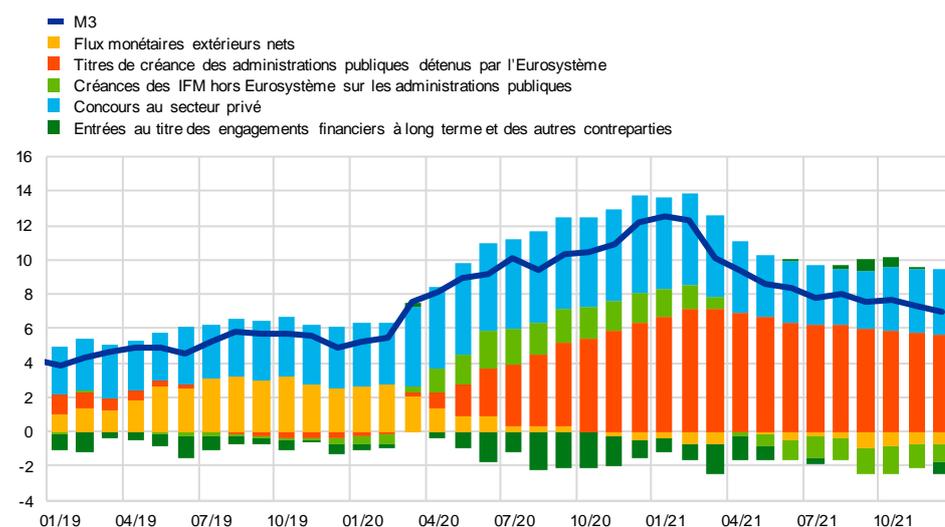
En décembre 2021, la croissance de la monnaie au sens large a continué de se modérer, tendance qui s'était amorcée début 2021. Le taux de croissance annuel de M3 a diminué pour s'établir à 6,9 % en décembre, après 7,4 % en novembre (graphique 13), affecté par un effet de base négatif lié à la hausse exceptionnelle de la liquidité en décembre 2020. Le rythme trimestriel de la croissance monétaire s'est rapproché de sa moyenne de long terme, la dynamique à court terme de M3 continuant de bénéficier du soutien significatif apporté par les mesures prises en réponse à la pandémie. S'agissant des composantes, le principal facteur de la croissance de M3 a été l'agrégat étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3. Les taux de croissance ayant continué de se modérer par rapport aux niveaux élevés observés en 2020 – la première année de la pandémie de coronavirus (COVID-19) – le taux de croissance annuel de M1 a encore baissé, revenant à 9,8 % en décembre, ce qui reflète une normalisation de la croissance des dépôts à vue. Les dépôts des entreprises ont continué d'afficher une croissance robuste, tandis que la croissance des flux de dépôts des ménages est restée inférieure à sa moyenne d'avant la pandémie pour le troisième mois consécutif. Les autres dépôts à court terme ont apporté une contribution négative à la croissance de M3, reflétant une baisse de la demande de dépôts à terme, tandis que les instruments négociables ont encore contribué positivement en raison d'une demande robuste pour les fonds d'investissement monétaires.

La création monétaire a continué d'être alimentée par les achats d'actifs de l'Eurosystème. Comme aux trimestres précédents, la contribution la plus importante à la croissance de M3 provient des achats nets de titres publics réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) (partie rouge des barres du graphique 13). La croissance de M3 a également été soutenue par une contribution plus élevée des créances sur le secteur privé (partie bleue des barres). Trois facteurs ont toutefois légèrement pesé sur la création monétaire : premièrement, les créances sur les administrations publiques ont apporté 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 poursuivies, coïncidant avec un affaiblissement du taux de change effectif de l'euro (partie jaune des barres) ; et troisièmement, les sorties au titre des autres contreparties ont été plus importantes que les entrées au titre des engagements à

long terme (partie vert foncé des barres), qui ont bénéficié des conditions favorables attachées aux opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations*, TLTRO)

Graphique 13 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 décembre 2021.

La croissance des prêts au secteur privé s'est accentuée en décembre 2021.

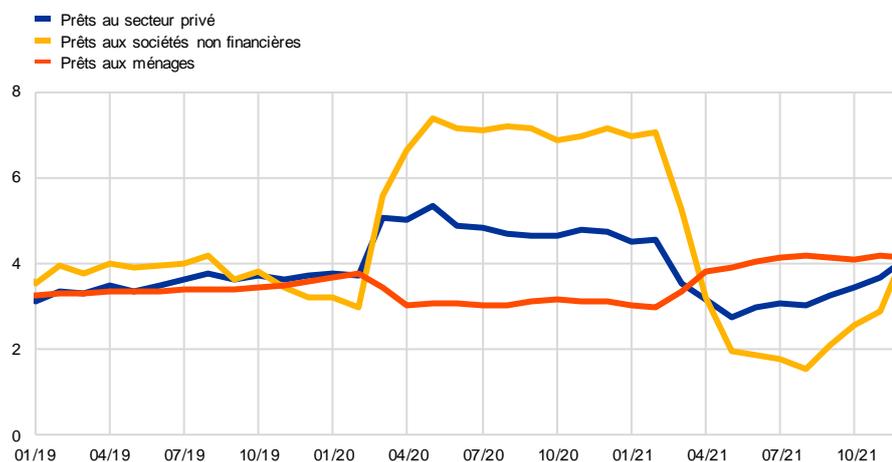
Le crédit aux entreprises et aux ménages a continué de bénéficier de conditions de financement favorables et de la poursuite de la reprise économique. La croissance des prêts au secteur privé s'est accentuée, ressortant à 4,0 % en décembre, après 3,6 % en novembre, tirée par l'activité de prêt aux entreprises et reflétant un effet de base positif (graphique 14). Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a nettement augmenté pour s'établir à 4,2 % en décembre, après 2,9 % en novembre, soutenu par une hausse des prêts tant à court terme qu'à long terme. L'augmentation des prêts à court terme s'explique par la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, la hausse des besoins en fonds de roulement étant renforcée par celle des coûts de l'énergie. En revanche, la robustesse de l'activité de prêt pour les échéances au-delà du court terme peut s'expliquer par une hausse de la demande de prêts pour financer l'investissement fixe. Dans le même temps, le taux de croissance des prêts aux ménages n'a que légèrement augmenté, s'établissant à 4,2 % en décembre (graphique 14). 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 de la reprise économique selon les pays ⁸.

Graphique 14

Prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

Selon les résultats de l'enquête de janvier 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, au quatrième trimestre 2021, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont très légèrement durcis, tandis que ceux des prêts immobiliers sont restés inchangés (graphique 15).

Compte tenu de l'appréciation globalement positive des perspectives économiques, l'évaluation par les banques du risque de crédit reste globalement favorable, malgré une augmentation des risques liés à la pandémie, en particulier ceux liés aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Les banques ont déclaré que la perception des risques a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi, tandis que leur tolérance au risque s'est traduite par un léger durcissement. En ce qui concerne les prêts immobiliers, la tolérance au risque des banques ainsi que leur coût de financement ont eu un léger effet de durcissement, alors que la perception des risques et la concurrence ont exercé une incidence globalement neutre. Pour le premier trimestre 2022, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi restent globalement inchangés pour les prêts aux entreprises et enregistrent un nouveau durcissement pour les prêts au logement consentis aux ménages.

Les banques ont déclaré que la demande de prêts avait nettement augmenté au quatrième trimestre 2021. L'augmentation de la demande de prêts émanant des entreprises – la plus importante depuis la hausse extraordinaire observée au premier semestre 2020 – s'explique par des besoins en fonds de roulement plus élevés, résultant de la reconstitution des stocks à la suite des goulets d'étranglements au niveau de l'offre, et par le financement de l'investissement à plus long terme. La nouvelle hausse de la demande de prêts des ménages au quatrième trimestre 2021

⁸ Cf. l'encadré intitulé « L'impact économique hétérogène de la pandémie sur les pays de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

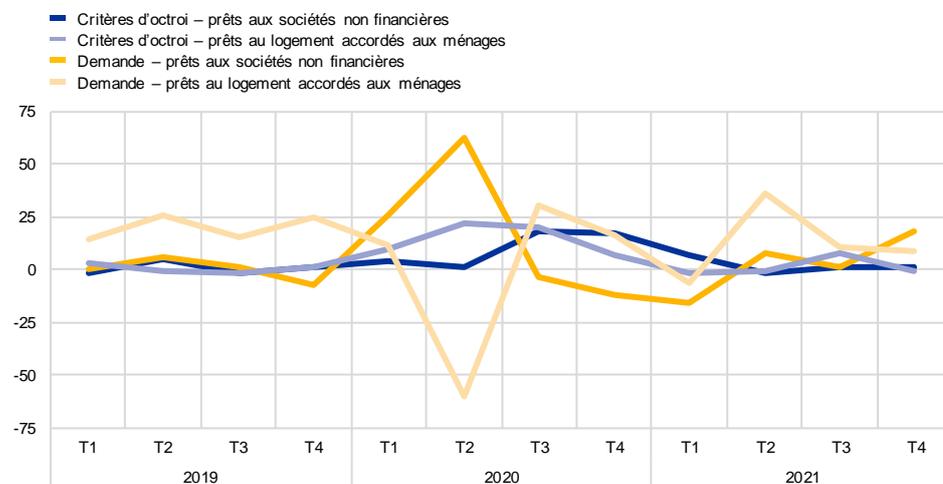
a été soutenue par une amélioration de la confiance des consommateurs et par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Pour le premier trimestre 2022, les banques anticipent une nouvelle augmentation de la demande de prêts des entreprises et de la demande de prêts au logement des ménages.

L'enquête tend également à indiquer que, dans l'ensemble, les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE ont soutenu les activités d'intermédiation du crédit des banques. Les banques de la zone euro ont indiqué que leur accès au financement de détail et au financement interbancaire avait continué de s'améliorer au quatrième trimestre 2021, alors que leur accès aux marchés monétaires, au financement par émission de titres de créance et via la titrisation était demeuré globalement inchangé. Dans le même temps, elles ont souligné la poursuite du renforcement de leurs fonds propres en 2021, en réponse aux mesures réglementaires et prudentielles, et un léger durcissement net de leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits à la consommation en raison des ratios de prêts non performants. En outre, les garanties publiques liées à la pandémie ont continué de soutenir les critères d'octroi des banques pour les prêts aux entreprises au second semestre 2021.

Graphique 15

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

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



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

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

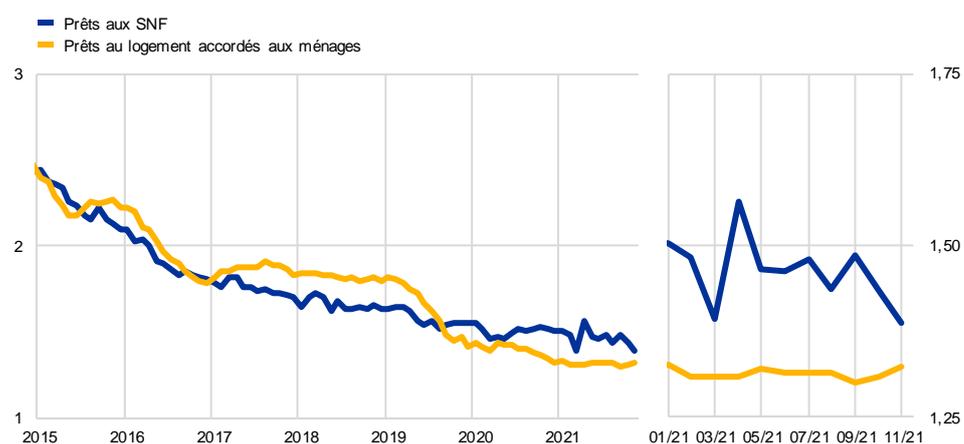
Les taux d'intérêt sur les prêts bancaires sont restés à leurs points bas historiques. En novembre 2021, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires pour les prêts aux sociétés non financières est revenu à son niveau historiquement bas de mars 2021, lorsqu'il s'était établi à 1,39 %, tandis que le taux équivalent pour les prêts au logement consentis aux ménages est demeuré globalement inchangé, à 1,32 % (graphique 16). La baisse des taux des prêts aux entreprises a été

généralisée aux plus grands pays de la zone euro. De plus, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé a de nouveau augmenté mais est resté à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la pandémie, reflétant principalement des baisses des taux appliqués aux prêts de montant élevé. On s'attend à ce que l'augmentation des rendements obligataires se transmette progressivement aux rendements de la zone euro, ce qui devrait exercer une pression à la hausse 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 des nouveaux variants de la COVID-19 sur l'économie de la zone euro.

Graphique 16

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières et aux ménages

(pourcentages annuels)



Source : BCE.

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

Encadrés

1 Évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro – une actualisation

Sofía Cuquerella Ricarte, Ramon Gomez-Salvador et Gerrit Koester

Après les niveaux très élevés déjà atteints au premier semestre 2021 par l'inflation totale aux États-Unis, l'inflation dans la zone euro a elle aussi enregistré une hausse très rapide au second semestre de l'année, demeurant toutefois très inférieure à celle observée aux États-Unis. La comparaison des évolutions de l'inflation dans les deux zones économiques pourrait permettre de séparer les facteurs idiosyncratiques de ceux liés à la position dans le cycle, en tenant compte du fait que la zone euro affiche à cet égard un retard par rapport aux États-Unis. En décembre 2021, l'inflation aux États-Unis telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) avait atteint 7,0 % (en hausse de 5,6 points de pourcentage depuis janvier 2021), alors que dans la zone euro, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établissait à 5,0 % (en hausse de 4,1 points de pourcentage depuis janvier 2021) – cf. graphique A ¹. En décembre, la hausse des prix de l'énergie a contribué pour 2,2 points de pourcentage à l'inflation totale aux États-Unis et pour 2,5 points de pourcentage à celle dans la zone euro, représentant ainsi la moitié environ de l'inflation totale dans la zone euro et environ un tiers de celle aux États-Unis ce même mois ². En janvier 2022, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale dans la zone euro a encore légèrement augmenté pour s'inscrire à 5,1 %.

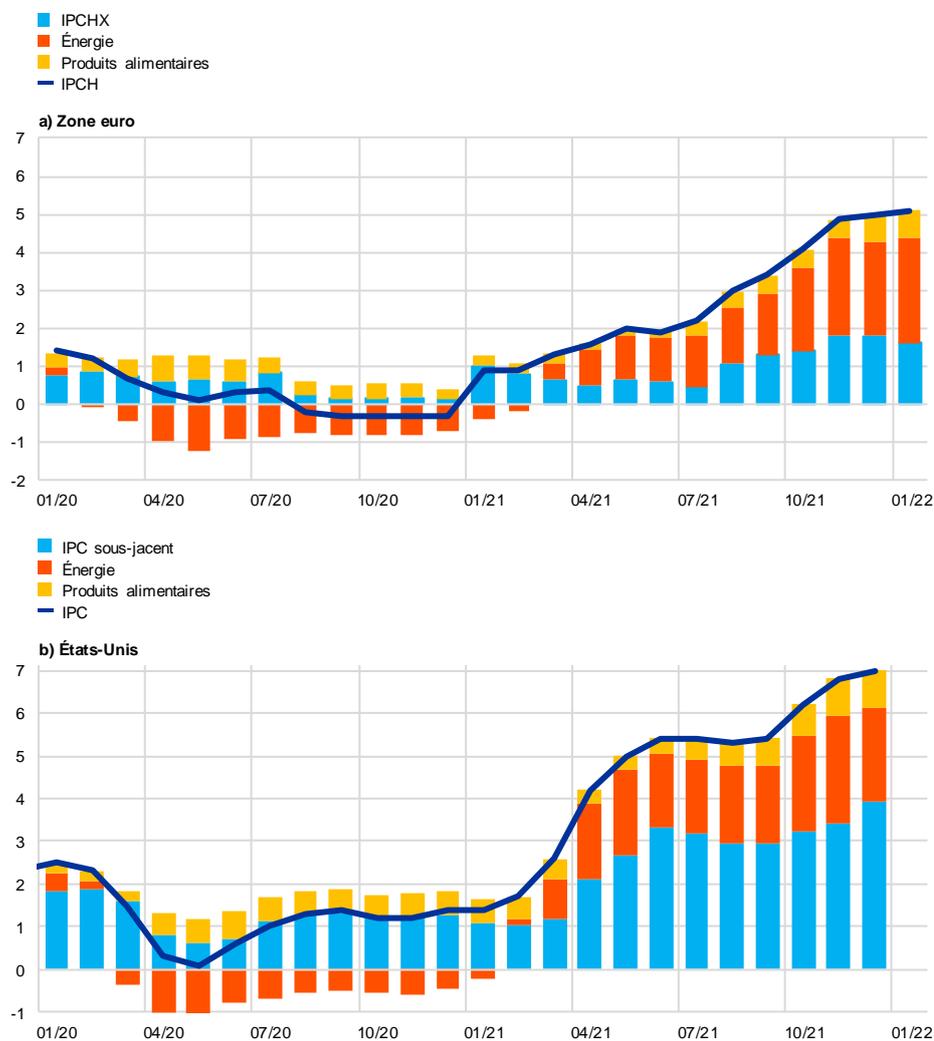
¹ Afin de faciliter la comparaison avec la zone euro, cet encadré analyse plus spécifiquement les évolutions de l'inflation mesurée par l'IPC aux États-Unis, plutôt que celles de l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages (*Personal Consumption Expenditures*, PEC). Bien qu'un indicateur de l'inflation mesurée par l'IPCH soit également disponible pour les États-Unis, l'IPC offre un degré plus élevé de détail pour l'analyse.

² Pour une analyse des évolutions jusqu'en août 2021, cf. l'encadré intitulé « [Comparaison des évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

Graphique A

Inflation totale

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



Sources : US Bureau of Labor Statistics et calculs des services de la BCE.

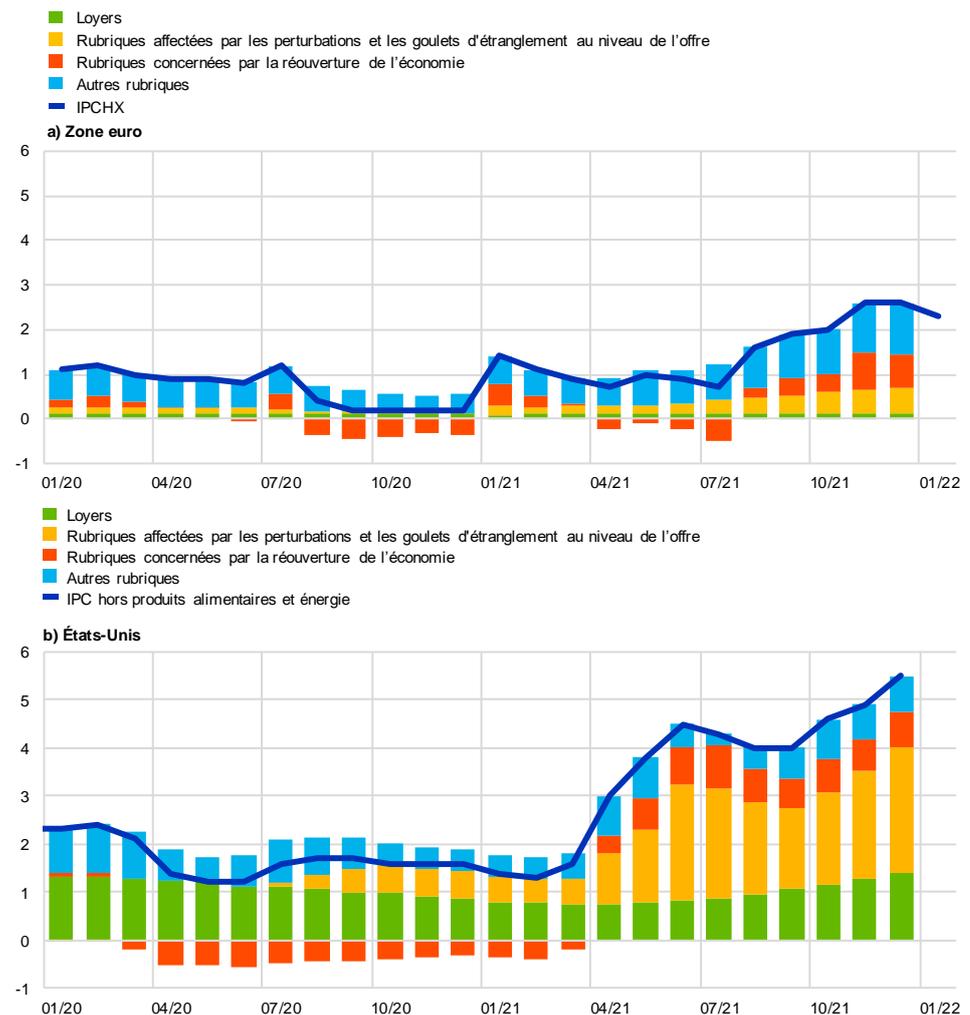
Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2021 pour les États-Unis et à janvier 2022 (estimation rapide) pour la zone euro.

La différence dans les évolutions de l'inflation totale résulte pour l'essentiel de l'augmentation beaucoup plus forte de l'inflation hors énergie et produits alimentaires (avec un point de départ plus élevé) aux États-Unis que dans la zone euro. Dans la zone euro, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a commencé à augmenter au second semestre 2021 pour s'établir à 2,6 % en décembre, soit 1,4 point de pourcentage de plus que le niveau d'avant la crise (1,2 %) enregistré en février 2020. Aux États-Unis, en revanche, l'inflation mesurée par l'IPC hors produits alimentaires et énergie, qui était beaucoup plus élevée avant la pandémie (à 2,4 % en février 2020), a commencé à augmenter fortement dès avril 2021 et s'est encore nettement accrue (de 3,1 points de pourcentage) pour s'établir à 5,5 % en décembre 2021 (graphiques A et B). La hausse de l'IPCHX dans la zone euro au second semestre 2021 est due en partie à des effets de base résultant de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne au second

semestre 2020. Sans ce facteur temporaire, la hausse de l'IPCHX dans la zone euro aurait été inférieure de 0,2 point de pourcentage environ chaque mois du second semestre 2021 – aboutissant à une différence encore plus marquée de l'inflation hors énergie et produits alimentaires entre la zone euro et les États-Unis. En janvier 2022, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a diminué pour s'établir à 2,3 %.

Graphique B Inflation hors produits alimentaires et énergie

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



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les rubriques affectées par les perturbations et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre comprennent les voitures neuves, les voitures d'occasion, les pièces détachées et les accessoires pour les moyens de transport personnels ainsi que l'ameublement et l'équipement des ménages (y compris électronique). Les rubriques concernées par la réouverture de l'économie recouvrent l'habillement et la chaussure ; les loisirs et la culture ; les services de loisirs ; les hôtels/motels ; et les prix des vols intérieurs et internationaux. Les loyers recouvrent les loyers effectivement payés par les locataires – et pour les États-Unis les loyers imputés également dans le cas des logements occupés par leur propriétaire. La dernière observation se rapporte à décembre 2021 pour les États-Unis et à janvier 2022 (estimation rapide) pour la zone euro.

Les rubriques concernées par les perturbations et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ainsi que par la réouverture de l'économie sont des déterminants importants de l'inflation hors produits alimentaires et énergie dans la zone euro et aux États-Unis. Comme l'illustre le graphique B, les loyers,

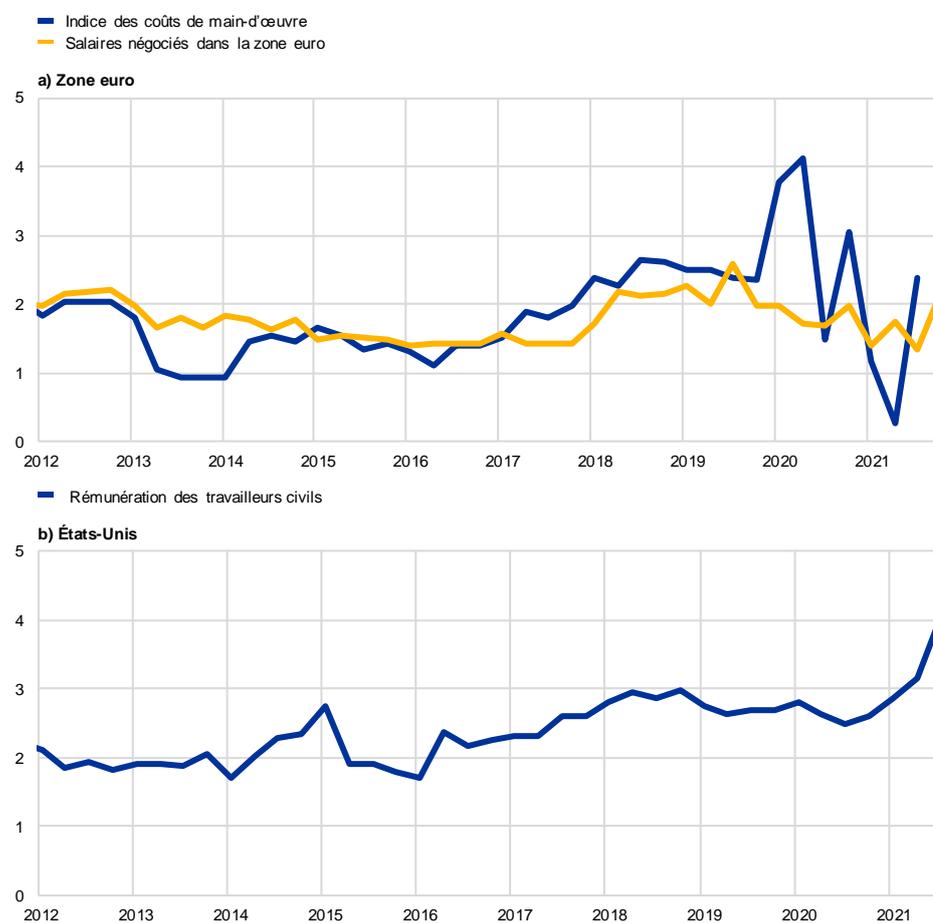
qui contribuent dans une plus grande mesure à l'inflation aux États-Unis, sont un facteur important des différences entre les États-Unis et la zone euro en matière d'inflation hors produits alimentaires et énergie. Cela est lié en partie au fait que les loyers ont enregistré une hausse nettement plus marquée aux États-Unis, mais cela reflète également la plus grande part des loyers dans le panier de consommation des ménages américains, qui inclut non seulement les loyers effectifs mais également les loyers imputés dans le cas des logements occupés par leur propriétaire. Si l'impact des loyers peut permettre d'expliquer les différences de niveau de l'inflation entre la zone euro et les États-Unis, y compris avant la pandémie, le niveau élevé de l'inflation hors produits alimentaires et énergie observé récemment résulte essentiellement des perturbations et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre ainsi que des effets liés à la réouverture de l'économie. Les goulets d'étranglement au niveau de la chaîne d'approvisionnement ont particulièrement affecté les prix des voitures d'occasion et des voitures neuves, et des pièces automobiles, ainsi que de l'ameublement et de l'équipement des ménages. Aux États-Unis, les prix relatifs à ce groupe de rubriques ont fortement augmenté au deuxième trimestre 2021 et, après un bref recul, se sont de nouveau inscrits en hausse au dernier trimestre 2021. En particulier, les prix des voitures d'occasion ont représenté à eux seuls 1,6 point de pourcentage environ de l'inflation mesurée par l'IPC hors produits alimentaires et énergie en décembre. Dans l'ensemble, les rubriques affectées par les perturbations et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont contribué à hauteur de 2,6 points de pourcentage au taux de croissance annuel de l'inflation mesurée par l'IPC sous-jacent aux États-Unis en décembre (graphique D), alors que la contribution mensuelle moyenne de cet agrégat de rubriques avait été légèrement négative en 2015-2019. Dans la zone euro, le rôle de cet agrégat s'est également accru – mais sa contribution mensuelle à l'inflation mesurée par l'IPCHX est restée comprise entre 0,5 et 0,6 point de pourcentage environ jusqu'en décembre 2021 et, donc, substantiellement moins élevée qu'aux États-Unis (graphique B). En outre, les prix de certains biens et services ont rebondi sous l'effet de la réouverture de l'économie, leurs niveaux retrouvant, voire dépassant, les niveaux d'avant la crise. Aux États-Unis, ce rebond est visible dans les prix des vêtements et, côté services, dans les prix des services liés aux voyages et aux transports, qui ont tous fortement augmenté après l'assouplissement des mesures d'endiguement. Cette évolution a contribué de manière substantielle à l'inflation mesurée par l'IPC sous-jacent au deuxième trimestre 2021 et est demeurée significative au dernier trimestre, s'établissant autour de 0,7-0,8 point de pourcentage en rythme annuel (par rapport à une contribution historique de 0,04 point de pourcentage). Dans la zone euro, la contribution de ces effets liés à la réouverture a commencé à augmenter à partir de la fin de l'été seulement – en partie du fait de la levée plus tardive des mesures d'endiguement – mais au cours des derniers mois, son ampleur a été analogue à celle de la contribution observée aux États-Unis.

S'agissant des déterminants sous-jacents des évolutions de l'inflation, les États-Unis sont plus avancés dans le cycle d'activité que la zone euro et le marché du travail aux États-Unis s'est tendu, ce qui a commencé à se refléter dans des pressions à la hausse sur les salaires. Aux États-Unis, le PIB en volume avait déjà dépassé son niveau d'avant la crise au deuxième trimestre 2021

– tandis que dans la zone euro, le PIB a atteint son niveau d’avant la crise au quatrième trimestre 2021 seulement. Aux États-Unis, les tensions sur le marché du travail se sont nettement accentuées ces derniers mois et l’indice du coût de l’emploi pour les travailleurs civils (*civilian workers*) a enregistré une hausse relativement importante (graphique C). Cela contraste avec la zone euro où, jusqu’à présent, la croissance des salaires – mesurée par les salaires négociés ou, par exemple, par l’indice du coût de main-d’œuvre – est demeurée relativement modérée. Il convient de garder à l’esprit que les indicateurs salariaux sont biaisés par les effets de la crise, y compris par le rôle important des dispositifs de maintien de l’emploi, en particulier dans la zone euro, ce qui complique leur interprétation.

Graphique C Évolutions des salaires et des coûts de main-d’œuvre

(variations annuelles en pourcentage, ratio, part des participants à l’enquête)



Sources : US Bureau of Labor Statistics, NBER, BCE, Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte à octobre 2021. Pour les États-Unis, les travailleurs civils comprennent les travailleurs dans l’économie privée non agricole, à l’exception de ceux employés par des ménages privés, ainsi que les travailleurs du secteur public, à l’exception de l’administration fédérale. Les indicateurs relatifs aux salaires sont biaisés par les effets de la crise, ce qui complique leur interprétation.

Au cours des derniers trimestres, les surprises à la hausse ressortant des publications de données relatives à l’inflation ont continué d’être plus importantes pour les États-Unis que pour la zone euro. Les prévisions du Consensus économique, produites selon une fréquence mensuelle (graphique D,

partie a), montrent que, ces derniers mois, les évolutions de l'inflation ont été plus élevées que prévu dans la zone euro et encore davantage aux États-Unis. Pour l'avenir, d'après les dernières prévisions mensuelles du Consensus économique, publiées en janvier 2022, l'inflation totale va rester élevée sur la majeure partie de 2022, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro. Dans l'ensemble, l'inflation totale aux États-Unis – supérieure à 2 % avant le début de la pandémie – devrait rester bien plus longtemps supérieure à 2 % que dans la zone euro (graphique D, parties a et b).

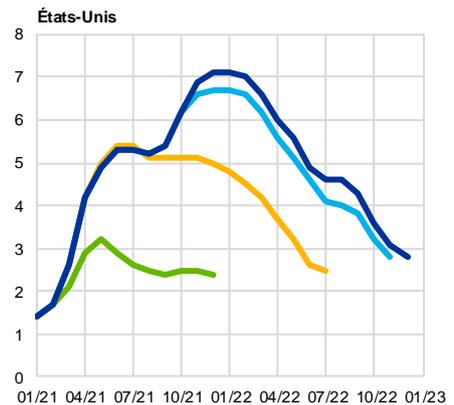
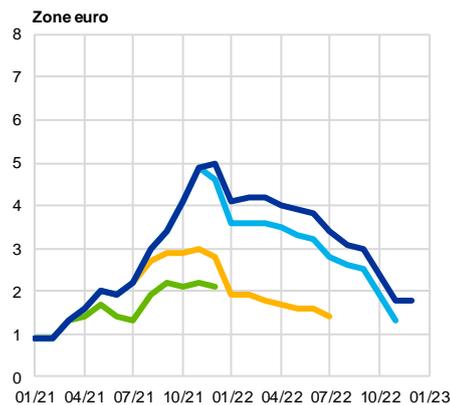
Graphique D

Anticipations d'inflation tirées des enquêtes du Consensus économique relatives à l'inflation mesurée par l'IPC total aux États-Unis et à l'inflation mesurée par l'IPCH total dans la zone euro

a) Prévisions d'inflation mensuelles

(variations annuelles en pourcentage)

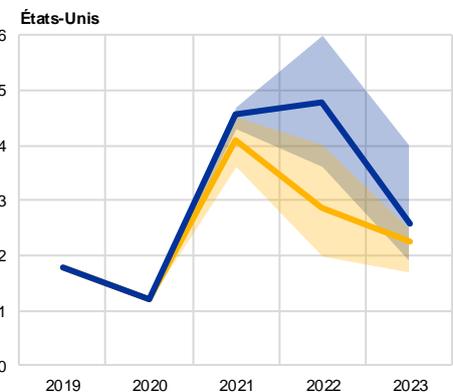
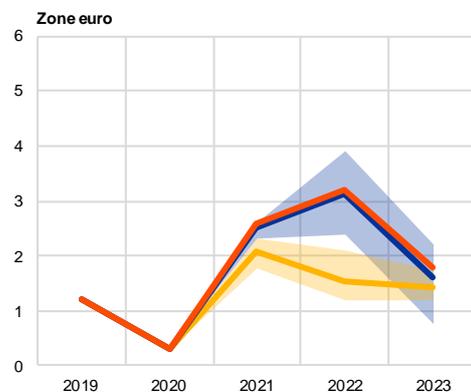
- Mars 2021
- Août 2021
- Décembre 2021
- Janvier 2022



b) Prévisions d'inflation annuelles

(variations annuelles en pourcentage)

- Prédiction moyenne du Consensus économique, août 2021
- Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2021
- Prédiction moyenne du Consensus économique, janvier 2022



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

Note : Dans la partie b, les zones ombrées bleues et jaunes correspondent aux fourchettes de prévision incluses dans les enquêtes du Consensus économique.

Pour l'avenir, le degré d'incertitude entourant les perspectives d'inflation semble être beaucoup plus élevé pour les États-Unis que pour la zone euro.

D'après les dernières prévisions du Consensus économique publiées en janvier 2022, l'inflation totale dans la zone euro se situera à 3,1 % en 2022 et à 1,6 % en 2023. Ces prévisions sont globalement conformes aux projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une inflation annuelle dans la zone euro de 3,2 % en 2022 et de 1,8 % en 2023 et en 2024. La fourchette des prévisions annuelles du Consensus économique, qui peut être considérée comme une mesure de l'incertitude, est particulièrement large pour 2022 et légèrement plus étroite pour 2023. Pour 2023, les prévisions annuelles de la campagne d'enquête de janvier 2022 du Consensus économique tablent sur une inflation comprise entre 0,8 % et 2,2 % dans la zone euro, tandis qu'aux États-Unis toutes les prévisions se situent dans une fourchette comprise entre 1,9 % et 4 %, et un seul prévisionniste prévoit une inflation inférieure à 2 %. Ce niveau plus élevé d'inflation aux États-Unis peut être lié aux différences par rapport à la zone euro en termes de sous-utilisation des capacités productives et de tensions sur le marché du travail, donnant lieu à de plus fortes pressions salariales aux États-Unis. Dans le même temps, la pandémie est une situation unique qui comporte des différences considérables par rapport aux évolutions de l'inflation en temps « normal » ; ces différences nécessitent un suivi attentif et accentuent l'incertitude qui entoure les perspectives d'inflation aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro.

2 Comment des perturbations durables des chaînes d'approvisionnement pourraient affecter la production potentielle de la zone euro

Julien Le Roux

Cet encadré analyse les effets potentiels à long terme que les pénuries actuelles au niveau de l'offre pourraient exercer sur la croissance de la production potentielle dans la zone euro. Si au début, elles ont été supposées de courte durée et spécifiques à certains produits (comme les microprocesseurs) ou à certains pays (comme les pays à forte intensité de production manufacturière), les pénuries au niveau de l'offre se sont accumulées au fil du temps. En fonction de la persistance des perturbations des chaînes de valeur mondiales, les entreprises pourraient envisager des changements de fournisseurs, de voies de transport, de lieux de production et, plus globalement, de chaînes d'approvisionnement. Si cela se produisait, les secteurs qui ont largement bénéficié de l'exposition internationale et de la mondialisation en termes de croissance de la productivité pourraient enregistrer un recul de la productivité globale des facteurs (PGF) tendancielle. Toutes choses égales par ailleurs, cela pourrait entraîner une baisse tendancielle de la croissance de la production potentielle pour les pays les plus touchés.

Ni la théorie économique ni les données empiriques ne fournissent de conclusions claires sur les effets à long terme que les pénuries au niveau de l'offre sont susceptibles d'exercer sur les entreprises qui restructurent leur chaîne d'approvisionnement. D'une part, les entreprises ne seraient prêtes à supporter le coût élevé de la mise en place de nouvelles chaînes d'approvisionnement mondiales que si elles considéraient les pénuries au niveau de l'offre suffisamment durables pour justifier une telle dépense. Il ressort des données tirées d'enquêtes que, jusqu'à présent, les chefs d'entreprise n'ont pas prévu de modifications importantes à long terme de leurs chaînes d'approvisionnement. Cela étant, les évolutions récentes des chaînes de valeur pourraient les obliger à revoir leur opinion à ce sujet ¹. D'autre part, une modification substantielle de la géographie des chaînes d'approvisionnement pourrait avoir lieu dans la mesure où des perturbations persistantes de ces chaînes sont inévitablement très coûteuses pour les entreprises. Les difficultés que présente un tel processus de réorganisation pourraient s'accroître si la pandémie accentuait le protectionnisme et la démondialisation. Pour une entreprise, réorganiser ses chaînes d'approvisionnement est *in fine* une question d'arbitrage entre le coût d'une relocalisation et celui de

¹ Lorsqu'on les interroge sur la persistance de contraintes d'offre, près de 45 % des entreprises non financières prévoient des goulets d'étranglement d'une durée inférieure à un an, tandis que plus de 30 % d'entre elles anticipent que ces pénuries persisteront au-delà d'une année. L'incertitude se reflète dans les 25% qui n'ont pas répondu. (Cf. l'encadré intitulé « [Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021. Pour plus de détails sur ce sujet, cf. « [Global Trade Report – Battling Out of Supply-Chain Disruptions](#) », Allianz Research, Euler Hermes, 2021.

perturbations persistantes de l'offre, qui peuvent se révéler l'un comme l'autre très élevés et difficiles à anticiper ².

La zone euro étant étroitement intégrée dans les chaînes de valeur mondiales, les perturbations actuellement observées et les possibles réorganisations de l'offre revêtent une importance cruciale pour les économies de la zone.

L'implication des pays de la zone euro dans les chaînes de production transfrontières reste considérable et leur participation aux chaînes de valeur mondiales est relativement importante par rapport à la plupart des autres économies, y compris la Chine et les États-Unis ³. Dans la zone euro, des degrés de participation différents à la chaîne de valeur et des positions variées au sein de celle-ci impliquent une hétérogénéité des effets de la pandémie de coronavirus (COVID-19) selon les pays, les grandes économies ayant tendance à se situer plus en amont de la chaîne de production mondiale que les petits pays. Dans les économies situées en amont, l'impact des chaînes de valeur mondiales sur la PGF et la production potentielle dépend des gains d'efficacité réalisés en divisant les tâches selon le principe de l'avantage comparatif. À l'inverse, les petits pays de la zone euro, par exemple certains pays d'Europe orientale, se situent généralement plus en aval et dépendent largement des chaînes de valeur mondiales pour l'adoption de la technologie et la croissance de la PGF. Il convient également de noter que les chaînes de valeur de la zone euro sont la plupart du temps régionales, ce qui les rend un peu moins sensibles aux chocs non européens ⁴.

Il est important de déterminer si les pénuries actuelles sont susceptibles de constituer une évolution structurelle des chaînes de valeur mondiales.

La participation aux chaînes de valeur mondiales a fortement augmenté au début des années 2000, avant de fléchir temporairement en 2009. Puis, l'année suivante, elle a renoué avec ses niveaux d'avant la crise. Ces dernières années, la participation aux chaînes de valeur mondiales s'est stabilisée (graphique A). Depuis le début de la pandémie de coronavirus, des éléments indiquent que les entreprises se réorganisent et revoient leurs chaînes de valeur, un phénomène essentiellement ponctuel qui ne s'est pas généralisé pour l'instant ⁵. Cela étant, les effets à long terme de la pandémie sur les échanges commerciaux et les chaînes de valeur demeurent très incertains. On ne sait toujours pas si la pandémie a mis un terme à

² Pour plus de détails sur ces deux aspects du débat, cf. Antràs (P.), « *De-globalisation? Global Value Chains in the post-COVID-19 age* » et Lund (S.), « *De-globalisation? The Recent Slowdown of Global Trade and Prospects for Future Rebalancing* » in « *Central Banks in a Shifting World* », compte-rendu du Forum de la BCE sur les activités de banque centrale 2020, BCE, novembre 2020, p. 28-89.

³ La participation aux chaînes de valeur mondiales est un indicateur couramment utilisé qui mesure le degré d'intégration aux chaînes de valeur. La position d'un pays dans les chaînes de valeur peut être qualifiée de position en amont (en aval) si le contenu étranger de la production de ce pays est plus (moins) important que les intrants qu'il fournit aux autres économies. Pour des définitions supplémentaires, cf. « *The impact of global value chains on the euro area economy* », *Occasional Paper Series*, n° 221, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2019.

⁴ Cf. Cigna (S.), Gunnella (V.) et Quaglietti (L.), « *Global value chains: measurement, trends and drivers* », *Occasional Paper Series*, n° 289, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2022.

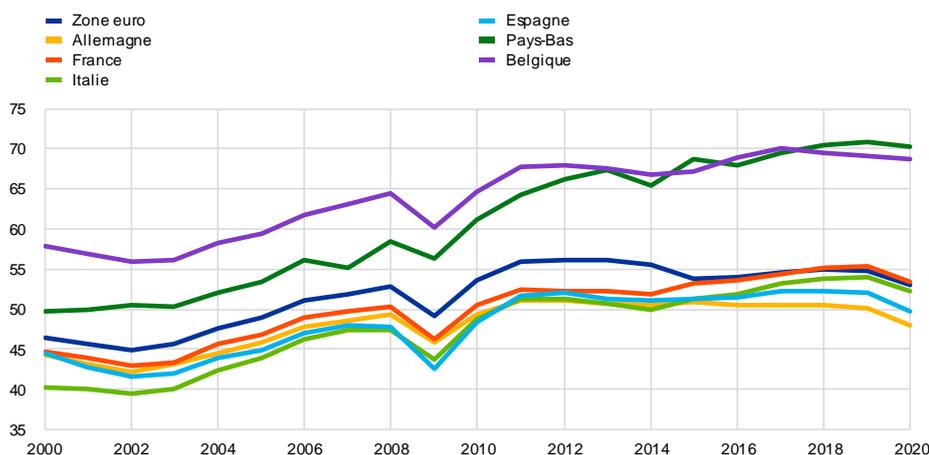
⁵ Ainsi, au début de la pandémie, la ruée vers les équipements de protection individuels a entraîné une relocalisation de la production dans les pays européens aussi soudaine qu'éphémère. Autre exemple, l'entreprise IKEA® envisage de déplacer en Turquie une partie de sa production destinée au marché européen. (Cf. « *IKEA to shift more production to Turkey to shorten supply chain* », Reuters, octobre 2021.) Les entreprises du secteur textile auraient la même intention. (Cf. « *Hugo Boss moves production closer to home to shorten supply chain* », *Financial Times*, décembre 2021.)

la période de stagnation prolongée du niveau de participation aux chaînes de valeur mondiales, en conduisant à un nouveau fléchissement ⁶.

Graphique A

Participation aux chaînes de valeur mondiales dans les principaux pays de la zone euro

(en pourcentage des exportations brutes)



Source : Calculs des services de la BCE à partir de la base de données WIOD (*World Input-Output Database*, cf. : www.wiod.org).
Notes : La participation aux chaînes de valeur mondiales est mesurée comme la part, dans les exportations brutes, de la somme : (a) de la valeur ajoutée domestique contenue dans les exportations des pays tiers (participation aux chaînes de valeur mondiales en aval) ; et (b) de la valeur ajoutée étrangère dans les exportations domestiques (participation aux chaînes de valeur mondiales en amont). Les dernières données extraites de la base de données WIOD se rapportent à 2014. À partir de 2015, la participation aux chaînes de valeur mondiales est estimée à l'aide de la régression sur un petit échantillon de la croissance de la participation aux chaînes de valeur mondiales rapportée à l'ouverture commerciale (mesurée en volume par la somme des importations et des exportations en pourcentage du produit intérieur brut). Cette estimation est calculée pour la période 2000-2014 pour les six principaux pays de la zone euro, avec des effets fixes par pays. Les coefficients de régression sont statistiquement significatifs au niveau de 1 %.

L'effet des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur la croissance potentielle dépendra vraisemblablement de la durée de ces perturbations.

En théorie, si elles sont temporaires, les perturbations des chaînes d'approvisionnement ne devraient pas affecter la croissance potentielle de la zone euro. Des pénuries temporaires de produits ou de main-d'œuvre conduisent à une diminution de l'utilisation des capacités de production par les entreprises, qui affectera à son tour la composante cyclique de la PGF ⁷. La tendance de la PGF n'est affectée que si les pénuries incitent les producteurs à modifier leurs chaînes d'approvisionnement, même si le caractère positif ou négatif de l'effet économique global fait encore débat. La relocalisation de la production et le raccourcissement de la chaîne d'approvisionnement devraient réduire la croissance potentielle, les processus de production mondiaux reflétant vraisemblablement une allocation des

⁶ Les événements passés, quoique limités en nombre, peuvent apporter un éclairage sur la situation actuelle. Par exemple, le séisme qui a eu lieu au Japon en 2011 n'a entraîné ni relocalisations, que ce soit dans le pays concerné ou dans un pays proche, ni diversification de grande ampleur. (cf. Freund (C.), Mattoo (A.), Mulabdic (A.), Ruta (M.), « *Natural Disasters and the Reshaping of Global Value Chains* », *Policy Research Working Papers*, n° 9719, Banque mondiale, Washington, DC, juin 2021) Pourtant, au début, on a pu brièvement penser que le séisme aurait ce genre d'effet. (Cf. « *Interconnected Economies: Benefiting from GVCs – Synthesis Report* », Éditions de l'OCDE, 2013.) Il convient toutefois de noter que, à l'inverse de la situation actuelle, les chocs affectant les chaînes d'approvisionnement mondiales ont eu tendance à se concentrer dans certaines zones géographiques et/ou sur certains secteurs.

⁷ Pour le lien entre la productivité globale des facteurs et l'utilisation des capacités de production, cf., par exemple, Planas (C.), Roeger (W.), Rossia (A.), « *The information content of capacity utilization for detrending total factor productivity* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, volume 37, n° 3, mars 2013, p. 577-590.

ressources plus efficace qui bénéficie des avantages comparatifs entre les pays. Des perturbations durables des chaînes d'approvisionnement peuvent également obliger les entreprises à revoir ou différer leurs plans d'investissement et donc à modifier l'évolution de leur stock de capital. D'autre part, les entreprises internationales peuvent reconfigurer et optimiser leurs chaînes de valeur mondiales. La capacité de résistance accrue qui résulte du raccourcissement des chaînes d'approvisionnement et de l'accès local aux biens stratégiques, dopée par la numérisation, l'adoption du commerce électronique, de la vidéoconférence et des robots, pourrait relancer les flux commerciaux, modifier de manière structurelle leur composition (en faveur des services) et, au final, exercer un impact positif sur la tendance de la PGF ⁸.

Un rapide calcul à l'aide des élasticités passées entre la participation aux chaînes de valeur mondiales et la croissance de la PGF suggère que l'impact exercé sur la production potentielle par les pénuries actuellement observées au niveau de l'offre serait limité. Si les goulets d'étranglement du côté de l'offre persistent dans le temps et ne sont pas temporaires, comme supposé actuellement dans l'exercice global de projection macroéconomique de l'Eurosystème de décembre 2021 ⁹, la production potentielle de la zone euro pourrait être affectée négativement. L'effet estimé d'une possible réorganisation des chaînes de valeur mondiales sur la PGF est fondé sur une étude récente qui souligne le lien entre l'évolution de la participation aux chaînes de valeur mondiales et la croissance de la PGF ¹⁰. On suppose qu'une réorganisation des chaînes de valeur mondiales aurait un impact négatif, principalement via la PGF. Pour illustrer les effets d'une éventuelle relocalisation, nous proposons deux scénarios défavorables.

Nous analysons deux scénarios fondés sur le fléchissement des échanges commerciaux : d'une part celui qui devrait découler de la crise du coronavirus et d'autre part celui observé pendant la grande crise financière. Dans le premier scénario, nous estimons l'impact de la crise du coronavirus sur les échanges commerciaux dans la zone euro à l'aide du ratio d'ouverture commerciale ¹¹. Bien qu'il s'agisse d'un concept légèrement différent, l'ouverture commerciale constitue une approximation valide d'un point de vue empirique et rapide à obtenir de la

⁸ Cf. Baldwin (R.), Freeman (R.), « *Risks and Global Supply Chains: What We Know and What We Need to Know* », *Working Paper Series*, n° 29444, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA, octobre 2021.

⁹ Cf. « *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2021* », BCE, Francfort-sur-le-Main, 16 décembre 2021.

¹⁰ Cf. Chiacchio (F.), Gradeva (K.), Lopez-Garcia (P.), « *The post-crisis TFP growth slowdown in CEE countries: exploring the role of Global Value Chains* », *Working Paper Series*, N° 2143, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2018.

¹¹ Nous choisissons de fonder l'ampleur du choc sur l'ouverture commerciale plutôt que sur la participation aux chaînes de valeur mondiales, car les dernières données relatives à celle-ci s'arrêtent en 2014. Toutefois, le lien entre les deux notions est fort : nous estimons, sur la base d'un panel, une élasticité de 0,6 entre l'ouverture commerciale et la croissance de la participation aux chaînes de valeur mondiales pour la période 2000-2014. L'estimation est calculée pour les six principaux pays de la zone euro, avec des effets fixes par pays. Les coefficients de régression sont statistiquement significatifs au niveau de 1 %.

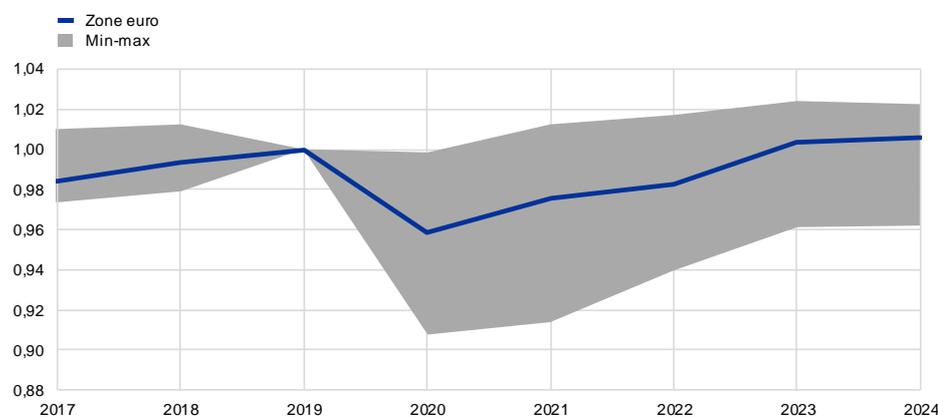
participation aux chaînes de valeur mondiales¹². Dans ce scénario, nous nous écartons de l'hypothèse d'un redressement de l'ouverture commerciale sur l'horizon de projection (comme supposé dans le BMPE de décembre 2021) et faisons plutôt l'hypothèse que la participation aux chaînes de valeur mondiales est affectée de façon permanente et proportionnelle à la diminution de l'ouverture commerciale observée en 2021 et par rapport au niveau anticipé dans le BMPE de décembre 2019 (graphique B). Cela représente un écart de – 0,6 % de l'ouverture commerciale dans la zone euro, avec une forte hétérogénéité entre les pays (graphique B). Le second scénario se fonde directement sur la participation aux chaînes de valeur mondiales et fait l'hypothèse d'une baisse permanente de la participation équivalente à la moitié du choc observé pendant la grande crise financière. Dans ce cas, cela représente une baisse de 1,8 point de pourcentage de la participation de la zone euro aux chaînes de valeur mondiales. L'hétérogénéité des chocs selon les pays est moins forte dans le second scénario que dans le premier. Cela tient à la plus grande homogénéité de la baisse des échanges commerciaux entre les différents pays de la zone euro pendant la grande crise financière.

Graphique B

Ouverture commerciale dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone euro

Ratio projections de décembre 2021/projections de décembre 2019

(indice)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des BMPE de décembre 2019 et 2021.

Notes : La zone grise correspond aux valeurs minimales et maximales des principaux pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande) qui sont soumis à une volatilité de la révision de leurs comptes nationaux annuels moins élevée que les autres pays. Le BMPE pour décembre 2019 a été prolongé pour 2023 et 2024, en faisant l'hypothèse que les taux de croissance pour les échanges commerciaux et le PIB sont les mêmes que ceux prévus pour 2022.

Dans les deux scénarios, l'effet de la baisse de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur la production potentielle est d'ampleur limitée. Dans les deux scénarios, les élasticités, telles que calculées dans un document de travail de

¹² Utiliser le ratio d'ouverture commerciale comme indicateur de la participation aux chaînes de valeur mondiales nous permet d'avoir un scénario contrefactuel, à savoir la projection établie par l'Eurosystème en décembre 2019. Il est toutefois possible qu'en raison de plusieurs facteurs (la normalisation des échanges commerciaux après le choc lié au coronavirus, la reconstitution des stocks, etc.), cet outil de prévision des chaînes de valeur mondiales soit moins précis dans la situation actuelle qu'en temps normal.

la BCE en 2018 ¹³, sont appliquées afin d'obtenir l'effet sur la PGF. On prend comme hypothèse que l'effet des chocs est pour moitié permanent et passe donc pour moitié dans la tendance. En conséquence, la PGF tendancielle subirait une perte comprise entre – 0,1 et – 0,3 point de pourcentage dans la zone euro. La production potentielle subirait un recul comparable. Cela représente un impact limité dans un contexte où la PGF tendancielle pour la zone euro devrait augmenter sur la période 2021-2023, en termes cumulés, de 2,1 % selon les prévisions économiques de l'automne 2021 de la Commission européenne. Cette estimation masque une certaine hétérogénéité entre les pays (tableau A). Pour certains pays, un impact plus négatif sur la PGF et sur la production potentielle pourrait se matérialiser si les échanges commerciaux devaient être durablement affectés par la pandémie.

Tableau A

Impact d'une inversion de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur le niveau de la tendance de la PGF

(en points de pourcentage)

	Zone euro	Allemagne	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Scénario 1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,3	-0,2
Scénario 2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Dans l'ensemble, les ordres de grandeur des deux scénarios sont assez comparables entre les différents pays. Toutefois, dans le scénario 1, la France constitue un cas à part. Cela tient à la faiblesse persistante des échanges commerciaux en France depuis le début de la crise du coronavirus, liée aux spécialisations sectorielles de ce pays. (Cf. Berthou (A.) et Gaulier (G.), « Les exportations françaises en 2020 : l'aérodépendance », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, août 2021.)

¹³ Cf. Chiacchio (F.), Gradeva (K.), Lopez-Garcia (P.), *op. cit.*

3 Dynamisme de la productivité des entreprises dans la zone euro

Rodrigo Barrela, Vasco Botelho et Paloma Lopez-Garcia

Le présent encadré examine comment les évolutions des entreprises le long de la distribution de la productivité au fil du temps affectent la croissance de la productivité agrégée¹. L'analyse est fondée sur des données au niveau de l'entreprise pour six pays de la zone euro ; les données ont été traitées de manière à représenter l'ensemble des sociétés non financières ayant des salariés. Les entreprises évoluent le long de la distribution de la productivité en fonction de leur capacité à réagir aux chocs et aux facteurs structurels qui incitent à réaliser un investissement innovant. Cette règle s'applique à la fois aux entreprises à faible productivité qui luttent pour leur survie sur le marché et aux entreprises à forte productivité confrontées au risque d'être dépassées. La productivité des entreprises est très dynamique pour tous les pays, secteurs et années : le graphique A montre que les entreprises qui luttent pour leur survie dans la partie inférieure de la distribution (au 5^e centile) ont été, en moyenne, en mesure d'accroître leur classement en termes de productivité de 30 centiles sur une période de 12 ans. Dans le même temps, les entreprises qui se trouvaient au départ dans la partie supérieure de la distribution (au 90^e centile) ont enregistré un recul de 20 centiles de leur classement en termes de productivité. C'est là une évolution notable dans la mesure où les variations de la productivité des entreprises représentent en moyenne plus de 60 % de la croissance annuelle de la productivité agrégée².

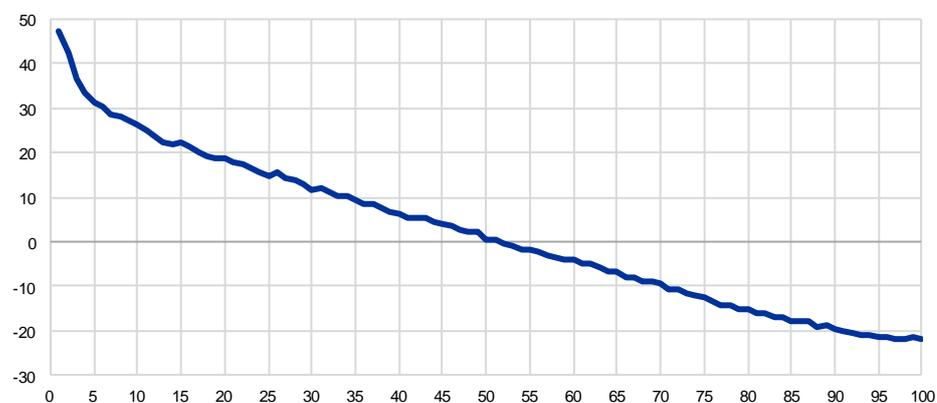
¹ Cf. également le programme de travail sur la productivité, l'innovation et les progrès technologiques, « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n°268, BCE, septembre 2021, et l'article intitulé « *Les principaux déterminants des tendances de la productivité dans les pays de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

² Il existe une certaine hétérogénéité dans la contribution de la croissance de la productivité « intra-entreprise » entre les pays, les secteurs et les périodes. Pour calculer la contribution des variations de la productivité intra-entreprises à la croissance annuelle de la productivité agrégée, cf. Melitz (M.J.) et Polanec (S.), « *Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit* », *The RAND Journal of Economics*, Vol. 46, n° 2, 2015, p. 362-375.

Graphique A

Évolution moyenne du classement des entreprises en termes de productivité entre 2006 et 2018

(axe des abscisses : classement d'une entreprise en termes de productivité en 2006, en centiles ; axe des ordonnées : variation en centile du classement d'une entreprise en termes de productivité entre 2006 et 2018)



Sources : Bureau van Dijk Orbis, base de données BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) et calculs des services de la BCE.

Notes : Évolution moyenne du classement des entreprises en place en termes de productivité sur une période de 12 ans, en fonction du classement initial de l'entreprise en 2006. Moyennes non pondérées des pays et des secteurs. Le classement en termes de productivité est établi pour chaque secteur, pays et année.

La productivité des entreprises est particulièrement dynamique dans la catégorie des jeunes entreprises.

La croissance annuelle moyenne de la productivité des entreprises qui sont en activité depuis moins de six ans est de 8 %, contre 2,5 % pour les entreprises en activité depuis plus de vingt ans (graphique B, partie a, barre jaune). La contribution des jeunes entreprises à la croissance de la productivité agrégée est le résultat de la sélection et de l'apprentissage, les entreprises apprenant à s'adapter et à tester de nouvelles idées tout en réoptimisant leurs modèles d'activité et leurs processus. Dans le même temps, les évolutions de la productivité moyenne des jeunes entreprises toujours en activité s'expliquent par quelques jeunes entreprises « superstars », définies comme les 10 % d'entreprises affichant la plus forte croissance de la productivité parmi toutes les entreprises en activité depuis moins de six ans³. Tandis qu'une jeune entreprise médiane (en termes de croissance de la productivité) enregistre une hausse annuelle de la productivité moyenne d'environ 4 % (graphique B, partie a, barre orange) au cours de ses six premières années d'activité, les jeunes entreprises superstars accroissent leur productivité d'environ 100 % par an, en moyenne (graphique B, partie a, barre bleue)⁴.

Les jeunes entreprises superstars se démarquent des autres de plusieurs façons.

Ces entreprises investissent plus, en moyenne, que leurs jeunes

³ La répartition de la croissance de la productivité est biaisée dans toutes les classes d'âge, les entreprises superstars tirant la croissance de la productivité des entreprises toujours en activité. Cette tendance est toutefois beaucoup plus prononcée pour les jeunes entreprises. Les entreprises superstars sont généralement définies comme les 10 % d'entreprises affichant la plus forte croissance de leur productivité.

⁴ Pour d'autres données relatives au rôle important joué par les jeunes entreprises superstars dans la croissance de la productivité moyenne des jeunes entreprises toujours en activité et à leur contribution à la croissance de la productivité agrégée de l'économie de la zone euro, cf. l'article intitulé « Principaux facteurs à l'origine des tendances de la productivité dans les pays de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, septembre 2021.

concurrentes, notamment dans les actifs incorporels, tout en employant des travailleurs moins nombreux et plus spécialisés (graphique B, partie b). Elles versent également des salaires plus élevés et bénéficient d'une productivité du travail plus importante. Cela pourrait aussi refléter soit un investissement plus important de ces entreprises dans le capital humain, soit un processus de production à plus forte intensité capitalistique reposant sur une relation de complémentarité forte entre travail et capital ⁵.

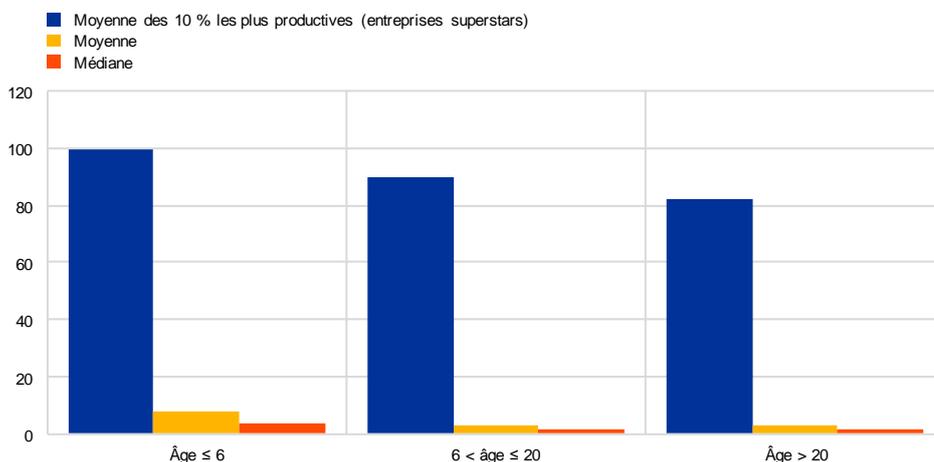
⁵ Un investissement dans le capital humain est un investissement réalisé par l'entreprise dans la formation et le développement personnel des travailleurs (par exemple, frais de scolarité ou frais d'inscription à des formations), l'objectif étant de permettre à ces travailleurs d'atteindre une productivité plus élevée dans le futur. Les résultats présentés dans le corps du texte sont cohérents avec les données récentes associant la montée en puissance des entreprises superstars à une baisse de la part du facteur travail. Cf. Autor (D.) *et al.*, « *The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms* », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, n° 2, mai 2020, p. 645-709, et Kehrig (M.) et Vincent (N.), « *The Micro-Level Anatomy of the Labor Share Decline* », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 136, n° 2, mai 2021, p. 1031-1087.

Graphique B

Dynamisme de la productivité des entreprises en fonction de l'âge de l'entreprise et des caractéristiques des jeunes entreprises

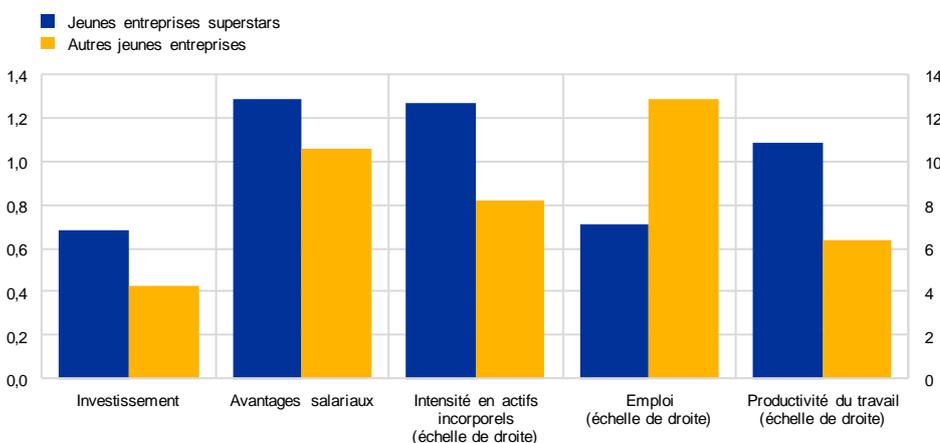
a) Croissance annuelle de la productivité du travail des entreprises toujours en activité par classe d'âge dans chaque secteur

(en pourcentage)



b) Caractéristiques moyennes des jeunes entreprises superstars et des autres jeunes entreprises après neutralisation du pays, du secteur et de l'année

(échelle de gauche : ratio ; échelle de droite : nombre de salariés, intensité en actifs incorporels en milliers d'euros, productivité du travail en dizaines de milliers d'euros)



Sources : Bureau van Dijk Orbis, base de données BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) et calculs des services de la BCE.

Notes : Une jeune entreprise est définie comme une entreprise qui exerce son activité depuis six ans au plus. Les jeunes entreprises superstars sont celles qui se situent dans le 10^e centile supérieur de la distribution de la croissance de la productivité du travail pour chaque pays, secteur et année, et pour au moins deux années consécutives. La partie a utilise des moyennes pondérées selon les secteurs, pays et années. Dans la partie b, chaque barre représente le coefficient d'une régression de chaque variable indiquée sur l'axe des abscisses sur une variable muette relative à l'entreprise considérée comme une jeune superstar et un éventail d'effets fixes permettant de neutraliser les différents pays, secteurs et années. La productivité est calculée comme la valeur ajoutée réelle par salarié au niveau de l'entreprise. L'intensité en actifs incorporels est calculée comme le ratio du capital immatériel rapporté au nombre de salariés. L'investissement est calculé comme la variation des immobilisations corporelles par rapport aux immobilisations corporelles de la période précédente. La période considérée démarre après la grande crise financière afin d'éviter d'éventuelles récessions.

La productivité des entreprises est devenue moins dynamique au fil du temps.

Cela est le résultat d'une perte de dynamisme aux deux extrémités de la distribution de la productivité. Premièrement, on a assisté à une forte diminution de la part des entreprises en place affichant une faible productivité qui enregistrent une amélioration de leur niveau de productivité au fil du temps (graphique C, partie a). Deuxièmement, les entreprises à forte productivité ont pu rester plus longtemps à la

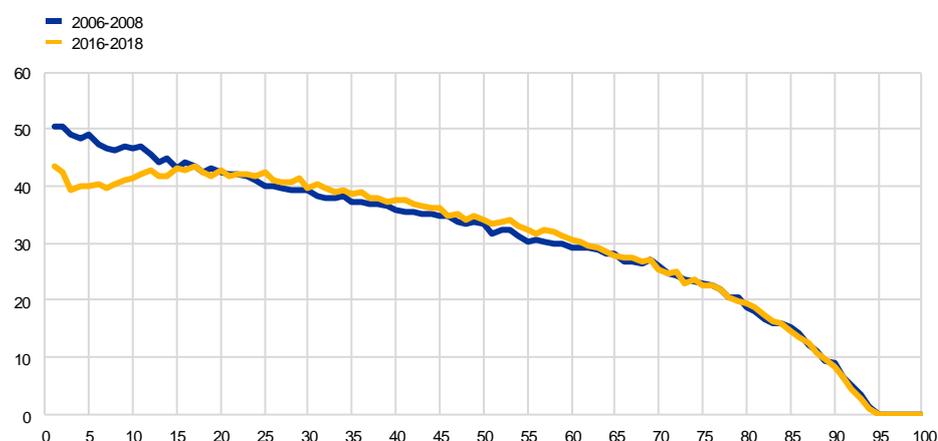
frontière en 2016 par rapport à 2006, mais avec une certaine hétérogénéité entre les pays (graphique C, partie b). Le déclin du dynamisme des entreprises le long de la distribution de la productivité, est prédominant dans les secteurs à faible et à haute technologie. Ces résultats sont cohérents avec une hausse de l'âge moyen des entreprises se situant à la frontière et un recul des taux d'entrée ⁶.

Graphique C

Recul du dynamisme de la productivité des entreprises dans les parties inférieure et supérieure de la distribution de la productivité dans six pays de la zone euro

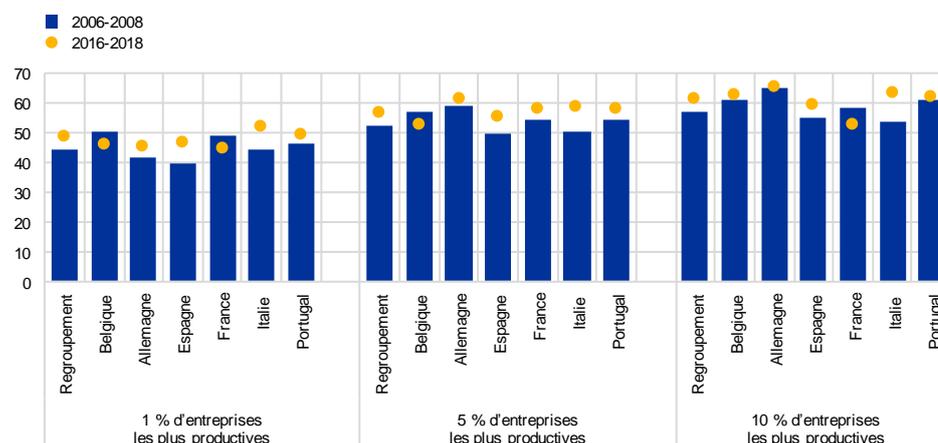
a) Part des entreprises ayant enregistré une amélioration de leur classement en termes de productivité d'au moins cinq centiles entre 2006 et 2008 ou entre 2016 et 2018

(en pourcentage)



b) Part des entreprises qui se sont maintenues à la frontière de productivité pendant trois années consécutives entre 2006 et 2008 ou entre 2016 et 2018

(en points de pourcentage)



Sources : Bureau van Dijk Orbis, base de données BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le classement en termes de productivité est établi pour chaque secteur, pays et année. La frontière de productivité se définit comme les 1 %, 5 % ou 10 % d'entreprises ayant les niveaux de productivité les plus élevés de leur secteur, pays et classe d'années. La frontière de productivité pour la cohorte 2006-2008 suit la performance de ces entreprises qui étaient leaders en 2006, et la frontière de productivité pour 2016-2018 suit la performance des leaders en 2016. Les données regroupées correspondent à une moyenne non pondérée de l'ensemble des entreprises des six pays analysés.

⁶ Les entreprises à la frontière dans la zone euro présentaient une moyenne de 20 ans d'activité en 2018, par rapport à 14 ans environ en 2006. Cette augmentation concerne tous les pays et pourrait être liée à la baisse à long terme des entrées d'entreprises, et donc à une concurrence plus faible des jeunes entreprises porteuses d'une innovation de rupture.

Les causes du ralentissement du dynamisme de la productivité des entreprises méritent une analyse plus approfondie.

Ce dynamisme moins marqué pourrait être lié à un processus de type « le gagnant remporte la mise » déclenché par les caractéristiques propres aux nouvelles technologies, telles que des effets de réseau ou des coûts fixes élevés. Ce processus pourrait se traduire par une concentration de marché plus forte et une diminution des entrées, comme l'ont montré certaines études s'intéressant plus particulièrement aux États-Unis ⁷. Toutefois, les données relatives à la zone euro ne sont pas tranchées et méritent donc une analyse approfondie. En ce qui concerne le moindre dynamisme des entreprises de la zone euro, les données récentes issues de l'OCDE suggèrent un lien entre l'accroissement de la concentration de marché, les marges des entreprises et l'incidence des fusions et acquisitions au cours de la dernière décennie ⁸. Le ralentissement du dynamisme des entreprises implique une croissance de la productivité moins soutenue, et donc une faible croissance du PIB potentiel, et un taux d'intérêt naturel moins élevé. Cela souligne le rôle important des politiques structurelles visant à accroître la pérennité et la résilience de la croissance économique découlant des investissements des entreprises dans l'innovation technologique, et d'un renforcement du mécanisme de marché par lequel les entreprises très productives prospèrent et les entreprises moins productives déclinent ou sortent complètement du marché.

⁷ Cf. Syverson (C.), « *Macroeconomics and Market Power: Context, Implications, and Open Questions* », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, n° 3, Summer 2019, p. 23-43, et De Loecker (J.), Eeckhout (J.) et Unger (G.), « *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications* », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, n°2, mai 2020, p. 561-644.

⁸ Cf. Criscuolo (C.), « *Productivity and business dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities* », ECB Forum on Central Banking 2021.

La dépendance vis-à-vis du gaz naturel et les risques pour l'activité de la zone euro

Vanessa Gunnella, Valerie Jarvis, Richard Morris et Máté Tóth

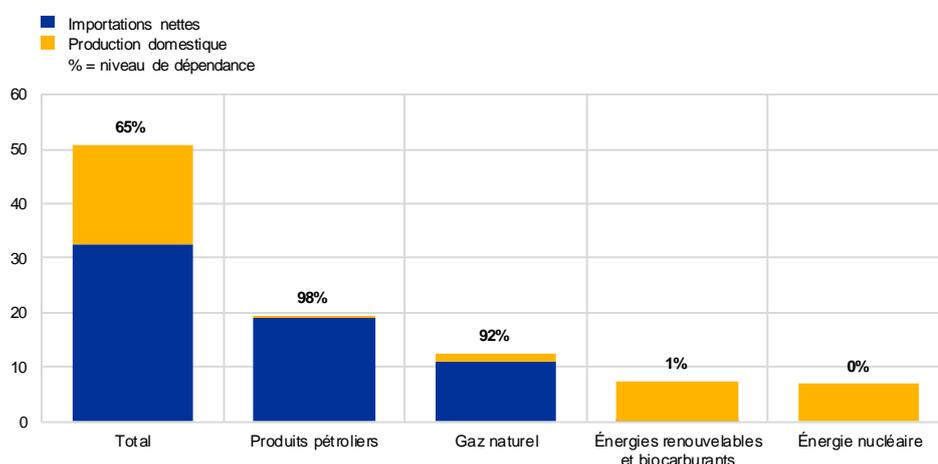
Le gaz naturel est la deuxième source d'énergie primaire la plus importante dans la zone euro, après les produits pétroliers. Il constitue la principale source d'énergie dans le secteur manufacturier, et plus de 90 % du gaz consommé dans la zone euro est importé. La zone euro dépend fortement des importations de gaz naturel et de produits énergétiques dérivés du pétrole, tandis que l'énergie renouvelable et l'énergie nucléaire sont essentiellement produites au niveau domestique (graphique A, partie a). À l'échelle de l'ensemble de l'économie, l'énergie dérivée du pétrole est la plus consommée, ce qui reflète principalement son utilisation dans le secteur du transport. Le gaz, en revanche, est la source d'énergie primaire la plus consommée dans le secteur industriel et par les services (hors transport) et les ménages (graphique A, partie b). Le gaz constitue également la principale ressource énergétique marginale dans la production d'électricité, en raison de la flexibilité des centrales électriques alimentées au gaz et de l'infrastructure gazière globale (par exemple, les interconnexions des réseaux, la capacité de stockage et les terminaux de gaz naturel liquéfié) pour répondre aux fluctuations de la demande d'électricité. La transition vers les énergies renouvelables – où l'offre dépend de conditions météorologiques variables – a accru cette dépendance. Le présent encadré examine l'impact des hausses des prix du gaz et d'un éventuel choc lié à un rationnement sur l'activité économique dans la zone euro.

Graphique A

Dépendance énergétique et consommation d'énergie par type de combustible primaire dans la zone euro

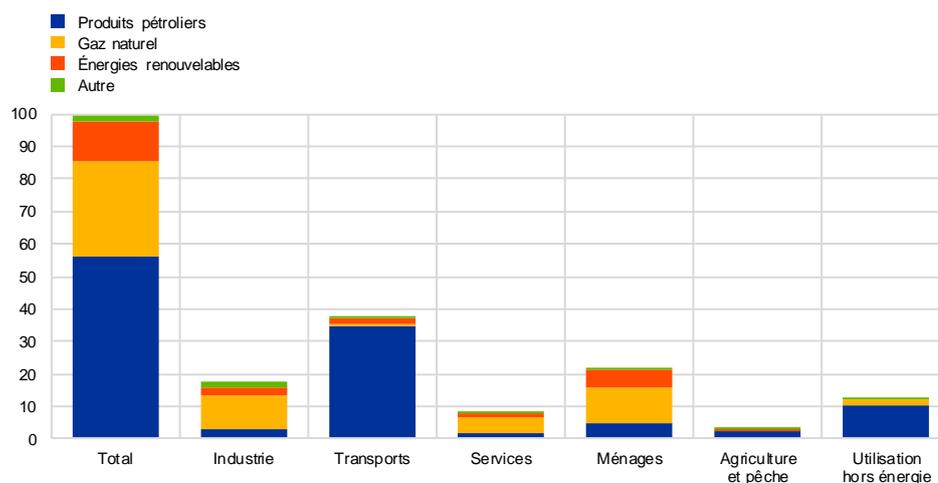
a) Dépendance énergétique de la zone euro

(en millions de térajoules)



b) Consommation par type de carburant primaire en 2019

(énergie utilisée en pourcentage de la consommation totale)



Source : Eurostat (soldes énergétiques).

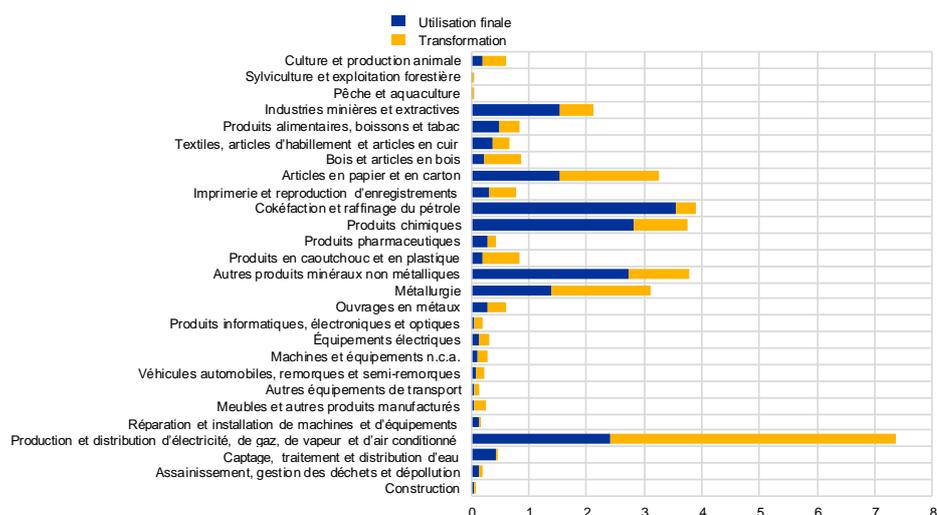
Notes : La dépendance correspond au ratio importations nettes/énergie disponible brute. Les échanges intra-zone euro ne sont pas inclus.

Des hausses significatives des prix du gaz naturel peuvent freiner l'activité économique à la fois par le canal de la consommation et par celui des biens intermédiaires. Dans le cas du canal de la consommation, la hausse des prix du gaz – et de l'électricité – réduit le revenu réel disponible des ménages et leur pouvoir d'achat (en raison de la détérioration des termes de l'échange due à l'augmentation du coût de l'énergie importée), et par conséquent la consommation privée. En ce qui concerne le canal des biens intermédiaires, le gaz est un intrant dans les processus de production de nombreuses entreprises. Le graphique B présente la consommation de gaz naturel par secteurs industriels (par rapport à la production à l'échelle de l'économie), classés selon la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE2), en distinguant l'utilisation

pour transformation (lorsqu'une forme d'énergie est transformée en une autre) et l'utilisation finale (lorsque l'énergie est consommée). Outre le secteur de l'énergie lui-même, qui transforme principalement le gaz naturel en d'autres formes d'énergie, les autres grands utilisateurs de gaz sont les producteurs de produits chimiques, de métaux de base, de minerais non métalliques (verre, ciment, céramique, etc.) et de produits alimentaires et de boissons.

Graphique B Consommation de gaz par secteur industriel en 2019

(en térajoules par unité de production industrielle)



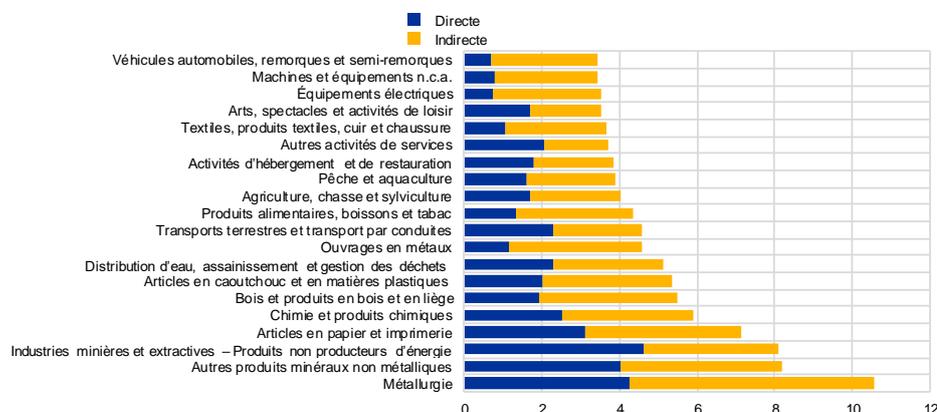
Sources : Eurostat (tableaux ressources et emploi d'énergie) et calculs des services de la BCE. Les secteurs sont classés selon la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE Rév. 2).

Les liens entre les chaînes d'approvisionnement amplifient la réaction des producteurs de biens et des fournisseurs de services à la hausse des prix du gaz. Ce phénomène d'amplification se produit parce que plus des deux tiers de la consommation d'énergie sont imputables à une utilisation indirecte incorporée en amont de la chaîne de production. Le graphique C présente les 25 secteurs à plus forte intensité énergétique dans la zone euro, mesurés par la part des intrants provenant des secteurs de l'électricité, du gaz, de la vapeur et de l'air conditionné après avoir établi une distinction entre l'approvisionnement direct en intrants et l'utilisation indirecte via les intrants d'autres secteurs. De nombreux secteurs industriels ont une consommation directe importante (en particulier les secteurs minier et métallurgique et celui des minéraux). D'autres utilisent principalement l'électricité et le gaz de manière indirecte, en particulier les secteurs industriels situés en aval tels que ceux liés aux produits métalliques, à l'alimentation, aux textiles, aux équipements électriques, aux machines et équipements et aux véhicules à moteur, mais également les secteurs des services (transports, distribution d'eau, hébergement et restauration). La consommation intermédiaire globale provenant des industries de production et de distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné est particulièrement pertinente pour les secteurs des métaux de base, des industries minières et extractives, du papier et de l'imprimerie et de la chimie.

Graphique C

Consommation directe et indirecte de gaz et d'électricité par secteur

(en pourcentage de la production totale en 2018)



Sources : Base de données 2021 de l'OCDE sur le commerce en valeur ajoutée (TiVA) et calculs des services de la BCE.
Note : Le graphique présente les 25 secteurs à plus forte intensité énergétique, mesurés par la part des intrants provenant des secteurs de l'électricité, du gaz, de la vapeur et de l'air conditionné, classés conformément à la Classification internationale type, par industrie, de toutes les branches d'activité économique (CITI), Rév. 4.

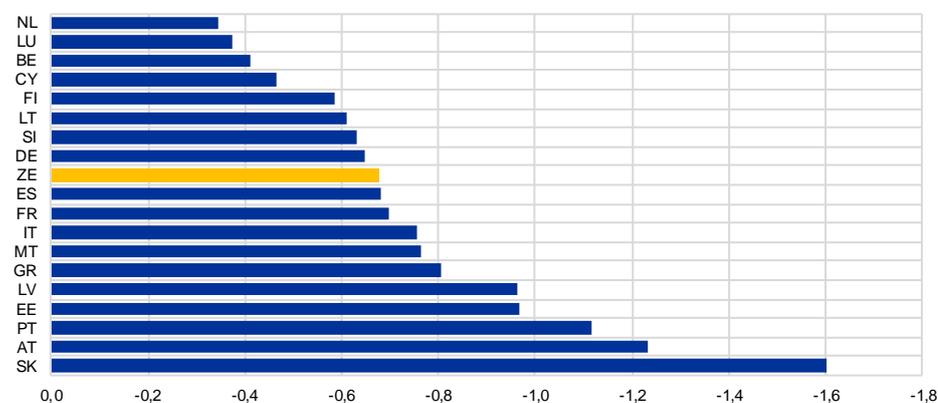
S'agissant des perturbations de l'offre, l'incidence directe et indirecte sur le secteur des entreprises dans l'hypothèse d'un choc lié à un rationnement du gaz de 10 % réduirait, selon les estimations, la valeur ajoutée brute de la zone euro de 0,7 % environ.

Pour évaluer l'effet du rationnement de l'offre, nous supposons, à titre d'exemple, une baisse de 10 % de la production et de la distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné destinées au processus de production dans tous les autres secteurs. Comme le montre le graphique B, ce secteur est de loin le plus grand consommateur direct de gaz et son activité consiste largement à distribuer le gaz naturel et à le transformer en électricité. Les effets sont calculés en comparant la valeur ajoutée calculée à partir d'une structure entrées-sorties avec des coefficients complets et la valeur ajoutée calculée à partir d'une structure entrées-sorties hypothétique dans laquelle l'offre finale et intermédiaire pour la zone euro provenant du secteur chargé de la production et de la distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné est diminuée de 10 %. Il convient de noter que le champ d'application de cet exercice est limité dans la mesure où il ne tient pas compte de l'impact des variations de prix, des effets de complémentarité, de substitution ou de second tour ni des effets d'équilibre général. Le graphique D présente les pertes estimées pour les pays de la zone euro. L'exercice comptable suggère que la valeur ajoutée brute dans la zone euro pourrait être inférieure de 0,7 % dans ce scénario de rationnement, les pertes étant particulièrement significatives pour les pays où la production dépend davantage du gaz et où la production du secteur chargé de la production et de la distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné représente elle-même une part importante de la valeur ajoutée.

Graphique D

Impact d'une réduction de 10 % de l'offre de gaz sur la valeur ajoutée brute selon des simulations entrées-sorties

(différence en pourcentage pour la valeur ajoutée)



Sources : Base de données 2021 de l'OCDE sur le commerce en valeur ajoutée (TIVA) et calculs des services de la BCE.

Note : Les impacts sur les pays sont estimés en comparant la production calculée à partir d'une structure entrées-sorties avec des coefficients complets et la production calculée à partir d'une structure entrées-sorties où la production du secteur chargé de la production et de la distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné aux fins de production dans la zone euro est inférieure de 10 %.

Un autre cadre d'évaluation de l'impact macroéconomique des hausses des prix du gaz consiste à utiliser des modèles d'équilibre général dans lesquels l'énergie est fortement représentée. Le bloc détaillé qui concerne l'énergie dans le *National Institute Global Econometric Model* (NIGEM) permet une évaluation indicative de l'impact de la hausse continue des prix du gaz (et du pétrole) sur l'activité de la zone euro. Le modèle NIGEM distingue quatre types d'énergie : le pétrole, le gaz, le charbon et les énergies renouvelables. Bien qu'il n'existe pas de mécanisme de rationnement direct des quantités, il est possible de simuler les impacts sur l'activité en imposant des chocs aux prix mondiaux de l'énergie en utilisant les profils actuels tirés des prix au comptant et des prix des contrats à terme. Selon les estimations fondées sur le modèle NIGEM, une hausse permanente d'un écart type des prix du gaz naturel par rapport au premier trimestre 2021 se traduirait par un écart de 0,2 % environ pour le PIB de la zone euro par rapport aux niveaux de référence sur l'horizon de projection standard à trois ans (en l'absence d'effets liés à des mesures de politique économique et au taux de change).

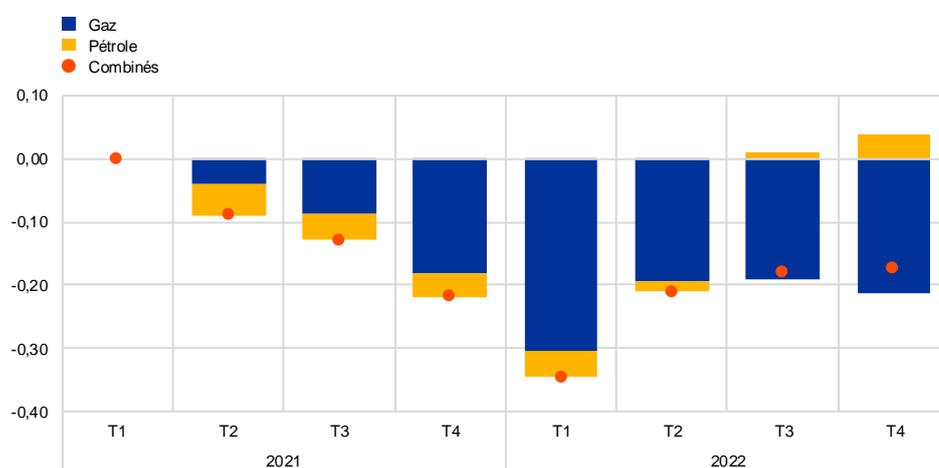
Des simulations contrefactuelles indicatives reposant sur la hausse des prix du pétrole et du gaz depuis début 2021 suggèrent une importante incidence négative sur l'activité de la zone euro en 2022, avec un pic au premier trimestre. À la date d'arrêt des données pour les projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les prix au comptant et les contrats à terme sur le pétrole et le gaz dans la zone euro laissaient penser que les prix du gaz naturel dans la zone atteindraient probablement un pic au premier trimestre 2022, à près de 600 % au-dessus de leurs niveaux du premier trimestre 2021, avant de

diminuer sensiblement par la suite ¹. En fonction de ces évolutions ², et si l'on se fonde sur des hypothèses de simulation standard excluant les réactions liées aux taux de change et aux mesures prises, des simulations mécaniques utilisant le modèle NIGEM suggèrent que la flambée actuelle des prix du pétrole et du gaz pourrait réduire la production de la zone euro de 0,2 %, par rapport aux niveaux de référence du PIB (graphique E), d'ici fin 2022. Même si l'impact proportionnel des hausses des prix du gaz est généralement nettement inférieur à l'impact associé à la hausse des prix du pétrole, l'ampleur exceptionnelle des augmentations des prix du gaz observées dans les contrats à terme sur l'énergie fait cette fois-ci des prix du gaz le principal facteur à l'origine de l'incidence négative sur le PIB de la zone euro.

Graphique E

Impacts simulés des évolutions actuelles des prix de l'énergie sur le PIB de la zone euro

(écart en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : Bloomberg, *National Institute Global Econometric Model* (NIGEM) et calculs des services de la BCE.

Note : Le graphique montre l'impact simulé des écarts des prix de l'énergie par rapport aux niveaux du premier trimestre 2021 sur le PIB de la zone euro, déduction faite des effets de taux de change et des effets des mesures de politique économique.

¹ Si les hausses des prix du pétrole par rapport à leur niveau du premier trimestre 2021 (qui est globalement équivalent aux moyennes nominales observées au cours de la période 2017-2019) sont conformes aux évolutions historiques (comme cela a été observé pour la dernière fois au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale et à la suite de celle-ci), la flambée des prix récents du gaz dépasse largement les écarts antérieurs. Au moment de la rédaction du présent encadré, les prix du gaz demeuraient très volatils, malgré la baisse des prix au comptant en janvier, qui sont revenus à environ la moitié des valeurs qu'ils affichaient dans les contrats à terme de décembre.

² Les profils utilisés dans ces simulations reflètent les moyennes trimestrielles des profils présentés dans le graphique A de l'encadré 3 intitulé « Évolutions des cours des matières premières énergétiques et leurs implications pour les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH » dans les [Projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro](#), publiées sur le site Internet de la BCE le 16 décembre 2021.

5 Le rôle des migrations dans les faibles évolutions de la population active pendant la pandémie de COVID-19

Katalin Bodnár et Derry O'Brien

Les évolutions plus faibles que prévu de la population active pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19) reflètent peut-être en partie une faible immigration nette. Au troisième trimestre 2021, la taille de la population active de la zone euro s'est redressée pour se rapprocher de son niveau d'avant la pandémie, au quatrième trimestre 2019 ¹. Toutefois, elle est restée nettement inférieure au niveau attendu avant l'apparition de la COVID-19. Cette situation reflète le fort impact de la pandémie sur la dynamique de la population en âge de travailler et sur le taux d'activité ². Une immigration nette faible, résultant de flux migratoires entrants modérés et du départ de certains travailleurs étrangers se réinstallant dans leur pays d'origine, peut avoir constitué un facteur important. En réunissant les données relatives aux migrations disponibles pour les différents pays de la zone euro, cet encadré examine le rôle des flux migratoires dans les faibles évolutions de la population active pendant la pandémie et leurs implications à plus long terme.

La faible immigration nette explique en partie la stabilisation de la population en âge de travailler. La population en âge de travailler est généralement considérée comme indépendante du cycle conjoncturel ³ et est influencée par deux facteurs : les entrées et sorties naturelles dans la population des résidents âgés de 15 à 74 ans et l'immigration nette pour la même tranche d'âge. Elle s'inscrivait en hausse avant la pandémie et, selon les projections, devait continuer à augmenter jusqu'en 2024, quoiqu'à un rythme modéré ⁴. Ces prévisions étaient fondées sur un flux net modéré, voire négatif, des entrées et sorties naturelles dans la population des résidents âgés de 15 à 74 ans. Les flux d'immigration nets devaient apporter une contribution positive à la population en âge de travailler, qui aurait plus que compensé d'éventuelles baisses du nombre de résidents en âge de travailler. Toutefois, depuis le début de la pandémie, les flux d'immigration nets ont été beaucoup plus faibles que prévu, ce qui s'est traduit par un profil globalement stable de la population en âge de travailler (graphique A).

¹ D'après les données issues des statistiques sociales européennes intégrées (IESS), la population active était 0,2 % moins élevée au troisième trimestre 2021 qu'au quatrième trimestre 2019, ce qui ressort également des données tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail. Comme elle fournit la ventilation nécessaire, cette enquête est utilisée pour la suite de l'encadré.

² S'agissant des déterminants des récentes variations du taux d'activité, cf. l'encadré intitulé « [Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

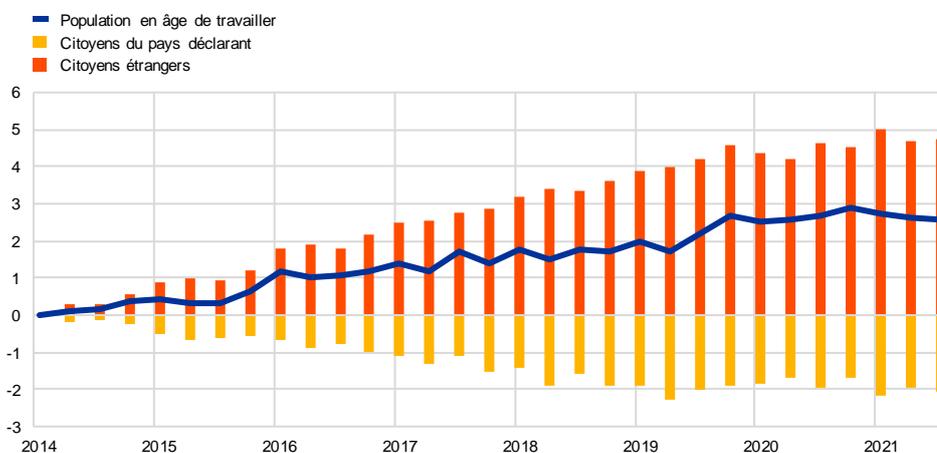
³ Cf., par exemple, la note de bas de page 8 dans Havik (K.), Mc Morrow (K.), Orlandi (F.), Planas (C.), Raciborski (R.), Werner (R.), Rossi (A.), Thum-Thysen (A.) et Vandermeulen (V.), « [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps](#) », *Economic Papers*, n° 535, novembre 2014.

⁴ Les projections de référence d'Eurostat, élaborées avant la pandémie, prévoyaient un fléchissement de la population en âge de travailler à partir de 2024.

Graphique A

Population en âge de travailler dans la zone euro

(en millions ; variation cumulée depuis le premier trimestre 2014)



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

Notes : Ventilation fondée sur la citoyenneté. « Citoyens étrangers » désigne ici tous ceux qui ne vivent pas dans leur pays de nationalité (ainsi, les citoyens d'un pays donné de la zone euro qui vivent dans un autre pays de la zone sont considérés comme citoyens étrangers).

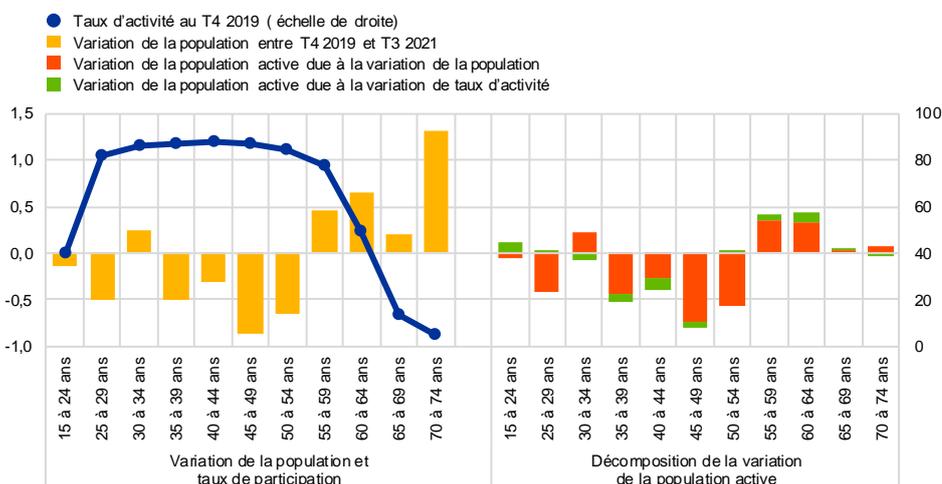
La baisse de la population active d'âge intermédiaire résulte principalement du vieillissement séculaire de la population, mais aussi en partie d'une immigration modérée.

D'une manière générale, depuis le début de la pandémie, on a observé de fortes baisses de la population des cohortes d'âges intermédiaires (25 à 54 ans), qui tend à afficher un taux d'activité relativement élevé, et des hausses de la population âgée de 55 à 64 ans, dont le taux d'activité est faible (graphique B). Ces évolutions au sein des cohortes d'âges sont en partie liées aux tendances démographiques générales qui reflètent le vieillissement de la population. De fait, la taille des cohortes quittant le groupe d'âge intermédiaire et entrant dans le groupe des 55-64 ans est supérieure à celle des cohortes qui entrent dans le groupe d'âge intermédiaire. Il est toutefois probable que ces évolutions reflètent également les tendances migratoires enregistrées pendant la pandémie, les immigrants de la zone euro ayant tendance à appartenir à la classe d'âge intermédiaire.

Graphique B

Facteurs affectant la population active par tranche d'âge et décomposition de la variation de la population active entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2021

(échelle de gauche : en millions ; variations cumulées depuis le quatrième trimestre 2019 ; échelle de droite : pourcentages de la population)



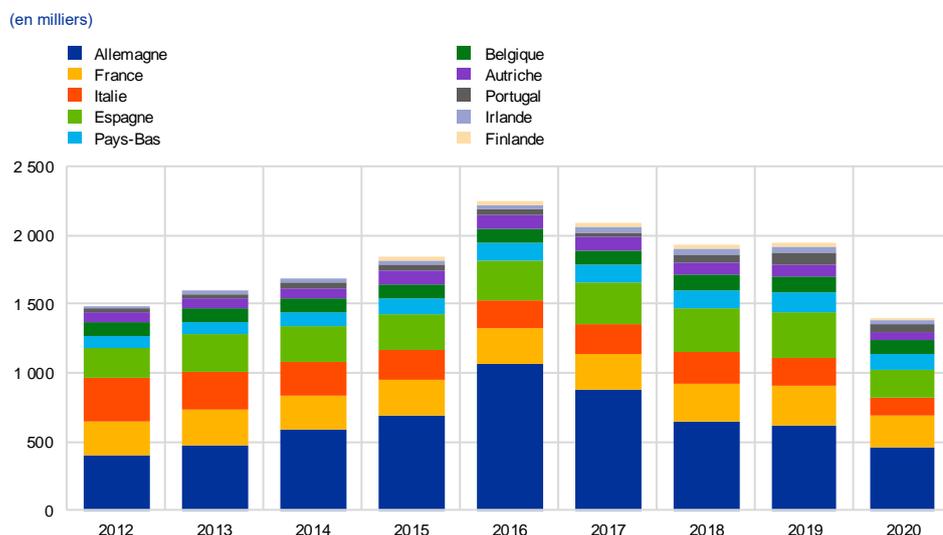
Sources : Statistiques sociales européennes intégrées d'Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : Les séries sont corrigées des variations saisonnières.

L'immigration nette dans la zone euro a été inférieure à la hausse tendancielle observée avant la pandémie. Compte tenu de l'insuffisance de données et de la mise en œuvre de la directive sur les statistiques sociales européennes intégrées (IESS)⁵ qui est en cours, il convient de ne tirer que des conclusions prudentes sur la façon dont les flux migratoires ont évolué durant la pandémie. Les données tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) utilisées comme données sous-jacentes sont disponibles par citoyenneté. D'après ces données, le nombre de citoyens étrangers en âge de travailler dans la zone euro est demeuré globalement inchangé depuis le début de la pandémie, après avoir affiché une tendance haussière les années précédentes. Ce ralentissement reflète en partie un recul marqué du nombre de migrants de citoyenneté étrangère (essentiellement en provenance de pays de l'UE hors zone euro) résidant de façon permanente dans la zone euro en 2020, un phénomène commun à beaucoup de pays de la zone (graphique C).

⁵ Les statistiques officielles peuvent ne pas prendre intégralement en compte les migrants, un problème qui peut s'être accentué pendant la pandémie. L'EFT-UE utilise les ménages comme unités d'échantillonnage, mais certains migrants, notamment les travailleurs saisonniers, ne vivent pas au sein de ménages dans le pays de destination. De plus, lorsque le séjour des migrants ne dure que peu de temps, il est possible que les statistiques ne les prennent pas en compte (par exemple, certains pays ne collectent pas de données sur les séjours d'une durée inférieure ou égale à 12 mois). Dans certains pays, l'EFT-UE ne prend pas correctement en compte la citoyenneté ; toutefois, ces statistiques sont cohérentes avec les données relatives à la population active qui sont généralement utilisées. Enfin, les statistiques officielles sur les flux migratoires ont tendance à se caractériser par un long délai de publication.

Graphique C

Flux entrants de migrants permanents de citoyenneté étrangère dans une sélection de pays de la zone euro



Source : Perspectives des migrations 2021, OCDE.

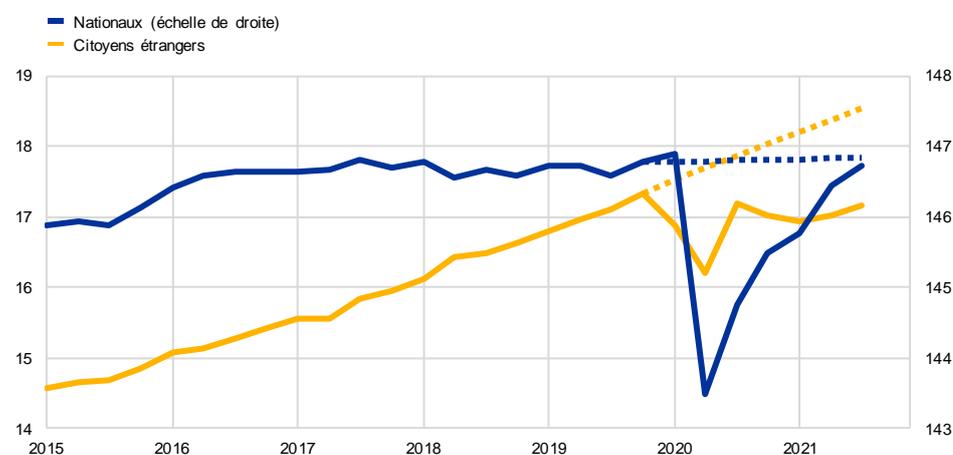
Notes : Inclut uniquement les citoyens étrangers. Les flux entrants incluent les changements de statut, à savoir les personnes qui entrent dans le pays sur une base temporaire et obtiennent par la suite le droit de rester sur une base de long terme.

La population active de citoyens étrangers dans la zone euro est inférieure d'environ 0,2 million de personnes à son niveau d'avant la pandémie, mais se situe bien au-dessous de sa tendance antérieure. Si les données sont entourées d'une certaine incertitude, une baisse du nombre de citoyens étrangers par rapport à la période précédant la pandémie semble expliquer plus de 0,1 point de pourcentage de la baisse de 0,2 % de la population active (graphique D). Cela tient essentiellement à une diminution de l'offre de main-d'œuvre d'âge intermédiaire et des travailleurs étrangers plus jeunes. Le taux de chômage des citoyens étrangers a lui aussi nettement plus augmenté que celui des travailleurs nationaux (avec une hausse de 3,1 points de pourcentage et de 0,9 point de pourcentage, respectivement, entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2021), reflétant la nature plus conjoncturelle du taux de chômage des citoyens étrangers. La hausse du taux de chômage des citoyens étrangers a probablement déclenché une augmentation des flux sortants, tout en dissuadant les migrants potentiels de s'installer dans la zone euro.

Graphique D

Main-d'œuvre par citoyenneté dans la zone euro

(en millions)



Source : Enquête sur les forces de travail dans l'UE réalisée par Eurostat.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières par les services de la BCE. Les lignes en pointillés présentent une extrapolation de la tendance antérieure à la pandémie en matière d'évolution de la main-d'œuvre (du premier trimestre 2018 au quatrième trimestre 2019). La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2021.

Plusieurs facteurs ont affecté les flux migratoires pendant la pandémie.

Les perspectives d'emploi plus faibles et l'incertitude omniprésente induites par la pandémie peuvent avoir dissuadé les immigrants potentiels. De plus, les restrictions de déplacement ont probablement limité les entrées de migrants et peuvent aussi avoir entraîné des sorties (par exemple, les migrants peuvent être rentrés dans leur pays d'origine par crainte de ne pas pouvoir s'y rendre ultérieurement)⁶. La part de citoyens étrangers est relativement élevée dans les secteurs très affectés par les mesures de confinement, tels que l'hôtellerie et la restauration (graphique E). De plus, les citoyens étrangers ont en général tendance à travailler dans des conditions moins favorables⁷. Ils disposent plus souvent de contrats temporaires et sont donc davantage susceptibles de se retrouver sans emploi. De plus, ils sont moins susceptibles d'être couverts par des dispositifs de maintien de l'emploi ou d'autres programmes de soutien public. D'autres facteurs ont pu compenser au moins en partie les éléments mentionnés précédemment. Par exemple, la part des travailleurs étrangers dans certains secteurs essentiels (par exemple, le commerce de détail et la santé) est relativement élevée, ce qui a soutenu leur emploi⁸.

⁶ Pour contrer ce phénomène, les mouvements internationaux de travailleurs saisonniers sont dans certains cas facilités par des accords bilatéraux. Cf. également « *Essential but unprotected: highly mobile workers in the EU during the Covid-19 pandemic* », ETUI Policy Brief, n° 9, 2020.

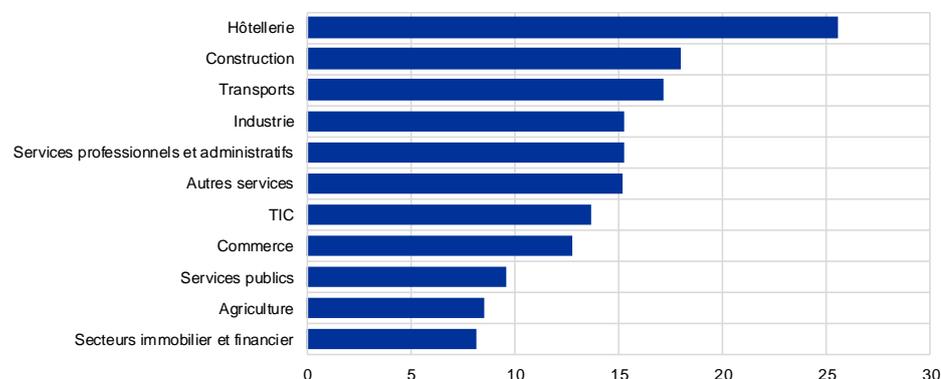
⁷ Cf. l'article intitulé « *Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

⁸ Cf., par exemple, Bossavie (L.), Garrote Sanchez (D.), Makovec (M.), Özden (Ç.), « *Immigration and natives' exposure to COVID-related risks in the EU* », VoxEU Column, 1^{er} septembre 2021.

Graphique E

Part des citoyens étrangers dans l'emploi par secteur en 2019, avant la pandémie

(en pourcentage de l'emploi total)



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

Note : Sur la base de l'agrégation des microdonnées relatives à 11 pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande).

La part des citoyens étrangers dans l'emploi total de la zone euro pourrait progressivement converger vers les niveaux attendus avant la pandémie, mais les risques sont globalement orientés à la baisse.

Les flux migratoires entrants devraient reprendre à mesure que le canal international de recherche et d'appariement pour les emplois vacants se redresse. Ces flux pourraient aussi être temporairement dopés si les immigrants potentiels qui attendent que le risque d'infection et la menace de futures mesures de confinement diminuent décident de venir travailler dans la zone euro. Toutefois, certains migrants revenus dans leur pays pourraient s'y être réinstallés de façon permanente. Cela pourrait refléter une réévaluation de l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée ou l'amélioration des possibilités d'emploi dans leur pays. Cela pourrait également résulter des dispositifs de travail à distance proposés par les employeurs de la zone euro. Globalement, les perspectives en matière de flux migratoires à l'horizon de projection et au-delà demeurent entourées d'un degré d'incertitude élevé⁹.

⁹ Les projections relatives aux flux migratoires établies par Eurostat qui sont disponibles actuellement ne prennent pas encore en compte l'impact du choc de la COVID-19.

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

Johannes Gareis, Richard Morris et Moreno Roma

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 74 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Les échanges ont principalement eu lieu entre le 10 et le 19 janvier 2022 ¹.

Les sociétés contactées ont fait état d'une demande forte ou en hausse dans la plupart des secteurs, mais elles ont été nombreuses à déclarer que les contraintes pesant sur l'offre continuaient de limiter leur capacité à répondre à la demande. À cet égard, peu de choses ont changé au cours des derniers mois. Les sociétés du secteur manufacturier ont continué de faire état de carnets de commandes bien remplis et de délais de livraison longs, mais la production a eu du mal à suivre le rythme des commandes en raison des pénuries d'intrants. La sévère pénurie de semi-conducteurs à laquelle l'industrie automobile fait face (due à la propagation du variant Delta du coronavirus (COVID-19) en Asie au cours de l'été) s'est légèrement atténuée au quatrième trimestre 2021. Cependant, la pénurie de puces et de composants électroniques connexes a persisté dans l'ensemble du secteur. En outre, les pénuries sporadiques d'autres intrants provoquées par la saturation dans les ports accueillant des conteneurs ainsi que par l'insuffisance du transport routier et de la capacité d'entreposage, qui a touché une grande partie du secteur industriel, n'ont pas non plus diminué au cours des derniers mois. L'offre de produits manufacturés a donc eu du mal à suivre le rythme de la demande finale des consommateurs. Par conséquent, les stocks d'intrants et de produits finis étaient faibles, alors que ceux de produits semi-finis (et de produits en transit) avaient tendance à être élevés. Les sociétés contactées dans le secteur de la construction et de l'immobilier ont également fait état d'une forte demande, en particulier dans le segment résidentiel, en plein essor. Malgré la propagation du variant Omicron depuis novembre, les sociétés contactées dans le secteur des services ont présenté une évaluation relativement optimiste des conditions économiques. S'agissant des voyages et du tourisme, malgré quelques interruptions, la tendance sous-jacente a continué d'indiquer un redressement de la demande, soutenu, entre autres, par la réouverture en novembre des voyages vers les États-Unis. Dans le même temps, les détaillants ont observé que la faible fréquentation des magasins a été compensée par un ratio ventes/clients élevé et par la poursuite d'une forte croissance de l'activité en ligne. Les sociétés contactées dans d'autres secteurs des services ont également fait état d'une hausse de l'activité, particulièrement forte dans les secteurs en lien avec le numérique (informatique, conseil) et les services liés à l'emploi.

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

Pour l'avenir, la plupart des sociétés contactées sont restées optimistes quant aux perspectives d'activité en 2022.

L'activité devrait se modérer dans les prochaines semaines en raison de la propagation du variant Omicron, mais ce phénomène devrait être de relativement courte durée. Par la suite, la vigueur des carnets de commandes devrait soutenir l'activité dans le secteur manufacturier pendant plusieurs mois, tandis que l'assouplissement des mesures d'endiguement liées à la COVID-19 – une fois que la dernière vague de la pandémie sera passée – devrait donner un nouvel élan à la reprise des services nécessitant des contacts. À cet égard, les sociétés contactées dans le secteur des voyages anticipent un été relativement normal en 2022. Le risque principal pesant sur ces perspectives favorables est l'effet d'une inflation plus élevée et/ou plus persistante (en particulier en ce qui concerne l'énergie), qui éroderait le revenu disponible réel des ménages et, par conséquent, pèserait sur la demande finale des consommateurs. La propagation récente du variant Omicron a également repoussé les anticipations concernant l'atténuation des perturbations actuelles des chaînes d'approvisionnement : la plupart des sociétés contactées prévoient que cela se produira dans six mois au moins, voire même dans un an.

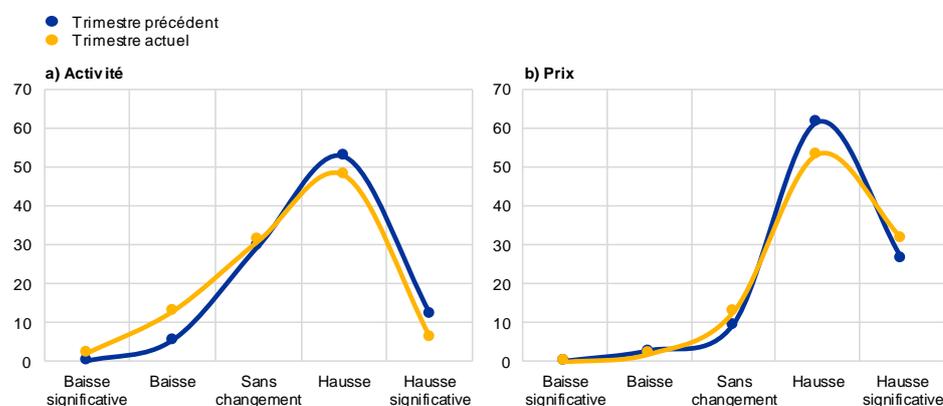
Les sociétés contactées ont continué de faire état d'une situation plus tendue sur le marché du travail.

Elles ont indiqué à la fois une forte demande de main-d'œuvre et une certaine pénurie du côté de l'offre, bien que la situation diffère grandement entre les entreprises, les secteurs et les zones géographiques. Même si la pandémie a joué un rôle (obligeant ou incitant les personnes à chercher du travail dans d'autres secteurs, à ajuster leur équilibre entre vie professionnelle et vie privée ou à rentrer dans leur pays d'origine dans le cas des travailleurs migrants), on note également des pénuries plus anciennes dans certains secteurs et pour certains profils. L'accélération du processus de transformation numérique et de décarbonation a généré une demande généralisée de compétences spécifiques, que les systèmes éducatifs ne fournissent pas jusqu'ici en quantité suffisante. Dans le même temps, les sociétés contactées ont indiqué que les travailleurs étaient de plus en plus réticents à accepter des emplois qu'ils considèrent comme peu attrayants (impliquant de travailler par roulement, à l'extérieur ou d'effectuer des déplacements réguliers, par exemple). La plupart d'entre elles ont observé un taux de mobilité de la main-d'œuvre supérieur à la normale, pouvant résulter en partie du passage au recrutement en ligne (ce qui accélère le processus) et de la prévalence du télétravail, qui a levé ou réduit les contraintes géographiques pour certains postes très qualifiés.

Graphique A

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

(en pourcentage des déclarants)



Source : BCE.

Notes : Les scores pour le trimestre précédent reflètent l'évaluation par les services de la BCE des déclarations des sociétés contactées à propos des évolutions de l'activité (ventes, production et commandes) et des prix au quatrième trimestre 2021.

Les scores pour le trimestre en cours reflètent l'évaluation de ce que les personnes contactées ont déclaré à propos des perspectives pour l'activité et les prix au premier trimestre 2022.

La plupart des sociétés contactées ont fait état d'une augmentation des prix et d'un environnement plus dynamique s'agissant de la fixation des prix, en particulier dans le secteur industriel. Dans les secteurs manufacturier et de la construction, elles ont pour la plupart indiqué que les prix de vente avaient augmenté au quatrième trimestre 2021, de manière significative dans certains cas, et qu'ils devraient poursuivre leur hausse au premier trimestre 2022. En 2021, les effets de la forte augmentation des prix de nombreuses matières premières et des coûts logistiques ont continué de se répercuter sur la chaîne de valeur et l'état de la demande a continué de favoriser la répercussion de ces coûts sur les prix dans la plupart des secteurs. Les prix de l'énergie ont considérablement augmenté fin 2021, ce qui devrait également se traduire par une nouvelle augmentation des coûts et des prix pour un grand nombre d'entreprises en 2022. De nombreuses sociétés contactées ont déclaré que les prix étaient plus souvent ajustés que dans le passé afin d'éviter la compression des marges. Elles ont aussi indiqué que les prix devraient continuer d'augmenter pendant une grande partie de l'année 2022. Les prix ont également affiché une hausse dans de nombreux pans du secteur des services, et cela n'a pas seulement concerné les secteurs orientés vers les entreprises, tels que le transport et l'activité de conseil, mais aussi les services orientés vers les consommateurs, tels que les télécommunications. Les sociétés contactées dans le secteur du commerce de détail, ou en lien avec celui-ci, ont à nouveau déclaré que la concurrence accrue et la croissance des ventes en ligne avaient légèrement limité la transmission de l'augmentation des coûts aux prix pour le consommateur final, même si les prix de vente devraient davantage augmenter au cours des prochains mois.

La plupart des sociétés contactées anticipent une légère croissance des salaires cette année. Cela reflète un phénomène de rattrapage après une période pendant laquelle les salaires ont (pratiquement) été gelés dans un grand nombre

d'entreprises en 2020 ou 2021 en réponse à la pandémie, ainsi que la situation tendue sur le marché du travail dans certains secteurs et l'augmentation du coût de la vie, en particulier parce que les prix de l'énergie pèsent fortement sur le budget des ménages. Concernant ce dernier point, certaines sociétés contactées ont souligné qu'il était important que les accords salariaux tiennent compte des anticipations moyennes d'inflation sur la durée plutôt que des envolées mensuelles alimentées par la volatilité des prix de l'énergie. De manière générale, les sociétés contactées s'attendent à ce que les hausses du salaire moyen passent de 2 % environ, niveau récemment observé, à 3 % ou plus cette année. Elles ont indiqué avoir constaté ou anticipé une hausse sensible du taux de croissance des salaires s'agissant des emplois pour lesquels il est difficile de recruter ou de conserver le personnel, par exemple dans les domaines de la construction et du transport routier ainsi que pour les experts en informatique et les ingénieurs logiciel.

Coûts du logement : perceptions tirées d'enquêtes et signaux issus des statistiques de prix

David Wittekopf, Friderike Kuik, Omiros Kouvavas et Gerrit Koester

L'accessibilité financière du logement et les arguments en faveur d'une prise en compte plus adéquate des coûts correspondants dans l'IPCH ont été un thème récurrent des rendez-vous « La BCE à votre écoute » organisés dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire¹. Plus de 80 % de l'ensemble des participants à cet événement considèrent l'augmentation du coût du logement comme un élément pertinent pour la mesure de l'inflation. Par conséquent, il a été suggéré, à l'occasion de l'évaluation stratégique, d'inclure les coûts des logements occupés par leur propriétaire (LOP) dans la mesure de l'inflation, sur la base de l'approche par la valeur d'acquisition nette².

Toutefois, les perceptions des coûts du logement peuvent être analysées à l'aide de différentes sources de données. Cet encadré analyse les perceptions des coûts du logement parmi les locataires et les propriétaires sur la base de données d'enquêtes individuelles, il les compare aux évolutions des coûts du logement établies à partir de statistiques de prix à l'échelle macroéconomique et illustre les différences conceptuelles entre diverses mesures importantes pour l'interprétation des données.

Les enquêtes auprès des consommateurs sont une source de premier ordre des perceptions des coûts du logement dans les pays de la zone euro.

La partie a du graphique A présente le ratio des coûts liés au logement rapportés au revenu disponible sur la base des statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (*European Union Statistics on Income and Living Conditions*, EU-SILC) pour 2019 (année la plus récente pour laquelle des données sont disponibles)³ et de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), pour laquelle des données plus récentes sont disponibles (dernières données : octobre 2021). La différence entre les deux enquêtes tient en partie aux définitions, au degré d'incertitude des mesures et, plus important, aux évolutions durant la pandémie de coronavirus (COVID-19) (qui ne sont pas reflétées dans l'enquête EU-SILC en raison de la date à laquelle elle a été menée).

¹ Cf. « [La BCE à votre écoute – Rapport de synthèse des contributions reçues sur le portail « La BCE à votre écoute »](#) ». Les réponses à l'enquête ont été collectées entre le 24 février 2020 et le 31 octobre 2020.

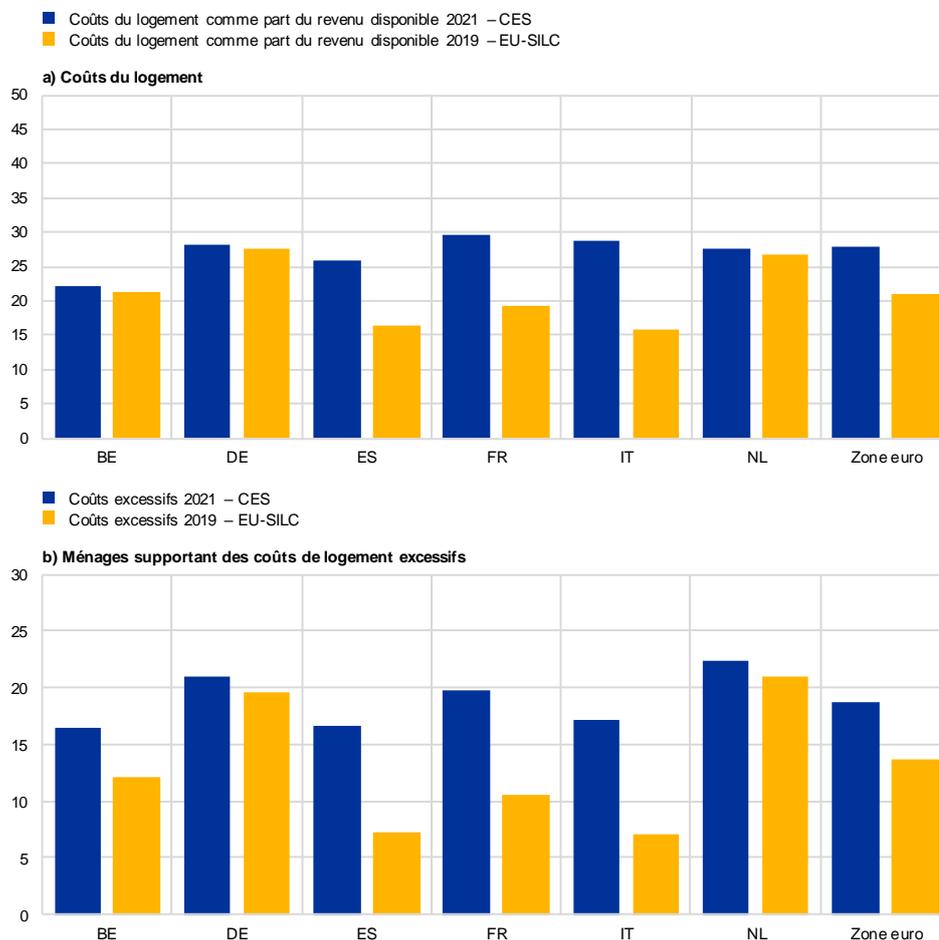
² Pour plus d'informations concernant le résultat de l'évaluation stratégique et l'indice des prix correspondant, cf. l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

³ Les données de l'enquête EU-SILC pour l'Italie se rapportent à 2018 en raison de la non-disponibilité des données pour 2019.

Graphique A

Ratio coûts du logement autodéclarés/revenu et part des ménages supportant des coûts de logement excessifs dans une sélection de pays de la zone euro

(parts en pourcentage)



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

Notes : Les données de l'enquête CES se rapportent à octobre 2021 tandis que les données de l'enquête EU-SILC ont été établies à partir des statistiques de 2020. Les mesures EU-SILC et CES ont été calculées sur la base des données individuelles respectives. La mesure des coûts de logement excessifs est également établie à partir de données individuelles et reflète le ratio des coûts du logement déclarés rapportés au revenu disponible des ménages. La part de ménages supportant des coûts excessifs correspond au pourcentage de ménages dont les coûts du logement dépassent 40 % du revenu disponible.

Les deux enquêtes indiquent que les coûts du logement constituent la principale rubrique de dépenses des ménages et que le logement est effectivement perçu par nombre d'entre eux comme étant difficilement accessible financièrement. D'après les données EU-SILC, les coûts du logement dans la zone euro représentaient en moyenne 21 % du revenu disponible en 2019, avec une hétérogénéité considérable entre pays. Parmi les principaux pays de la zone euro, le ratio des coûts du logement rapportés au revenu disponible était très supérieur à la moyenne de la zone en Allemagne et aux Pays-Bas, mais très inférieur à la moyenne en Italie et en Espagne. Les données de l'enquête CES pour octobre 2021 indiquent un ratio moyen plus élevé des coûts du logement rapportés au revenu disponible dans la zone euro (sur la base des données pour l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas et la Belgique) et une moindre

hétérogénéité entre grands pays de la zone ⁴. Sur la base des données EU-SILC pour 2019, 14 % environ des ménages de la zone euro supportent des coûts de logement excessifs (c'est-à-dire que leurs coûts de logement dépassent 40 % de leur revenu disponible), là encore avec une hétérogénéité considérable entre grands pays de la zone. Les données CES pour octobre 2021 montrent une part plus élevée de ménages supportant des coûts de logement excessifs en moyenne dans la zone euro (19 %) et également une moindre hétérogénéité entre grands pays de la zone.

Il existe d'importantes différences conceptuelles entre les types de coûts du logement inclus dans les perceptions et les statistiques de prix. Comme expliqué dans l'article 1 du présent *Bulletin économique*, il existe plusieurs manières de mesurer les évolutions de prix correspondantes. Certaines approches (par l'acquisition nette par exemple) reposent directement sur le coût d'acquisition d'un logement, qui est étroitement lié au prix des logements. D'autres approches (par les paiements, le coût d'utilisation ou l'équivalence locative) se fondent sur le coût courant d'utilisation des logements occupés par leur propriétaire ou sur leur prix virtuel. Dans la pratique, les mesures qui en résultent divergent de manière significative. Les indices de prix des logements occupés par leur propriétaire (IPLOP) suivent l'approche par la valeur d'acquisition nette. En revanche, le total des coûts du logement ressortant de l'enquête EU-SILC suit une quasi-approche par les paiements et inclut les intérêts payés sur les prêts au logement (pour les propriétaires), les loyers (pour les locataires) ainsi que les coûts des services collectifs, l'assurance, les services et charges, les impôts, l'entretien et les réparations, mais exclut les coûts d'acquisition (pour les propriétaires). Le tableau A divise les coûts du logement en trois catégories (coûts concernant les locataires uniquement, coûts concernant les propriétaires uniquement et coûts concernant les deux). Les coûts du logement à la charge des locataires inclus dans les données EU-SILC peuvent être appariés de façon relativement étroite avec ceux inclus dans l'IPCH (tableau A). Dans le cas des propriétaires, il n'existe conceptuellement qu'un faible lien avec les statistiques à l'échelle macroéconomique telles que reflétées dans les IPLOP. Plus important, les paiements d'intérêts sur les prêts au logement sont inclus dans la mesure EU-SILC des coûts des LOP, mais pas dans l'IPLOP, tandis que les autres services liés à l'acquisition de logements, les logements construits par les propriétaires eux-mêmes et les grosses rénovations ainsi que les achats de logements neufs sont des catégories importantes de l'IPLOP (avec une pondération totale de 77 % dans l'indice), mais ne sont pas inclus dans les données EU-SILC. Par conséquent, le chevauchement entre les coûts à la charge des propriétaires inclus dans les données EU-SILC et l'approche par la valeur d'acquisition nette de l'IPLOP est relativement limité. Cela complique toute comparaison et limite l'utilité des données EU-SILC pour évaluer les coûts du logement à la charge des propriétaires ⁵.

⁴ Comme les données EU-SILC et CES ne se recoupent pas, on ne peut déterminer clairement dans quelle mesure les différences entre les données EU-SILC pour 2019 et les données CES pour octobre 2021 reflètent les évolutions au fil du temps ou des différences entre les enquêtes.

⁵ Pour de plus amples informations concernant les différentes approches, cf. l'encadré 1 de l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

Tableau A

Coût du logement pour les locataires et les propriétaires et leur couverture dans les IPLOP, les sous-agrégats de l'IPCH et les données EU-SILC

Coûts du logement	Coûts du logement inclus dans l'IPCH	Coûts du logement inclus dans les IPLOP à inclure dans l'IPCH ¹⁾ .	Total des coûts du logement inclus dans les données EU-SILC
Coûts concernant les locataires			
Loyers	Loyers dans l'IPCH (7,47 %)		Paiements de loyers (locataires)
Coûts concernant les locataires et les propriétaires			
Frais d'entretien	Entretien et réparations (4,35 %)	Grosses réparations et entretien (19,89 %)	Entretien régulier et réparations
Services collectifs	Énergie (électricité et gaz) (4,28 %)		Coût des services collectifs (eau, électricité, gaz, chauffage)
Assurance	Assurance en lien avec le logement (0,32 %)	Assurance en lien avec les logements (2,64 %)	Assurance structurelle
Coûts liés aux ordures/eaux usées	Collecte des ordures et eaux usées (1,09 %)		Services/charges (évacuation des eaux usées, ramassage des ordures, etc.)
Taxes			Taxes sur les logements
Coûts concernant les propriétaires			
Paiements relatifs aux prêts au logement			Paiement des intérêts sur les prêts au logement (propriétaires ; net des allègements d'impôts, sans déduction des aides au logement)
Coûts liés à l'acquisition d'un logement		Autres services liés à l'acquisition de logements (12,52 %)	
Prix des logements		Logements construits par les propriétaires eux-mêmes et grosses rénovations (43,40 %) Achats de logements neufs (19,39 %)	

Source : Eurostat.

Notes : Le total des coûts du logement ressortant des données EU-SILC est disponible sous la forme d'un agrégat uniquement ; aucune donnée ni pondération n'est disponible pour les composantes individuelles. Pour les sous-composantes de l'IPLOP et de l'IPCH, les contributions à l'indice total (pondérations) sont indiquées entre parenthèses.

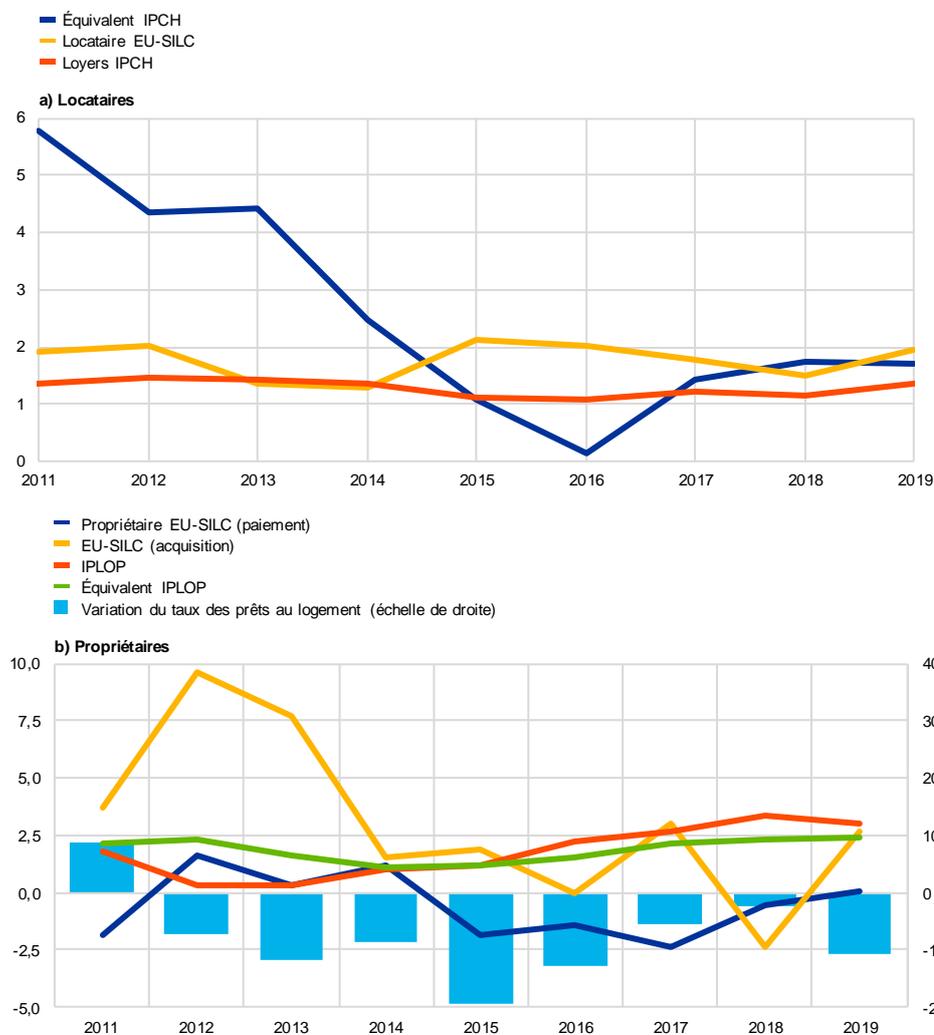
1) Pour une explication détaillée des composantes des IPLOP et de ce qui serait inclus dans l'IPCH dans le cadre de l'approche par la valeur d'acquisition nette, cf. l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

Au cours de la dernière décennie, sur la base des données EU-SILC, le taux de croissance des coûts du logement autodéclarés par les locataires dans la zone euro a été semblable au taux de croissance des loyers dans l'IPCH. D'après les données EU-SILC, les coûts du logement autodéclarés agrégés ont augmenté de 2 % environ sur la majeure partie de la période d'échantillonnage (graphique B, partie a). À l'exception des trois dernières années, ces hausses ont été légèrement moins marquées que celles des composantes appariées de l'IPCH relatives aux coûts du logement pour les locataires, mais elles reflètent mieux la dynamique des loyers de l'IPCH. Cet écart est probablement dû au fait que les participants à l'enquête EU-SILC sont moins conscients des coûts des services collectifs, de l'assurance, des services et charges, des impôts, de l'entretien et des réparations que du coût des loyers.

Graphique B

Croissance des coûts du logement autodéclarés comparés à une sélection de composantes de l'IPCH pour les locataires et à une sélection de composantes de l'IPLOP pour les propriétaires et taux des prêts au logement

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Agrégats pour la zone euro. Pour de plus amples détails sur la série incluse, cf. le tableau A. Nous utilisons une approche en deux phases pour obtenir les taux de croissance du total des coûts du logement par propriété, par pays et par année. Premièrement, les informations au niveau des ménages relatives au total des coûts du logement sont agrégées à l'aide des pondérations des ménages EU-SILC à l'échelle du pays. Pour obtenir le taux de croissance pour la zone euro, nous pondérons ensuite chaque taux de croissance spécifique pays-années par la taille du marché immobilier respectif (dépense actualisée en fonction des prix au titre des logements occupés par leur propriétaire). Cela implique que les taux de croissance calculés relatifs aux coûts du logement pourraient également inclure les effets, par exemple, d'une amélioration de la qualité moyenne des logements. Le taux des prêts au logement correspond au « Coût d'emprunt pour les ménages au titre de l'achat d'un logement – zone euro, taux approuvé annualisé ».

À l'inverse, le profil des coûts de propriété du logement établi à partir des données EU-SILC a fortement divergé des évolutions de prix reflétées dans l'IPLOP. Si l'inflation mesurée par l'IPLOP a régulièrement augmenté au fil du temps, atteignant des niveaux clairement supérieurs à 2 % entre 2015 et 2019, les coûts des LOP autodéclarés établis sur la base des données EU-SILC ont été beaucoup plus volatils et ont, en moyenne diminué ou très peu augmenté chaque année depuis 2016 (graphique B, partie b). Une raison probable de la différence entre l'IPLOP et les coûts des LOP établis sur la base des données EU-SILC tient au fait

que les coûts des autres services liés à l'acquisition de logements, aux logements construits par les propriétaires eux-mêmes et aux grosses rénovations, ainsi que les achats de logements neufs, qui représentent l'essentiel de la hausse de l'IPLOP entre 2016 et 2019 ne sont pas inclus dans la mesure EU-SILC. En outre, le taux d'intérêt des prêts au logement est inclus dans les données EU-SILC, mais pas dans l'IPLOP. Ces taux ayant fortement diminué depuis 2012, cela peut permettre d'expliquer les baisses de la mesure EU-SILC des coûts des LOP.

Si on s'intéresse uniquement aux ménages qui ont récemment acheté un logement, les coûts du logement pour les propriétaires dans les données EU-SILC sont alors plus en phase avec les évolutions de l'IPLOP. Concernant les ménages ayant fait l'acquisition d'un logement récemment, les taux des prêts au logement ont été bas, tandis que les prix de l'immobilier résidentiel, et par conséquent souvent aussi le montant des prêts au logement, ont augmenté. Ces effets peuvent être illustrés en calculant une mesure qui rend compte uniquement des coûts des LOP sur la base des données EU-SILC pour l'année d'achat du logement. Dans cette mesure, les évolutions des prix des logements jouent un rôle plus important dans les coûts du logement, ce qui constituerait une meilleure approximation des IPLOP, dans lesquels les évolutions des prix de l'immobilier jouent un rôle important. Contrairement à la mesure plus large des coûts des LOP établis à partir des données EU-SILC, cette mesure plus étroite, bien qu'imparfaite, semble être plus cohérente avec les évolutions de l'IPLOP (graphique B).

Un avantage clé des données de l'enquête EU-SILC sur les perceptions relatives aux coûts du logement a trait au fait que les évolutions peuvent être analysées pour différents groupes de locataires et de propriétaires.

L'augmentation globale des coûts du logement pour les locataires en 2018 et 2019 a principalement résulté de contrats de location plus récents (la croissance la plus rapide des loyers concernant les contrats d'une durée inférieure à deux ans), tandis que les loyers des contrats de plus de dix ans ont diminué en moyenne au cours de ces deux mêmes années (graphique C, partie a). S'agissant de l'âge des acquéreurs, les logements achetés par des ménages jeunes ont été, en moyenne, plus durement frappés par les hausses de prix. La partie b du graphique C présente les résultats pour deux tranches d'âge : les 16-39 ans et les 40 ans et plus ⁶. La différence entre les taux de croissance des deux catégories, qui est semblable à celle concernant les loyers, est devenue significative depuis 2017, reflétant le plus grand dynamisme du marché de l'immobilier qui se présente aux jeunes.

⁶ Le choix de deux tranches d'âge seulement est destiné à garantir un nombre suffisant d'observations dans chaque catégorie étant donné la taille limitée de l'échantillon. L'échantillon suit l'approximation du coût d'acquisition décrite dans les notes du graphique C, de sorte que seuls les participants ayant acheté un logement la même année sont inclus.

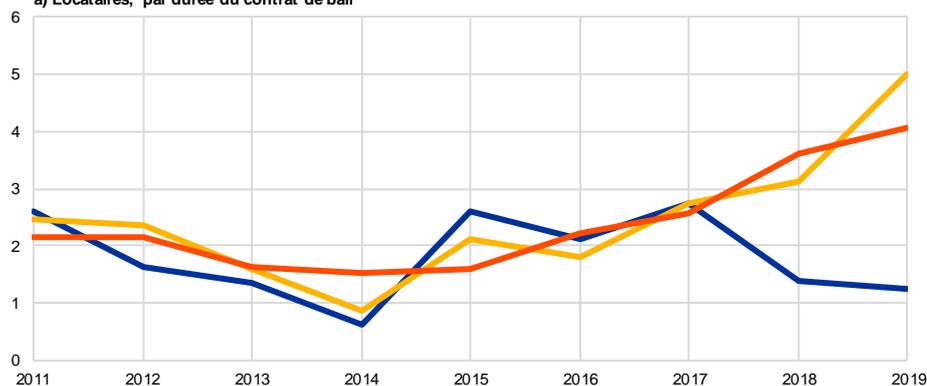
Graphique C

Croissance des coûts du logement autodéclarés par durée du contrat de bail pour les locataires et par âge pour les propriétaires (approximation du coût d'acquisition)

(variation annuelle en pourcentage)

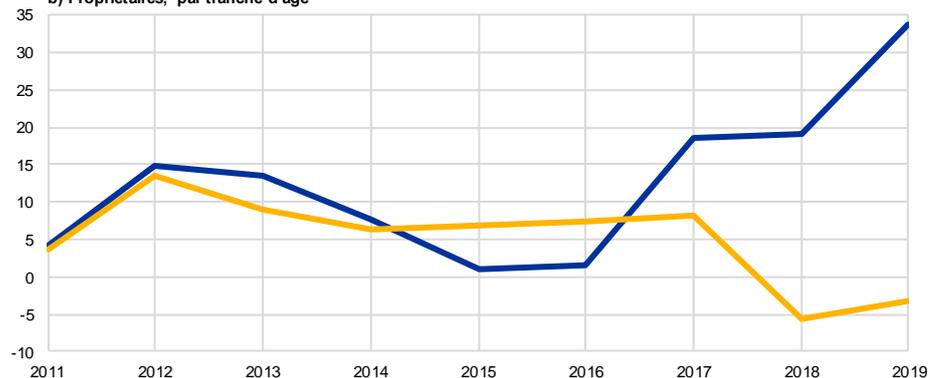
- Contrat de bail de plus de dix ans
- Contrat de bail de 1-2 ans
- Contrat de bail de 2-10 ans

a) Locataires, par durée du contrat de bail



- 16-39 ans
- 40 ans et plus

b) Propriétaires, par tranche d'âge



Source : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les deux mesures sont établies à partir du total des coûts du logement déclarés. Les taux de croissance sont calculés à partir des données individuelles EU-SILC. Afin d'éviter les erreurs de mesure introduites par la possible divergence des périodes de référence, des moyennes glissantes sur trois ans sont utilisées. Dans la partie b, afin d'approximer le coût d'acquisition, seuls les propriétaires ayant acheté leur logement au cours de l'année de déclaration sont inclus. Les propriétaires de plus de 70 ans sont exclus.

L'indexation des salaires et des pensions de retraite du secteur public dans la zone euro

Cristina Checherita-Westphal

Si la réaction des salaires – tant privés que publics – et des pensions de retraite à une hausse de l'inflation entraîne des effets de second tour, un choc inflationniste peut alors s'avérer plus persistant. La transmission est plus probable quand l'indexation des salaires et des pensions de retraite est automatique. Toutefois, elle peut jouer également un rôle important dans les négociations salariales, en particulier en période d'inflation élevée. Le lien au travers des salaires, particulièrement dans le secteur privé, sera probablement plus accentué et affectera les prix à la fois du côté de la demande et du côté de la production ; les pensions de retraite auront probablement un impact sur la demande par le biais du revenu disponible. S'agissant des salaires du secteur privé, diverses analyses récentes de la BCE et de l'Eurosystème ont conclu que la probabilité que les dispositifs de fixation des salaires entraînent des effets de second tour résultant de l'indexation sur l'inflation est relativement limitée dans la zone euro ¹. Cela se vérifie en particulier quand l'inflation est liée au renchérissement de l'énergie.

Cet encadré présente une vue d'ensemble des dispositifs d'indexation des salaires et des pensions de retraite du secteur public dans l'ensemble de la zone euro. Il s'appuie sur les informations provenant d'un questionnaire rempli par les membres du Groupe de travail sur les finances publiques, dans le cadre des projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème. L'encadré présente également une brève analyse des évolutions des salaires et des pensions de retraite du secteur public pour la zone euro au niveau agrégé.

La dépense publique liée aux salaires et aux pensions de retraite dans la zone euro représente des ressources budgétaires importantes, qui ont augmenté récemment. En 2020, la masse salariale publique de la zone euro (rémunération des salariés, hors cotisations sociales des employeurs) a représenté, selon les estimations, environ 7,8 % du PIB, tandis que les pensions publiques de vieillesse et de survivants ont représenté 12,7 % environ. Durant près de deux décennies (2001-2019) avant la crise du coronavirus (COVID-19), les taux de croissance moyens des salaires publics et privés par tête et de la pension de retraite moyenne ont été remarquablement similaires au niveau agrégé pour la zone euro ². Ces taux s'établissaient à 2,2 %-2,3 % environ, soit au-dessus du taux moyen d'inflation mesuré par l'IPCH, qui ressortait à 1,7 %. Cette situation masque des différences selon les périodes, les salaires publics augmentant plus rapidement que l'inflation (et les salaires privés) avant et pendant la grande crise financière et plus lentement

¹ Cf., par exemple, « La prévalence de l'indexation des salaires du secteur privé dans la zone euro et son rôle potentiel pour l'impact de l'inflation sur les salaires », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021 et les *Projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème*.

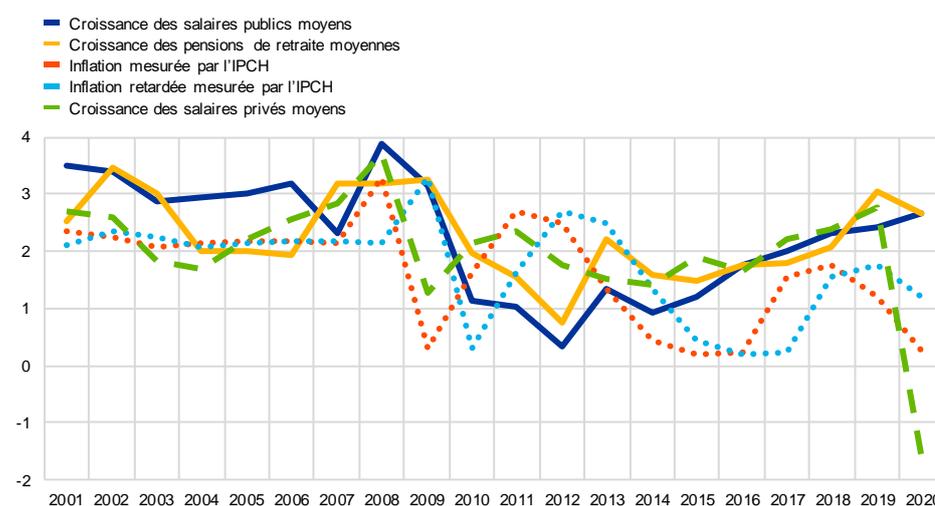
² Cf. les notes du graphique A pour le calcul des salaires et des pensions de retraite moyens dans le secteur public.

durant la crise de la dette souveraine (graphique A). Depuis 2015, les salaires publics moyens et les pensions de retraite moyennes ont augmenté à des taux nettement supérieurs à l'inflation instantanée ou retardée mesurée par l'IPCH au niveau agrégé de la zone euro, avec un redressement après la croissance atone enregistrée durant la crise de la dette souveraine³. En 2020, lorsque la pandémie de COVID-19 a frappé la zone euro, les profils d'évolution des salaires ont été affectés par des facteurs ponctuels. L'augmentation des salaires publics a reflété, entre autres, les primes dans le secteur de la santé, tandis que le ralentissement de la croissance des salaires privés a été lié à la couverture partielle par des fonds publics dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi. Les pensions de retraite du secteur public ont suivi plus étroitement l'inflation retardée, surtout après la crise de la dette souveraine.

Graphique A

Taux de croissance des pensions de retraite et des salaires publics moyens : agrégat de la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE ; base de données des projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives aux salaires moyens dans le secteur public sont calculées au niveau des pays en divisant les dépenses enregistrées dans la base de données des statistiques des finances publiques sous la rubrique « Salaires et traitements » (également appelée dans cet encadré « salaires publics » ou « masse salariale publique ») par le nombre d'agents de l'État. La pension moyenne se rapporte aux pensions de vieillesse et aux pensions de survivants et est calculée comme la dépense totale divisée par le nombre de pensions. L'agrégat de la zone euro est une moyenne pondérée du PIB des données par pays. Le salaire privé moyen correspond au salaire privé par tête. Pour les pensions de retraite moyennes, des données cohérentes sont disponibles pour la France à partir de 2010, pour la Grèce à partir de 2014 et pour le Luxembourg à partir de 2007 ; l'agrégat de la zone euro exclut ces pays lorsque les données ne sont pas disponibles. Les taux de croissance sont annuels. L'inflation retardée est l'inflation annuelle de fin de période retardée d'un an.

L'indexation des salaires publics sur les prix est relativement limitée et s'applique à environ un cinquième de la masse salariale publique de la zone euro (graphique B). Une indexation totale et partielle sur les prix est déclarée dans cinq pays, représentant 19 % de la masse salariale publique de la zone euro en 2021. Dans deux de ces pays (Belgique et Luxembourg), les salaires publics sont

³ En général, lorsque les salaires et les pensions de retraite du secteur public sont indexés, cela se fait sur la base d'indices de prix nationaux qui peuvent différer des indices harmonisés. Ces indices peuvent également exclure certaines composantes, le plus souvent des rubriques liées à la santé comme le tabac. L'énergie est exclue de l'indice des prix utilisé pour l'indexation des salaires publics (IPCH) en Italie.

indexés sur les prix de manière totalement automatique (avec un indice rétrospectif, lié au coût de la vie) ; Chypre et Malte ont un dispositif d'indexation similaire mais plus limité, qui est considéré comme partiellement automatique ⁴. En Italie, l'inflation anticipée hors énergie est prise en compte lors des négociations sur les renouvellements de contrats : si l'inflation s'avère supérieure à l'augmentation des salaires publics au cours de la période contractuelle de trois ans, la différence est comblée au cours de la période de trois ans suivante. Dans la plupart des pays de la zone euro, les salaires publics ne sont pas automatiquement indexés sur l'inflation, et celle-ci ne joue pas non plus un rôle formel dans la fixation des salaires. Toutefois, l'inflation est, ou peut être, prise en compte de manière informelle dans les négociations salariales du secteur public ⁵. Les salaires publics sont actuellement gelés en Grèce et en France (dans ce dernier cas, jusqu'à fin 2022 ; le gel ne s'applique pas à l'éducation, à la santé et aux bas salaires).

⁴ À Chypre, par exemple, les salaires publics et les pensions de retraite sont ajustés de manière rétrospective avec un paiement égal à 50 % de la hausse de l'indice du coût de la vie (COLA, qui correspond à l'indice des prix à la consommation, ajusté pour exclure les droits d'accise, de l'année précédente), sous réserve d'une croissance positive au deuxième et au troisième trimestre de cette année-là ; cet ajustement ne peut être négatif. À Malte, le gouvernement peut décider une augmentation des salaires publics supérieure à la hausse de l'indice du coût de la vie, et les salariés à temps partiel ont droit à des ajustements partiels.

⁵ En Slovénie, seule une petite partie des salaires publics (par exemple, les indemnités repas, les voyages d'affaires, les primes d'ancienneté, etc.) est indexée sur l'inflation passée ; le salaire minimum est également ajusté (au moins) en fonction de l'inflation. En Slovaquie, 12 % environ des fonctionnaires sont soumis à un dispositif automatique rétrospectif d'indexation des salaires, qui est lié aux salaires dans l'ensemble de l'économie. Dans d'autres pays, par exemple, l'inflation est utilisée comme référence dans les négociations salariales, de manière rétrospective en Lituanie et en Autriche et prospective au Portugal.

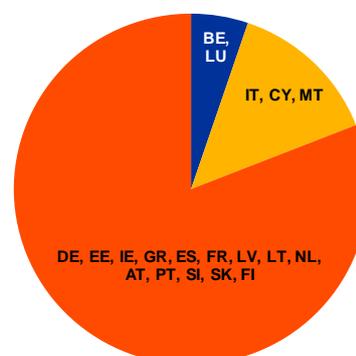
Graphique B

Indexation des salaires publics dans les différents pays de la zone euro

a) Indexation des salaires publics sur les prix, par pays

(part dans les dépenses salariales publiques de la zone euro en 2021)

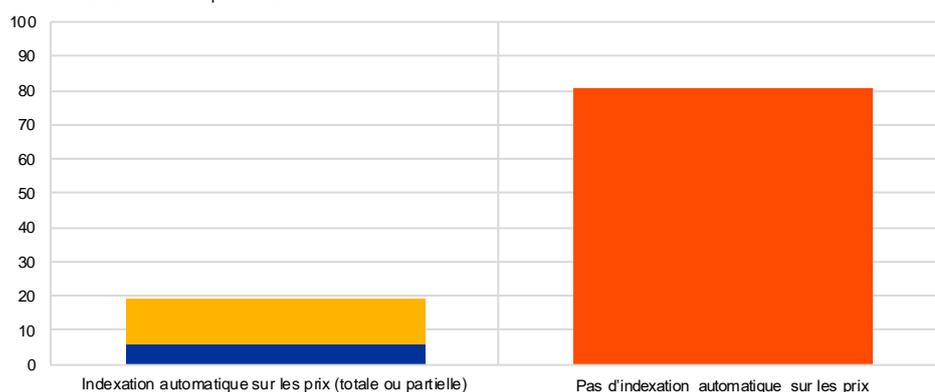
- Indexation totalement automatique sur les prix
- Indexation partiellement automatique sur les prix
- Pas d'indexation automatique



b) Type de référence retenue pour l'indexation

(pourcentage des dépenses salariales publiques de la zone euro en 2021)

- Rétrospective
- Prospective
- Pas de rôle formel pour l'inflation



Sources : Questionnaire du Groupe de travail sur les finances publiques, projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Pour la description des différentes catégories, se reporter au texte. Dans la partie a) du graphique, « Indexation partiellement automatique sur les prix » fait référence à des restrictions de l'indexation totale sur les prix, soit en ce qui concerne le montant (un ajustement inférieur à 100 % d'un indice de prix donné), soit en fonction d'autres variables de déclenchement et/ou de décisions administratives. Dans la partie b), la barre de gauche comprend la Belgique, le Luxembourg, Chypre et Malte (en bleu) et l'Italie (en jaune). La barre de droite indique le pourcentage de pays de la zone euro où l'inflation ne joue pas un rôle formel dans la fixation des salaires publics, même si elle peut être prise en compte de manière informelle dans les négociations salariales.

Les pensions de retraite publiques de la zone euro sont indexées automatiquement – totalement ou partiellement – sur les prix et les salaires, essentiellement de manière rétrospective, dans la quasi-totalité des pays (graphique C). Quatre catégories peuvent être identifiées sur la base du questionnaire :

a) Indexation totale des pensions de retraite publiques sur les prix : c'est le cas dans six pays (Belgique, Grèce, Espagne, Italie, Luxembourg⁶ et Slovaquie), représentant 37 % des dépenses de retraite de la zone euro en 2021. En Espagne, l'indexation est inscrite dans une nouvelle loi qui doit être appliquée à partir de 2022,

⁶ Au Luxembourg, les pensions de retraite publiques sont également indexées tous les deux ans sur les évolutions des salaires réels du secteur privé.

à la suite d'un dispositif d'indexation non automatique qui était en place depuis 2014. En Grèce, un gel nominal est actuellement en vigueur, et la formule d'indexation automatique des retraites doit s'appliquer de nouveau à partir de 2023.

b) Indexation automatique partielle sur les prix : elle est appliquée dans dix pays de la zone euro, ce qui représente un tiers de la facture de la zone euro au titre des retraites. L'indexation est considérée comme partielle parce que certaines restrictions à l'ajustement intégral sur l'indice des prix peuvent s'appliquer et/ou parce que d'autres variables, plus particulièrement le taux de croissance des salaires à l'échelle de l'économie ou des salaires privés, sont automatiquement prises en compte. Pour quatre membres de ce groupe (France, Chypre, Autriche et Portugal), l'indexation totale sur les prix peut être modifiée ou restreinte au cours du processus de décision ⁷. Dans les six pays restants (Estonie, Lettonie, Lituanie, Malte, Slovénie et Finlande), les pensions de retraite sont automatiquement indexées sur les prix et les salaires, essentiellement de manière rétrospective ⁸.

c) Indexation sur les salaires à l'échelle de l'économie et sur le salaire minimum : c'est le cas en Allemagne et aux Pays-Bas, respectivement, qui représentaient ensemble environ 30 % des dépenses de retraite de la zone euro en 2021.

d) Pas de système d'indexation automatique : c'est le cas seulement en Irlande, où les augmentations des pensions de retraite publiques sont décidées en règle générale dans la loi de finances annuelle.

⁷ Par exemple, en France, l'indexation couvre les pensions de retraite de base, mais les revalorisations des retraites complémentaires dépendent de régimes spécifiques (sans automaticité). En Estonie, en France, à Chypre et en Autriche, les décisions des pouvoirs publics peuvent impliquer des écarts par rapport à la formule d'indexation. Au Portugal, l'indexation des pensions de retraite est déterminée par une formule rétrospective dans laquelle la principale référence à l'inflation est ajustée à la hausse ou à la baisse en fonction de la croissance passée du PIB en volume ; ces dernières années, le gouvernement a accordé des augmentations exceptionnelles pour les pensions les plus basses.

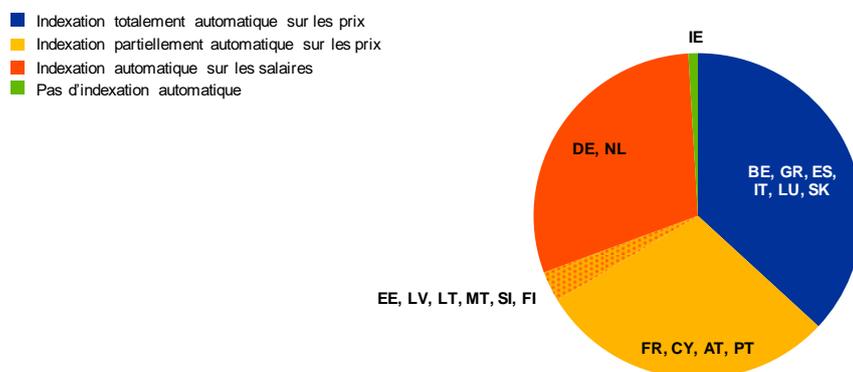
⁸ Les salaires ont une pondération plus élevée dans l'indice dans tous les pays à l'exception de la Finlande et (actuellement, mais pas à l'avenir) à Malte.

Graphique C

Indexation des pensions de retraite publiques dans les différents pays de la zone euro

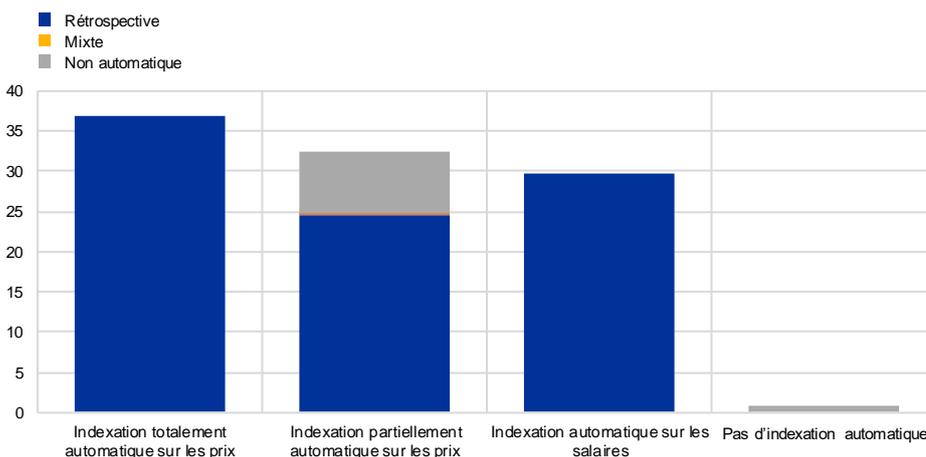
a) Indexation des pensions de retraite publiques par pays

(part des dépenses publiques de retraite de la zone euro en 2021)



b) Type de référence pour l'indexation

(pourcentage des dépenses publiques de retraite de la zone euro en 2021)



Sources : Questionnaire du Groupe de travail sur les finances publiques, projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les quatre catégories dans les deux graphiques sont identiques en termes de couverture des pays (voir le texte pour une description). Dans la partie b) la deuxième barre comprend la France, où la majorité de la facture au titre des retraites représente les retraites de base, qui sont automatiquement indexées sur les prix de manière rétrospective (comprises dans la partie bleue de la barre) ; le reste correspond aux retraites complémentaires, dont la revalorisation dépend de régimes spécifiques (pas d'automatisme, partie grise de la barre). La petite partie jaune de la barre centrale représente les pensions de retraite en Lituanie, qui sont ajustées à l'aide d'un indicateur mixte (prospectif et rétrospectif).

En ce qui concerne l'avenir, selon les projections de décembre 2021 de l'Eurosystème, la croissance des salaires et des pensions de retraite du secteur public ne devrait pas entraîner d'effets de second tour significatifs⁹.

Au niveau agrégé de la zone euro, la croissance des salaires dans le secteur public devrait être durablement inférieure à celle du secteur privé, ce qui laisse penser que des retombées positives du secteur public vers le secteur privé sont peu probables.

⁹ L'exercice de projection de décembre couvre la période 2021-2024. Les projections ont été finalisées le 1^{er} décembre 2021, sur la base des mesures approuvées ou susceptibles d'être approuvées à ce moment-là. En raison de l'incertitude quant à son calendrier et à sa mise en œuvre, l'augmentation du salaire minimum annoncée en Allemagne n'était pas encore intégrée dans les projections de référence. Pour plus de détails, cf. les [projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème](#).

Reflétant les dispositifs d'indexation principalement rétrospectifs, la trajectoire de la croissance moyenne des pensions de retraite suit étroitement la hausse de l'IPCH retardée d'un an, tout en restant supérieure à celle-ci sur l'horizon de projection. Au niveau des pays, il convient d'être également attentif, à moyen terme, aux conséquences budgétaires des augmentations des salaires et des retraites dans le secteur public, en équilibrant les objectifs de stabilisation et de viabilité, en particulier dans les pays où la dette est élevée et où les coûts liés au vieillissement sont importants.

Articles

1 Les logements occupés par leur propriétaire et la mesure de l'inflation

Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves et Omiros Kouvavas

Dans le contexte de la prise de décisions de politique monétaire, les indices des prix à la consommation (IPC) occupent une place de premier plan en tant que mesure de l'inflation. Il ressort de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire récemment publiée par la BCE que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure appropriée pour évaluer la stabilité des prix dans la zone euro. Toutefois, cette évaluation indique également qu'inclure les coûts des logements occupés par leur propriétaire (LOP) permettrait de donner une meilleure estimation de l'inflation pertinente pour les ménages. Cet article analyse le traitement des LOP dans les IPC en général et dans l'IPCH en particulier, en mettant l'accent sur l'approche par la valeur d'acquisition nette, qui est recommandée par le Conseil des gouverneurs. Il présente également le nouvel IPCH trimestriel analytique combiné à l'indice des prix des logements occupés par leur propriétaire (IPLOP) fondé sur les calculs de la BCE ¹.

1 Les logements occupés par leur propriétaire dans le contexte de l'IPCH : concept, évolution et caractéristiques du marché de l'immobilier résidentiel

Les logements occupés par leur propriétaire et l'IPCH

Le Système statistique européen (SSE) ² réfléchit à la manière de traiter les logements occupés par leur propriétaire (LOP) depuis les premiers stades de l'harmonisation des IPC dans l'UE. Le SSE a commencé à harmoniser les IPC au sein de l'UE dans les années 1990. Toutefois, les LOP n'ont jusqu'à présent jamais été inclus dans ces indices harmonisés. En raison de différences très importantes dans le traitement des LOP au sein des IPC nationaux des États membres de l'UE, aucun accord n'a été trouvé sur une approche commune pour l'inclusion des LOP dans l'IPCH. De plus, les indices de prix des biens immobiliers résidentiels fondés sur les achats effectifs de maisons et d'appartements étaient rarement disponibles.

Depuis sa création, en 1997, l'IPCH ne couvre qu'une petite partie des coûts de logement des propriétaires-occupants. Il inclut les dépenses au titre des LOP qui

¹ Pour une présentation plus technique, cf. Ganoulis (I.) *et al.* « Owner-occupied housing and inflation measurement » *Statistical Paper Series*, BCE, à paraître.

² Le SSE comprend Eurostat et les instituts statistiques des États membres de l'UE.

sont liées aux matériaux et aux services pour les menues réparations, à l'assurance logement, à l'électricité, au gaz et aux autres combustibles, à la distribution d'eau, à l'évacuation des eaux usées et au ramassage des ordures. Toutefois, la part la plus importante des coûts des LOP supportés par les ménages (achats de maisons et d'appartements et dépenses liées au fait d'être propriétaire d'un logement, ou bien coût estimé du fait de vivre dans un logement occupé par son propriétaire) n'est pas incluse dans l'IPCH.

Conformément aux fondements conceptuels de l'IPCH impliquant de couvrir les transactions entre les ménages et d'autres secteurs de l'économie, les IPLOP ont été conçus selon l'approche en termes de valeur d'acquisition nette.

Au début des années 2000, le SSE a décidé de quantifier les coûts relatifs aux LOP selon « l'approche par la valeur d'acquisition nette ». Au sens large, l'achat de maisons et d'appartements par les ménages recouvre l'ensemble des achats de logements résidentiels. Toutefois, pour mesurer les coûts liés aux LOP dans un IPC tel que l'IPCH, on ne tient pas compte des achats de biens destinés à la location. Les acquéreurs n'ayant pas l'intention d'habiter eux-mêmes le logement, celui-ci n'est pas « occupé par son propriétaire » et ces achats constituent donc un investissement plutôt qu'une dépense de consommation³. De plus, appliqué aux LOP, le concept selon lequel l'IPCH couvre les transactions entre ménages et agents autres que les ménages exclut les achats de logements réalisés par des ménages auprès d'autres ménages⁴. Les acquisitions nettes sont déterminées en retranchant les ventes aux secteurs autres que celui des ménages (sorties) des achats effectués auprès d'autres secteurs (entrées). Par conséquent, les ventes de logements occupés par leur propriétaire à des parties qui n'appartiennent pas au secteur des ménages doivent être déduites du total des achats de logements occupés par leur propriétaire effectués par les ménages⁵. Le SSE a également développé des indices des prix pour les composantes supplémentaires des IPLOP, pour les logements construits par les propriétaires eux-mêmes, pour l'entretien et les grosses réparations, ainsi que pour les dépenses relatives à l'achat (transfert de propriété) et à la propriété des logements occupés par leur propriétaire, tels que l'assurance habitation. À partir de 2013, les États membres ont fourni des IPLOP et leur ventilation sur la base d'un acte juridique spécifique, uniquement en interne au sein du SSE dans un premier temps. Depuis lors, de nouvelles améliorations ont été mises en œuvre. Depuis 2016, Eurostat publie un ensemble autonome d'IPLOP, tandis que les IPLOP totaux pour la zone euro et l'UE ont été publiés pour la première fois en octobre 2021.

³ Les achats par les ménages de logements destinés à être loués à d'autres ménages sont censés générer un revenu. Ce type d'investissement n'entre pas dans le champ des dépenses de consommation au titre de l'IPCH.

⁴ Même si ces transactions sont susceptibles d'entraîner d'importants effets intergénérationnels et de redistribution pour les ménages.

⁵ En pratique, toutefois, ce type de ventes est rare.

L'importance de la prise en compte des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH

Inclure les coûts liés aux LOP, autant qu'il est possible de le faire d'un point de vue statistique, améliorerait l'IPCH en tant qu'indicateur de l'inflation et accroîtrait sa représentativité et sa comparabilité entre les pays.

Les événements publics « La BCE à votre écoute » organisés dans le contexte de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE ont montré que les citoyens européens considèrent les évolutions des prix du logement comme un élément important de l'inflation totale ⁶. Pour une analyse des perceptions qu'ont les consommateurs des coûts liés aux LOP, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

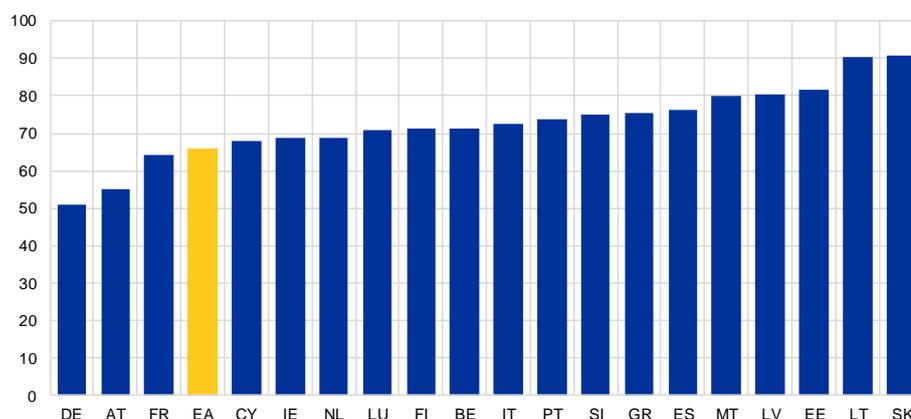
Les taux élevés de propriété du logement motivent l'intégration à l'IPCH des coûts relatifs aux LOP. Le graphique 1 présente le pourcentage de propriétaires-occupants dans le total des ménages des pays de la zone euro. La part de propriétaires-occupants est comprise entre 50 % et 90 %, avec des taux s'établissant autour ou au-dessus de 70 % dans 16 des 19 pays de la zone. Au vu des taux relativement élevés de propriété du logement et des différences importantes entre pays, l'inclusion des coûts relatifs aux LOP dans l'IPCH renforcera la représentativité de la mesure de l'inflation en matière de dépenses des ménages au sein d'un pays et améliorera la comparabilité entre les pays. L'hétérogénéité entre les différents pays des coûts relatifs aux LOP se reflète dans l'indice des prix de la zone euro par le biais des moyennes pondérées, les pondérations des dépenses pouvant fortement varier d'un pays à l'autre. Toutefois, lorsque l'on inclut les coûts relatifs aux LOP sur la base de l'approche en valeur d'acquisition nette, il convient de garder à l'esprit que la représentation élargie des dépenses de logement dans l'indice d'inflation reflète dans une large mesure les achats nets de LOP par le secteur des ménages (augmentation nette du stock de LOP), tandis que les coûts liés à la propriété (stock de LOP) sont inclus sous la forme de dépenses d'entretien, de réparations, d'assurance et autres.

⁶ Cf. le [portail « La BCE à votre écoute »](#)

Graphique 1

Taux de propriété du logement dans les pays de la zone euro, 2019

(pourcentages)



Source : Eurostat (statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie, SRCV-UE).

2 Les différentes approches des logements occupés par leur propriétaire dans les indices des prix à la consommation

En règle générale, les variations des prix à la consommation peuvent être mesurées sur la base des acquisitions (dépenses), de l'utilisation (consommation ou coût d'utilisation) ou des paiements ⁷. Les indices de prix fondés sur les acquisitions enregistrent le prix de transaction effectif des produits, y compris les biens durables, au moment de leur achat ⁸. En revanche, les approches liées à l'utilisation visent à quantifier le coût d'utilisation des biens durables sur la période pendant laquelle ils sont consommés. Enfin, les indices de prix construits à l'aide de l'approche par les paiements présentent les variations de prix liées aux dépenses monétaires pendant toutes les périodes au cours desquelles les ménages paient effectivement les produits achetés antérieurement. Au niveau mondial, les approches en termes d'acquisition, d'utilisation et de paiements diffèrent principalement dans le domaine des LOP lorsque l'approche par l'utilisation est mise en œuvre sous la forme d'équivalence locative ou de coût d'utilisation.

D'autres approches visant à intégrer les coûts du logement dans la mesure de l'inflation se concentrent sur des composantes spécifiques des compartiments du marché de l'immobilier résidentiel. Le graphique 2 présente les coûts de l'immobilier résidentiel mesurés par les loyers, les prix des logements et les IPLOP. Dans la zone euro, les loyers affichent des taux de variation remarquablement stables, à 1,6 % en moyenne à long terme (20 ans) ⁹, reflétant en

⁷ Cf. *Consumer Price Index Manual: Concepts and Methods*, Fonds monétaire international, 2020, p. 3-4.

⁸ Dans l'IPCH, les prix des services tels que les voyages organisés sont pris en compte au moment où la fourniture du service commence.

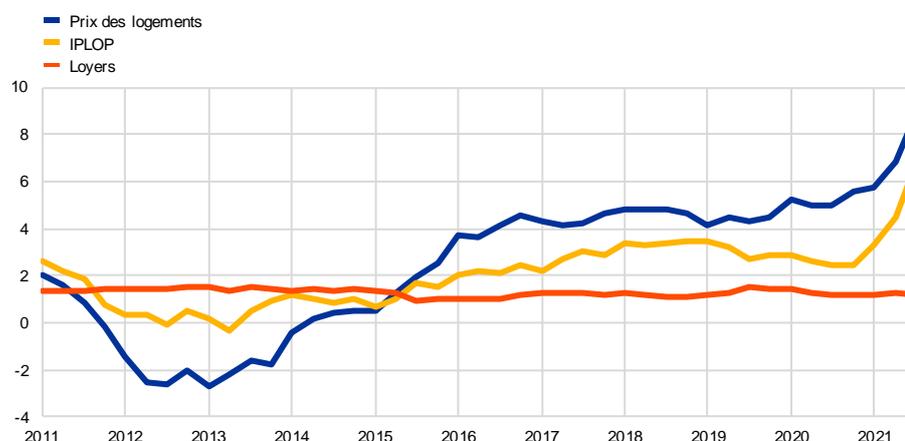
⁹ La longue série chronologique de l'IPCH pour les locations effectives à des fins d'habitation inclut d'autres locations effectives, par exemple celles qui sont utilisées comme résidences secondaires.

partie l'indexation sur les tendances passées et une viscosité des contrats de location à long terme. En revanche, les variations des prix des logements ont tendance à être plus étroitement liées aux cycles conjoncturels et parfois aussi à la dynamique des marchés financiers, avec des fluctuations considérables autour de leur moyenne à long terme de 3,3 %¹⁰. Les IPLOP peuvent être vus comme une mesure intermédiaire qui améliore la prise en compte de la dynamique des prix des logements et des variations de prix relatives aux dépenses liées à la propriété du logement. Les taux de croissance annuels des IPLOP sont moins volatils à long terme que les variations des prix des logements. L'approche choisie pour intégrer les coûts relatifs aux LOP à la mesure de l'inflation, qu'elle soit fondée sur l'imputation de loyers ou sur les évolutions des prix des logements achetés (maisons et appartements) aura donc un impact sur l'indice obtenu. Les indices de prix des LOP fondés sur l'équivalent-loyer aboutissent à une atténuation de la cyclicité de l'inflation, tandis qu'inclure un indice LOP fondé sur les prix des logements revient à ajouter une composante ayant une cyclicité plus prononcée, au moins s'agissant de notre échantillon (cf. graphique 2)¹¹.

Graphique 2

Mesures des coûts de l'immobilier résidentiel : prix des logements, loyers et IPLOP dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Si le niveau des pondérations des LOP est généralement élevé lorsqu'ils sont intégrés aux IPC, il varie significativement selon les méthodes d'intégration utilisées. Toutefois, le niveau des pondérations des LOP diffère selon que la valorisation des LOP se rapporte au stock de maisons et appartements occupés par leur propriétaire, comme dans les approches par équivalent-loyer et par coût d'utilisation, ou aux achats de logements effectués par le secteur autre que les

¹⁰ D'après la série chronologique longue de l'indice des prix des biens immobiliers résidentiels établi par la BCE. Les données pour le quatrième trimestre 2021 n'étaient pas disponibles au moment de la publication de cet article. La moyenne sur 20 ans inclut une estimation pour ce même trimestre.

¹¹ Il convient de noter que les cycles du logement sont davantage liés aux cycles financiers qu'aux cycles économiques. Dans la mesure où ces deux types de cycles divergent, le degré de cyclicité qui se matérialise *in fine* dans les IPLOP peut donc varier. Néanmoins, dans l'échantillon examiné, l'IPLOP et l'indice des prix des logements présentent un degré élevé de co-cyclicité.

ménages, c'est-à-dire l'entrée nette de LOP (« nouveaux LOP dans le secteur des ménages »). Selon nos estimations, imputer les loyers pour le stock de LOP impliquerait une pondération de 12 % pour les LOP dans l'IPCH de la zone euro, contre 9 % environ avec l'approche par la valeur d'acquisition nette.

Le Conseil des gouverneurs s'est toujours montré favorable à l'intégration des LOP à l'IPCH, mais sous certaines conditions.

Une couverture large des dépenses des ménages dans la mesure de l'inflation totale représente mieux le taux d'inflation pertinent pour les ménages. Toutefois, l'intégration des variations des prix des LOP dans l'IPCH nécessite la mise en conformité de l'IPLOP avec les normes de l'IPCH. Le Conseil des gouverneurs a fait valoir que la pleine intégration des variations des prix des LOP dans les IPCH pourrait avoir un impact négatif sur la fréquence et la rapidité de leur publication : en effet, les indices des prix des LOP sont actuellement publiés une fois par trimestre avec un décalage d'environ 100 jours, tandis que l'ensemble des données relatives à l'IPCH est publié mensuellement avec un décalage d'environ deux semaines¹². De plus, en principe, l'IPCH devrait rendre compte des variations des prix des biens et services de consommation plutôt que des variations des prix des actifs. Un bien immobilier occupé par son propriétaire n'est pas seulement un bien de consommation, mais il est aussi un actif servant de réserve de richesse et fournissant un flux de services de logement consommables. Les IPLOP incluent une telle composante actifs. Par conséquent, l'intégration partielle dans l'IPCH des évolutions des prix des actifs via l'IPLOP pourrait se révéler problématique.

Dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a analysé le traitement des coûts liés aux LOP selon l'approche par équivalent-loyer et l'approche par la valeur d'acquisition nette¹³.

L'évaluation met l'accent sur les caractéristiques statistiques de ces traitements des LOP dans l'IPCH et leurs implications potentielles pour la politique monétaire, notamment en matière de communication. L'approche par le coût d'utilisation et l'approche en termes de paiements n'ont pas été jugées pertinentes, du fait principalement qu'elles intègrent des paiements d'intérêts, ce qui établirait un lien direct avec les taux directeurs de la BCE.

L'approche en termes d'équivalent-loyer repose sur le double rôle que jouent les ménages en matière de LOP, en étant à la fois consommateurs et producteurs d'un flux de services de logement.

Lorsque les ménages possèdent le logement dans lequel ils vivent, le prix des services de logement (fourniture d'un toit) produits et consommés n'est que virtuel. L'approche en termes d'équivalent-loyer peut être vue comme mesurant le coût d'opportunité du fait d'occuper un logement plutôt que de le proposer à la location. Dans les comptes nationaux, les

¹² Les estimations rapides de l'IPCH sont publiées à la fin de chaque mois de référence et sont suivies environ deux semaines plus tard d'une publication présentant une ventilation exhaustive par objet de consommation et par catégorie de produit.

¹³ Pour des précisions, cf. « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, septembre 2021

LOP sont habituellement quantifiés en imputant des loyers afin de mesurer leur contribution au produit intérieur brut (PIB) ¹⁴.

L'approche en termes de valeur d'acquisition enregistre l'achat d'un logement de la même manière que celui d'un bien de consommation durable. Elle prend en compte les LOP au moment de l'achat plutôt que sur la période où les services de logement sont fournis aux propriétaires-occupants qui vivent dans leur propre logement. L'approche en termes de valeur d'acquisition nette traite les LOP de la même manière que n'importe quel autre bien de consommation durable (comme les voitures ou les meubles). Les IPLOP couvrent les logements achetés pour la première fois par le secteur des ménages, qui sont principalement des logements neufs achetés auprès de promoteurs ou construits par les propriétaires eux-mêmes. Les maisons et les appartements anciens achetés à d'autres secteurs institutionnels, par exemple le secteur public, et destinés à être occupés par leur propriétaire, sont également inclus, tandis que les ventes de logements résidentiels par les ménages à des secteurs autres que les ménages sont déduites. Dans l'ensemble, comme ils ne couvrent pas les ventes de logements de ménage à ménage, les IPLOP tendent à être moins volatils que les indices de prix des logements (cf. graphique 2). Cette moindre volatilité a une double origine : 1) les indices de prix des logements rendent compte des variations des prix de l'ensemble des achats de maisons et d'appartements par les ménages, y compris les opérations réalisées sur le marché secondaire et 2) les IPLOP incluent d'autres coûts relatifs aux LOP moins volatils, tels que l'assurance, les grosses réparations et l'entretien. La prise en compte étroite des achats de logements dans les IPLOP et l'impact des composantes supplémentaires devraient être mis en évidence, en particulier s'agissant des résultats différents par rapport à la dynamique habituelle des prix sur les marchés globaux de l'immobilier résidentiel. Les approches potentielles visant à atténuer l'impact de la dynamique des prix des actifs dans les IPLOP impliqueraient que les indices modifiés qui en résultent pourraient s'écarter encore davantage des indices des prix des logements.

À la suite de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs a recommandé l'approche en termes de valeur d'acquisition nette pour l'intégration des coûts liés aux LOP dans l'IPCH.

Une inclusion plus complète des coûts des LOP dans l'IPCH permettrait de mieux représenter le taux d'inflation pertinent pour les ménages. Bien que les coûts liés au logement représentent une part importante des dépenses des ménages, l'IPCH n'inclut actuellement que partiellement les coûts associés aux LOP incombant aux propriétaires. L'approche par la valeur d'acquisition nette, fondée sur le prix que les ménages paient effectivement lors de l'acquisition d'un logement, est la méthode privilégiée par le Conseil des gouverneurs pour une large intégration des LOP. Toutefois, les indices de prix des LOP mesurés à l'aide de cette approche incluent

¹⁴ Dans les comptes nationaux, la production pour compte propre de services de logement par les propriétaires-occupants est enregistrée au titre de la production des ménages. Toutefois, cette production ne peut pas être observée ou enregistrée directement. La valeur de production de ce service est donc quantifiée dans les comptes nationaux en utilisant soit l'approche par équivalent-loyer, soit (dans certains cas, comme lorsque les marchés locatifs ne sont pas représentatifs des marchés des LOP, par exemple lorsqu'ils sont très restreints) la somme des coûts de la production par les ménages de services de logement pour leur propre compte.

actuellement un élément d'investissement, alors que l'élément pertinent pour la politique monétaire est la composante consommation. Par conséquent, le calcul des IPLOP doit se concentrer davantage sur l'élément consommation que sur les prix des actifs. Il serait également souhaitable d'améliorer la fréquence et la rapidité des publications d'IPLOP.

Encadré 1

Pratiques internationales en matière de traitement des logements occupés par leur propriétaire dans les indices de prix à la consommation

Bernhard Goldhammer

Au niveau international, on observe des différences considérables dans la façon de traiter les LOP dans les IPC, notamment l'utilisation d'indices de prix comme mesure de la stabilité des prix par certaines banques centrales (tableau A). Dans la plupart des cas présentés dans le tableau A, c'est « l'approche en termes d'équivalent-loyer » qui est utilisée quand les LOP sont pris en compte. L'Australie et la Nouvelle-Zélande appliquent « l'approche en termes de valeur d'acquisition nette » dans leurs IPC trimestriels. Dans l'UE, des IPLOP fondés sur les acquisitions sont publiés sous la forme d'indices trimestriels autonomes. Le Canada, l'Islande et la Suède (dans son IPC national) quantifient les LOP sur la base de « l'approche en termes de coût d'utilisation ». Les banques centrales de ces pays utilisent également ces indices dans le cadre de leur politique monétaire. L'approche par le coût d'utilisation inclut les intérêts payés sur les prêts au logement, la dépréciation et les coûts récurrents. Si les plus-values et les moins-values, ainsi que les coûts d'opportunité sont, en théorie, des composantes des coûts d'utilisation totaux, l'appréciation et la dépréciation des actifs immobiliers au fil du temps ne sont pas, en pratique, incluses dans la mise en œuvre de l'approche en termes de coût d'utilisation pour les IPC. Les coûts d'opportunité par rapport à d'autres investissements (par exemple, les actions) sont soit exclus (Canada, Suède), soit approximés. Enfin, l'approche par les paiements couvre les intérêts payés sur les prêts au logement, des coûts tels que les frais juridiques et les frais d'agence immobilière, ainsi que les coûts de fonctionnement. Cette approche est (ou était) utilisée dans deux IPC nationaux (par l'Irlande et, jusqu'en 2019 pour les appartements, par l'Autriche) et comme mesure alternative indépendante pour les LOP au Royaume-Uni.

Tableau A

Traitement des LOP dans les IPC d'une sélection de pays

Approches utilisées pour les LOP	À des fins de politique monétaire	À d'autres fins
Coût d'utilisation du capital	Canada, Islande, Suède (IPC à taux hypothécaire fixe)	Canada, Islande, Suède
Approche par équivalent-loyer	Japon, Norvège, Suisse, États-Unis (indice des prix relatif aux dépenses de consommation personnelles)	Danemark, Allemagne, Chypre, Japon, Pays-Bas, Norvège, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis (relatif aux dépenses de consommation personnelles et IPC)
Approche en termes de valeur d'acquisition nette	République tchèque, Australie*, Nouvelle-Zélande*	Pays de la zone euro (IPCH - indices des prix des LOP indépendants), République tchèque, Australie*, Nouvelle-Zélande*, Finlande**
Approche par les paiements		Irlande, Autriche (pour les appartements, jusqu'en 2019)
Non inclus	Zone euro, Royaume-Uni	La plupart des IPC nationaux dans les États membres de l'UE non mentionnés ci-dessus, l'Autriche (à partir de 2020) et dans les IPC de nombreux autres pays

Source : « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *op. cit.*, p. 49, actualisé à l'aide d'informations plus récentes.

Notes : Lorsque les États membres de l'UE sont explicitement mentionnés, la référence porte sur l'IPC national et non l'IPCH*. IPC fourni à une fréquence trimestrielle.

** Mis à jour mensuellement avec un indice approximé.

L'Australie et la Nouvelle-Zélande appliquent toutes deux aux LOP l'approche en termes de valeur d'acquisition nette de manière assez similaire. Les indices des prix des LOP sont avant tout fondés sur les prix de vente des logements standard nouvellement construits, hors prix du terrain¹⁵.

L'approche par équivalent-loyer est utilisée au Japon et aux États-Unis (également à des fins de politique monétaire dans ces deux pays) et au Royaume-Uni. Sa mise en œuvre dans l'IPC américain montre combien il peut être difficile de calculer des équivalents-loyer qui soient bien représentatifs des coûts des LOP : aux États-Unis, l'équivalent du loyer pour les propriétaires (*owners' equivalent rent*, OER) est fondé sur des informations de prix autres que celles utilisées pour calculer l'indice des prix relatif aux loyers effectifs. Le « loyer économique », qui est utilisé pour l'indice de prix des loyers effectifs, inclut les services fournis par le propriétaire, tandis que ces services sont exclus du « loyer pur » utilisé pour l'OER¹⁶. Les pondérations globales, pour les loyers effectifs et imputés, sont tirées de l'enquête sur les dépenses de consommation américaine, qui demande aux locataires de déclarer le loyer qu'ils paient effectivement et aux propriétaires de déclarer un loyer hypothétique qu'ils feraient payer à un éventuel locataire¹⁷. Les pondérations obtenues pour chaque strate du stock de logements résidentiels tiennent compte du nombre de locataires et de propriétaires dans chaque catégorie¹⁸. L'approche américaine de l'OER suggère qu'un simple ajustement des pondérations totales des loyers effectifs afin de couvrir les loyers effectifs et imputés pourrait ne pas donner des résultats suffisamment représentatifs. L'indice des prix relatif aux dépenses de consommation personnelles (*Personal Consumption Expenditures*, PCE), qui constitue la principale mesure de l'inflation utilisée par le Système fédéral de réserve pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, s'appuie sur les mêmes données de prix que

¹⁵ Eiglsperger (M.) et Goldhammer (B.), « *Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks* », étude préparée pour le « *Meeting of the Group of Experts on Consumer Price Indices* », 7-9 mai 2018, Genève, Suisse, version corrigée, août 2018, p. 10 et 12.

¹⁶ Ptacek (F.), « *Updating the rent sample for the CPI Housing Survey* », *Monthly Labor Review*, Bureau des statistiques du travail, août 2013, p. 9-10.

¹⁷ « *How the CPI measures price change of Owners' equivalent rent of primary residence (OER) and Rent of primary residence (Rent)* », *CPI Factsheets*, Bureau des statistiques du travail, avril 2009, p. 1-2.

¹⁸ Ptacek (F.), *op. cit.*, p. 10-11.

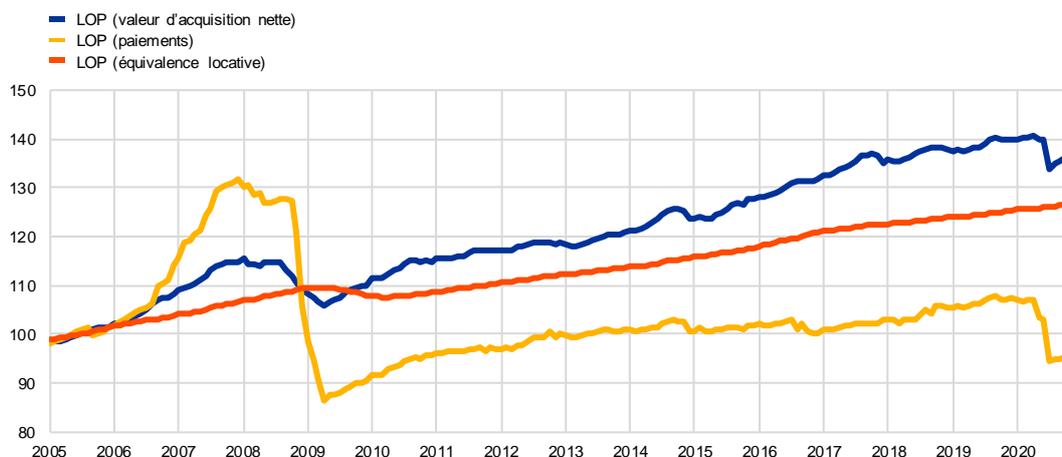
l'OER dans l'IPC américain, mais attribue une pondération nettement moins élevée aux loyers imputés. Cela tient aux différences de champs, l'indice des prix PCE couvrant un montant plus élevé de dépenses liées à la consommation des ménages (notamment les dépenses que les ménages ne paient pas pour eux-mêmes, comme l'enseignement public) et différentes sources de données pour les pondérations (enquête sur les dépenses de consommation pour l'IPC et comptes nationaux pour l'indice de prix PCE) ¹⁹.

Au Royaume-Uni, l'Office national des statistiques (*Office for National Statistics*, ONS) englobe également les loyers imputés dans l'indice des prix à la consommation incluant les coûts de logement des propriétaires-occupants (CPIH). Toutefois, pour sa politique monétaire, la Banque d'Angleterre utilise l'IPC, qui exclut les LOP. L'ONS publie trois autres indices de LOP indépendants fondés sur l'équivalent-loyer, la valeur d'acquisition nette et les paiements ²⁰. Une comparaison de ces trois indices révèle d'importantes divergences en matière d'évolution des prix (graphique A). Si l'indice de prix fondé sur l'équivalence locative affiche une croissance relativement stable dans le temps, une volatilité prononcée peut être observée dans la dynamique des prix de l'IPLOP fondé sur la valeur d'acquisition, en particulier pour l'indice des prix fondé sur les paiements.

Graphique A

Indices des prix des LOP pour le Royaume-Uni sur la base de la valeur d'acquisition nette, des paiements et de l'équivalence locative

(indice : janvier 2005 = 100)



Source : Office for National Statistics.

Le Canada et la Suède appliquent des variantes de l'approche en termes de coût d'utilisation dans leurs IPC. Ces deux pays incluent la dépréciation et les paiements d'intérêts, mais excluent les coûts d'opportunité et les plus-values. Dans la mesure où inclure les taux d'intérêt peut engendrer le risque d'une politique monétaire auto-induite, l'institut statistique suédois (*Statistics Sweden*) compile un IPC à taux d'intérêt fixes pour la Sveriges Riksbank. Au Canada, l'approche fondée sur le coût d'utilisation estime le profil effectif des paiements d'intérêts au titre des contrats

¹⁹ Johnson (N.), « *A comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in U.S. Inflation Calculation and their Implications* », Bureau des statistiques du travail, 2017.

²⁰ Cf., par exemple, « *Measures of owner occupier's housing costs, UK: January to March 2020* », Office for National Statistics, 2020. La publication du 17 juin 2020 annonce la date du 16 juin 2021 pour la publication suivante, mais elle a été décalée. La date de la prochaine publication n'est pas encore connue. Pour les données jusqu'en décembre 2020, cf. « *Measures of owner occupiers' housing costs* », Office for National Statistics, 2021.

hypothécaires actifs et le prix des maisons et des appartements dont l'achat a été financé via ces contrats. Cette perspective à long terme implique une représentation de l'évolution des prix sur une période de 25 ans ²¹.

3 Le nouvel indice trimestriel analytique de la BCE fondé sur l'approche des acquisitions nettes

Nouvel indice analytique combinant les IPCH et les indices des prix des LOP

Les nouveaux indices trimestriels analytiques calculés par les services de la BCE combinent les IPCH et les IPLOP, pour la zone euro et les pays de la zone euro, sur la base de données accessibles au public. L'évaluation de la stratégie de politique monétaire a défini une feuille de route pour l'intégration d'un IPLOP dans l'IPCH ²². La première étape consiste à combiner les IPLOP trimestriels (qui intègrent une composante prix des actifs) avec les IPCH. Les services de la BCE ont préparé des calculs analytiques pour l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de la Grèce ²³, et pour la zone euro dans son ensemble. Ces indices analytiques seront utilisés principalement à des fins internes, jusqu'à ce que des indices expérimentaux soient publiés par le SSE (Eurostat et les instituts de statistique de l'UE mènent leurs travaux indépendamment des délibérations internes de la BCE). Les pondérations des dépenses entrant dans l'IPLOP, qui doivent faire l'objet d'une approximation dans le cadre des nouveaux calculs réalisés par les services de la BCE, ont été établies essentiellement à partir des données des comptes nationaux ²⁴. Seules les statistiques publiées ont été utilisées ; les données détaillées relatives aux dépenses (en millions d'euros), ventilées suivant la composante IPLOP, ne sont pas encore publiquement disponibles. Par conséquent, les calculs doivent utiliser des approximations, la « formation brute de capital fixe » ²⁵ pour les nouveaux logements résidentiels étant la principale donnée publique à partir de laquelle d'autres dépenses ont été déduites. Les IPCH combinés aux IPLOP sont calculés comme des indices trimestriels chaînés de type

²¹ Cf. Xu (A.), Yélu (C.) et Soumare (A.), « *New approach for estimating the mortgage interest cost index* », *Prices Analytical Series*, Statistics Canada, novembre 2017.

²² Cf. « *Vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire de la BCE* », BCE, 2021.

²³ L'IPLOP pour la Grèce n'a pas encore été fourni par l'Institut grec de statistique.

²⁴ Au cours de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, les calculs internes à la BCE permettant de combiner les IPCH et les IPLOP faisaient référence aux pondérations approximées des IPLOP sur la base des données des comptes nationaux relatives aux loyers imputés. Les résultats de ces calculs sont présentés, par exemple, dans « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *op. cit.*, p. 48 à 65.

²⁵ Ces données des comptes nationaux représentent les dépenses en vue de l'achat de nouveaux logements résidentiels, hors coût du terrain.

Laspeyres ; les pondérations sont actualisées en fonction des prix conformément à la méthodologie de l'IPCH ²⁶.

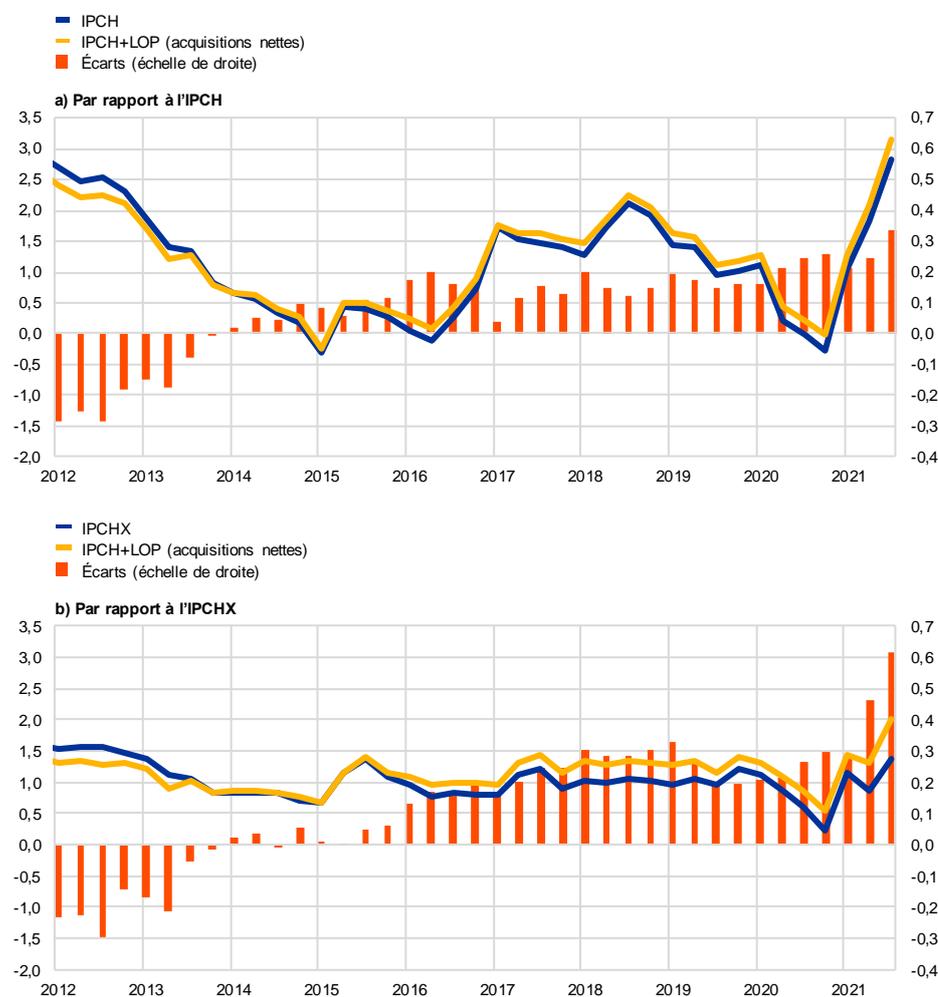
Au cours des dix dernières années, sur la base des calculs préliminaires de nos services, l'IPCH combiné à l'IPLOP pour la zone euro, a affiché des taux d'inflation qui ne diffèrent pas énormément de ceux de l'IPCH hors coûts liés aux LOP (graphique 3). Depuis 2011, l'écart entre l'IPCH de la zone euro, LOP inclus ou hors LOP, a été limité, atteignant au maximum 0,3 point de pourcentage. L'inflation totale incluant certaines composantes très volatiles qui risquent de ne pas fournir d'indications sur les perspectives à moyen terme, il est d'usage, à des fins de politique monétaire, d'étudier également les mesures d'exclusion qui constituent une approximation de l'inflation sous-jacente, un exemple notable étant l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (IPCHX). Le fait de les combiner avec l'IPLOP affecte également le résultat de ces mesures d'exclusion relatives à l'inflation sous-jacente, en partie parce que la pondération relative de l'IPLOP est plus élevée dans les taux d'inflation qui excluent certaines dépenses. L'écart de taux d'inflation pour l'IPCHX de la zone euro, en particulier ces dernières années, mais également au premier semestre 2012, a été plus marqué. L'écart le plus prononcé a été de 0,4-0,6 point de pourcentage au deuxième et au troisième trimestre 2021, période où les facteurs liés à la pandémie de coronavirus (COVID-19) influent encore sur l'inflation mesurée par l'IPCH (hors LOP). De 2012 à 2020, toutefois, les écarts n'ont pas dépassé 0,3 point de pourcentage en valeur absolue, y compris lorsque l'inclusion des variations de l'IPLOP a entraîné une diminution des taux de variation de l'indice combiné. Plus généralement, les propriétés des indices combinés relatifs au cycle économique, aux cycles du marché immobilier, de la construction et au cycle financier doivent être évaluées de façon plus complète dès lors que des séries chronologiques plus longues intégrant des données officielles relatives aux IPLOP deviendront accessibles.

²⁶ Pour plus de précisions relatives à la méthodologie de l'IPCH, cf. *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) – Methodological Manual*, Eurostat, novembre 2018.

Graphique 3

Nouvel indice analytique combiné intégrant les LOP selon l'approche des acquisitions nettes : résultats préliminaires des services de la BCE

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Comparaison avec l'approche de l'équivalent-loyer

Dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, les approches des acquisitions nettes et de l'équivalent-loyer ont été comparées sur la base des estimations préliminaires établies par les services de la BCE.

Les approximations des loyers imputés pour les LOP réalisées par la BCE ont été déduites directement de l'IPCH relatif aux loyers d'habitation effectifs.

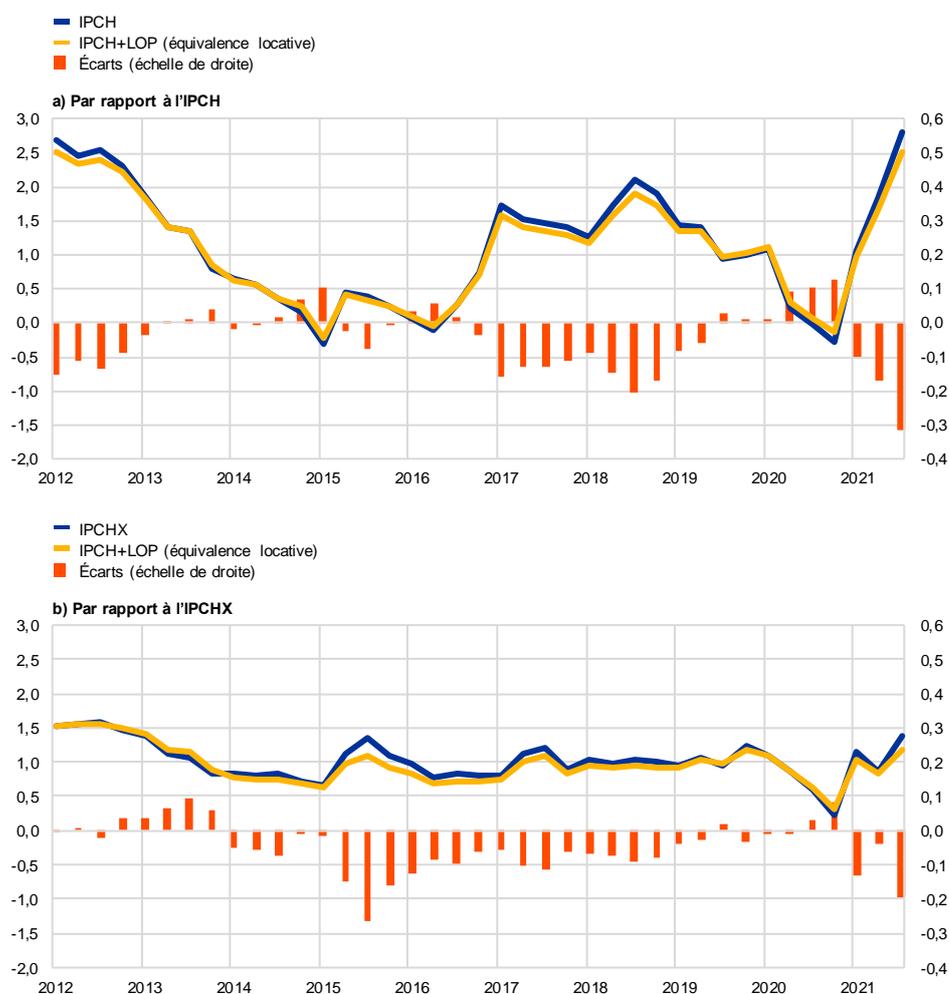
La pondération respective attachée à l'indice des LOP fondé sur les loyers imputés dans l'IPCH combiné a été établie à partir des données des comptes nationaux relatives aux loyers imputés figurant dans les statistiques de consommation des ménages.

Lorsqu'elle est prise en compte dans l'inflation totale de la zone euro, l'incidence absolue de l'approche des acquisitions nettes et de l'approche de l'équivalent-loyer est limitée ; toutefois, les effets sont qualitativement différents. L'indice combiné avec les IPLOP fondés sur les acquisitions nettes amplifie la cyclicité, tandis que la mesure utilisant les indices fondés sur l'équivalent-loyer atténue les variations cycliques. Le graphique 4 montre que l'effet sur l'inflation de l'ajout des LOP sous la forme de loyers imputés tend à être très faible et qu'il est, contrairement à l'approche des acquisitions nettes, majoritairement contracyclique. Les résultats relatifs à l'IPCHX (partie b) sont très proches de ceux obtenus pour l'inflation totale (partie a), l'effet sur l'IPCHX étant légèrement plus important. La faiblesse de ces écarts de taux d'inflation s'explique principalement par la faible volatilité de la hausse des loyers (graphique 2).

Graphique 4

Indice recourant à l'approche de l'équivalent-loyer pour les LOP

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Sur la base des estimations préliminaires de la BCE exploitant des données depuis 2011, les pondérations agrégées au niveau de la zone euro fondées sur les acquisitions n'ont pas été sensiblement plus volatiles que les pondérations

fondées sur les loyers imputés. Une éventuelle préoccupation concernant le recours à l'approche des acquisitions nettes est que les pondérations de l'IPLOP pourraient varier considérablement au fil du temps, ce qui risque d'entraîner un éventuel biais à la hausse de l'inflation moyenne reflétée dans un indice combiné lié aux profils habituels des cycles du marché de l'immobilier, en conjonction avec l'obligation pour l'IPCH d'actualiser les pondérations des dépenses sur une base annuelle ²⁷. Le graphique 5, partie a, compare les pondérations en fonction des acquisitions nettes sur la base des estimations de la BCE (déduites de la formation brute de capital fixe en milliards d'euros et des pondérations relatives des sous-indices de l'IPLOP d'Eurostat) pour la zone euro et les loyers imputés issus des comptes nationaux, sous la forme de « parts de dépenses relatives avec une actualisation prix » ²⁸. Pour la période 2011-2020, le coefficient de variation des pondérations à partir des acquisitions nettes a été de 0,044, contre 0,025 pour les pondérations en fonction des loyers imputés ; la valeur minimale des pondérations au titre des acquisitions nettes est ressortie à 8,3 % et la valeur maximale à 9,5 % ²⁹. Dans certains pays, cependant, une plus grande volatilité dans le temps des pondérations de l'IPLOP est plus probable, en particulier lorsque les cycles de la construction sont marqués. Pendant la crise COVID-19, ces fortes variations ont été observées dans plusieurs pays (notamment en France et en Italie). Si l'on ignore encore de quelle manière les instituts nationaux de statistique rendront les pondérations au titre des acquisitions nettes représentatives de l'année précédente concernée – conformément aux normes relatives à l'IPLOP – les estimations des services de la BCE présentées dans le graphique A, partie b, suggèrent que les périodes de variations significatives dans le temps des pondérations au titre des acquisitions nettes sont susceptibles de différer des périodes de variations des loyers imputés. Par conséquent, lorsqu'on examine l'impact qu'aurait la combinaison de l'IPCH avec les coûts des LOP quantifiés à l'aide de l'approche fondée sur les acquisitions nettes par rapport à celui de l'IPCH auquel on ajoute les loyers imputés, les différences de calcul des pondérations respectives peuvent également jouer un rôle ³⁰

²⁷ Cf. Whelan (K.), « *How Should Housing Be Treated in the HICP? – In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee* », *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, novembre 2021, p. 12-13. Étant donné que les pondérations de l'IPLOP doivent être calculées d'après les mêmes concepts que les pondérations de l'IPCH, les pondérations de l'IPLOP sont destinées à représenter les profils de dépenses de l'année précédente, les principales données étant issues de l'année antérieure à cette même année.

²⁸ Pour plus de détails concernant le calcul de ces pondérations, cf. Ganoulis *et al.*, *op.cit.*

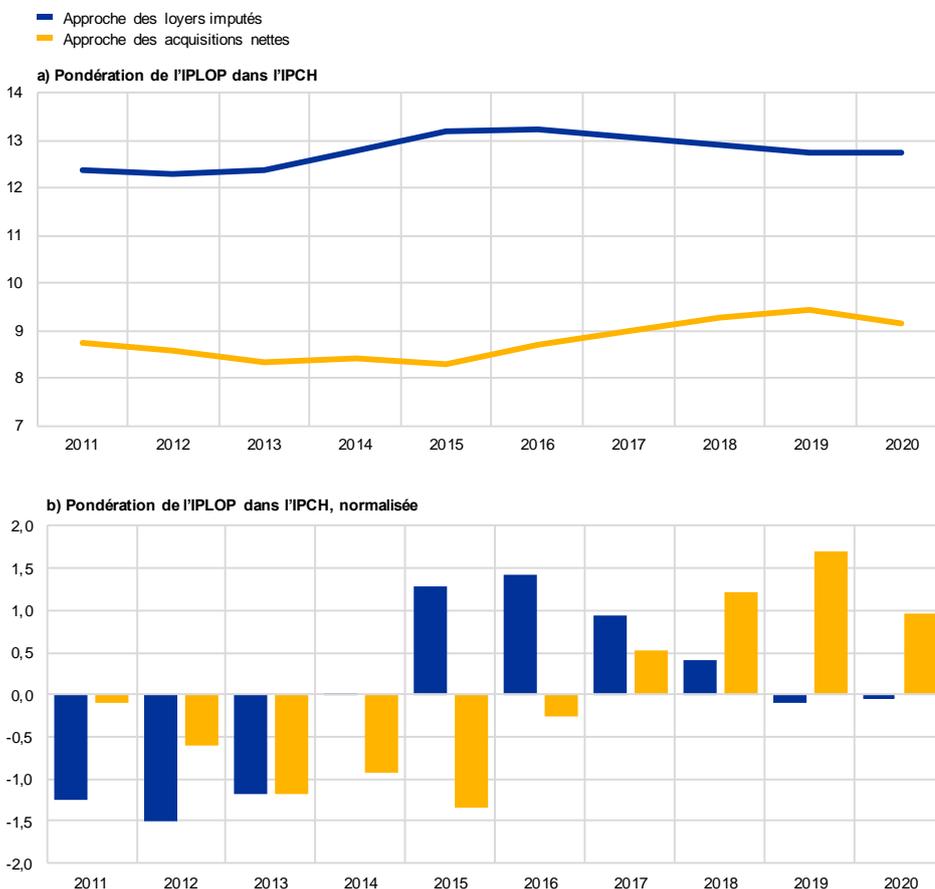
²⁹ Moyenne : 8,8 % ; écart type : 0,39 point de pourcentage.

³⁰ Durant l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, cependant, les calculs des services de la BCE permettant de combiner les IPCH avec l'IPLOP, d'une part, et avec les loyers imputés, d'autre part, faisaient référence aux mêmes pondérations approximées des LOP comme composante de l'IPCH. Ces pondérations sont calculées sur la base des données des comptes nationaux relatives aux loyers imputés. Les résultats de ces calculs sont présentés, par exemple, dans « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *op. cit.*, p. 48 à 65. Cf. note de bas de page n° 24.

Graphique 5

Comparaison de la pondération de l'IPLOP dans l'IPCH en fonction des approches des loyers imputés et des acquisitions nettes

(partie a : pourcentages ; partie b : unités normalisées)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les écarts types présentés dans la partie b correspondent aux écarts par rapport à la moyenne, divisés par l'écart type sur la période 2011-2020.

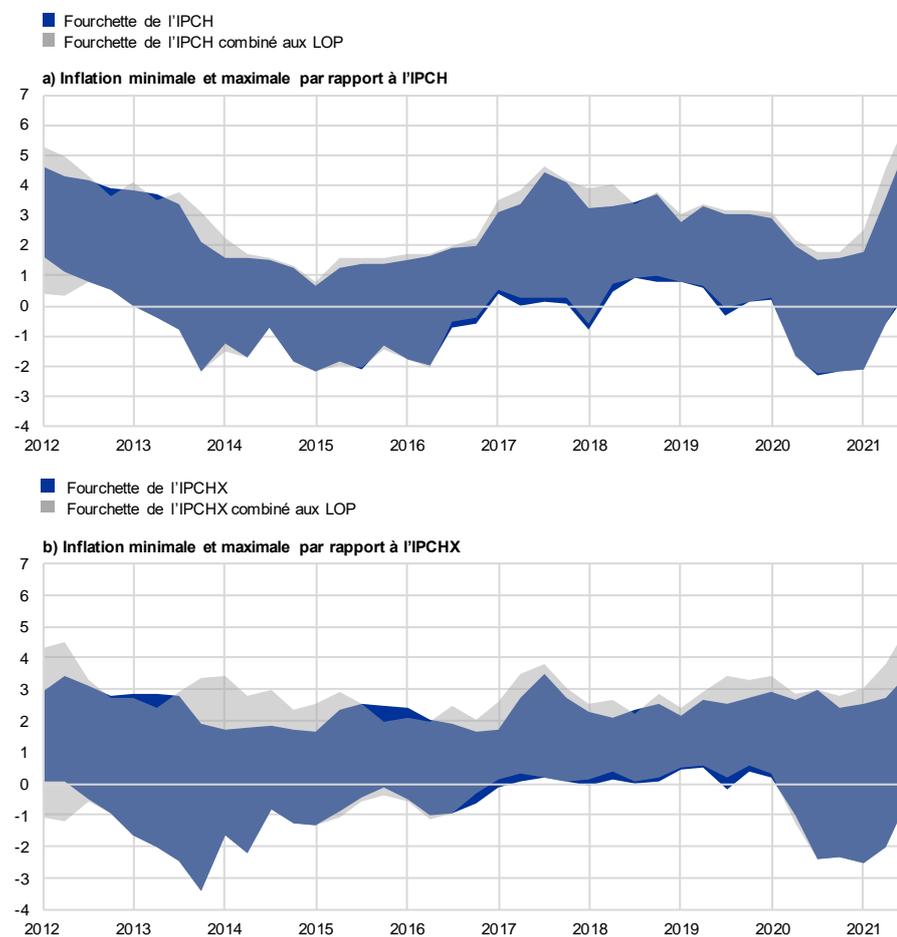
Implications pour la variabilité et les contributions selon les pays de la combinaison des IPLOP avec les IPCH

Globalement, selon les estimations préliminaires de la BCE, la dispersion de l'inflation entre les pays semble ne pas être affectée significativement par l'intégration des IPLOP. Le graphique 6 présente l'inflation minimale et maximale dans les différents pays de la zone euro pour chaque trimestre depuis 2012, à la fois pour les IPCH et pour les nouveaux indices intégrant les IPLOP. Les écarts entre les fourchettes des deux mesures semblent très faibles, tant pour l'inflation totale que pour celle mesurée par l'IPCHX. Le graphique 7 représente les écarts types de l'inflation des différents pays tant pour l'IPCH que pour l'IPCHX. En phase avec le graphique 6, l'incidence de l'intégration des LOP sur la dispersion globale de l'inflation semble limitée.

Graphique 6

IPCH combinés aux IPLOP dans les pays de la zone euro – fourchette minimum-maximum ³¹

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les parties a et b retracent la fourchette des taux d'inflation mesurés par l'IPCH et par l'IPCHX dans les différents pays de la zone euro lorsqu'on ajoute les LOP (en gris) et lorsqu'on ne les ajoute pas (en bleu foncé). La zone est en bleu clair lorsque les fourchettes se chevauchent.

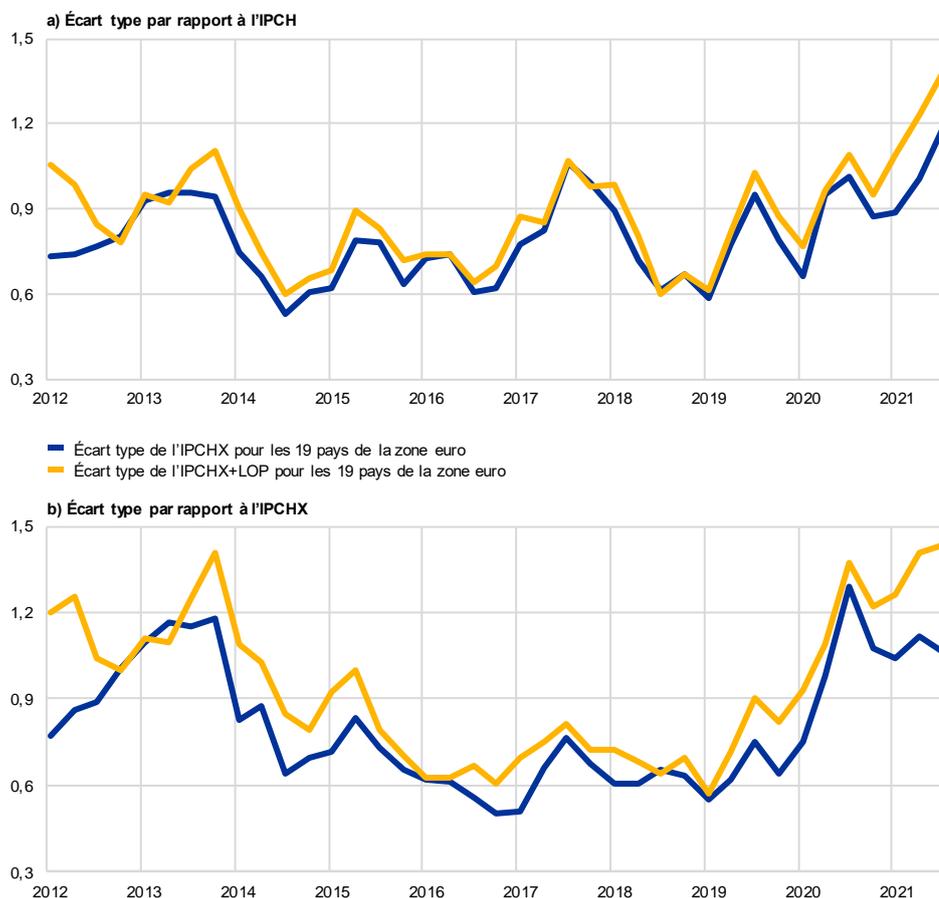
³¹ L'IPLOP pour la Grèce n'est pas disponible. Dans l'IPCH combiné à l'IPLOP pour la zone euro, l'IPCH pour la Grèce est inclus.

Graphique 7

IPCH combinés aux IPLOP dans les pays de la zone euro – écart type

(en points de pourcentage)

- Écart type de l'IPCH pour les 19 pays de la zone euro
- Écart type de l'IPCH+LOP pour les 19 pays de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les cycles du marché de l'immobilier étant susceptibles d'avoir des effets spécifiques sur la hausse de l'IPCH global lorsque l'on inclut les IPLOP, cette dynamique doit être identifiée, suivie et prévue. Les analyses de l'inflation réalisées à la BCE seront élargies et approfondies à cet égard. Les séries chronologiques actuellement disponibles ne sont souvent pas assez longues pour permettre une analyse approfondie des propriétés cycliques des marchés de l'immobilier des différents pays de la zone euro avant 2011. Toutefois, certains enseignements peuvent être tirés des évolutions des années 2000. Selon les estimations internes à la BCE, les hausses rapides des prix des logements dans plusieurs pays de la zone euro qui ont précédé la crise financière mondiale de 2008 ne se seraient pas reflétées de façon très visible dans la hausse de l'IPCH de la zone euro si l'on avait inclus les LOP, car ils ont contrebalancé les variations modérées des prix des logements dans d'autres pays de la zone euro.

Depuis 2012, l'écart global entre l'inflation mesurée par l'IPCH et les variations de l'IPCH combiné à l'IPLOP s'explique principalement par les évolutions dans quelques pays. Le graphique 8 montre les contributions des différents pays à

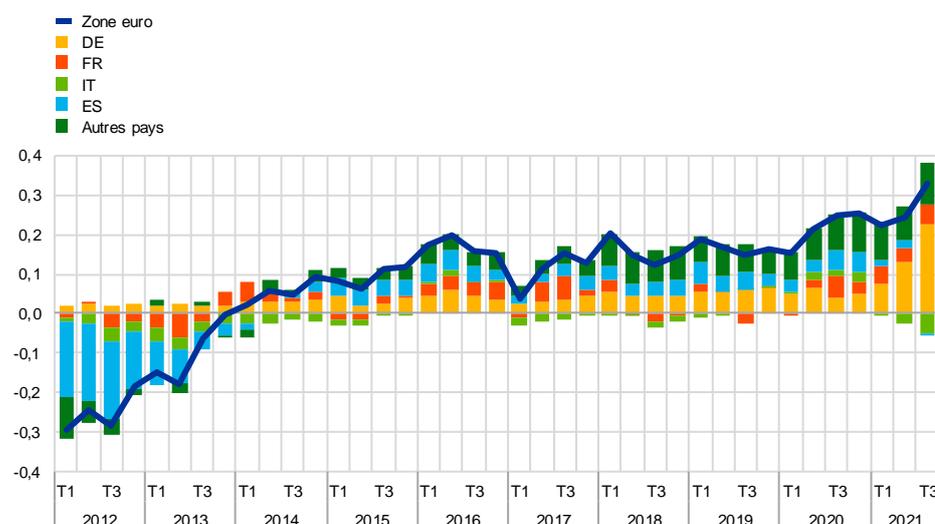
l'écart. En 2012 et 2013, l'écart est lié en grande partie aux évolutions en Espagne. Depuis, les facteurs à l'origine de l'écart d'inflation dans la zone euro lorsque l'IPLOP est ajouté à l'IPCH se sont répartis de manière plus équitable entre les pays de la zone euro. Toutefois, les évolutions observées au cours des derniers trimestres s'expliquent essentiellement par la forte hausse enregistrée en Allemagne.

Graphique 8

Contributions à l'écart entre l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro et les variations de l'IPCH combiné à l'IPLOP

Contributions des différents pays aux écarts dans la zone euro

(points de pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les évolutions de l'IPLOP se rapportent souvent à des déterminants des prix de l'immobilier résidentiel qui peuvent varier d'un pays à l'autre. Le financement (c'est-à-dire le crédit hypothécaire) est un déterminant important des prix des transactions relatives aux LOP, qui joue un rôle nettement plus significatif que pour les biens de consommation durables comme les voitures et les meubles. Le rôle de l'immobilier en tant qu'opportunité d'investissement peut également varier au fil du temps en fonction de l'évolution des profils risque-rendement dans les différentes classes d'actifs. Les restrictions du côté de l'offre, telles que la disponibilité limitée des terrains à construire, sont également un facteur commun de hausse des prix des logements et donc des IPLOP. Les évolutions allant du moyen au long terme, comme les changements démographiques et socio-économiques (par exemple, le nombre de personnes au sein des ménages et la pyramide des âges), peuvent avoir une incidence plus durable sur les coûts des logements et ainsi également sur les IPLOP.

4 Défis à venir : vers l'intégration de l'IPLOP dans l'IPCH

La fourniture trimestrielle des IPLOP par le SSE a constitué une avancée importante sur la voie d'une couverture plus complète des dépenses de

logement des ménages dans les IPCH pour la zone euro et les différents pays de la zone. Toutefois, l'intégration complète des IPLOP dans les IPCH nécessite une déclaration mensuelle et rapide. En outre, l'utilisation à des fins de politique monétaire de l'IPCH de la zone euro, dans lequel les LOP sont solidement intégrés, nécessite de traiter la question de la composante investissement actuellement incluse dans les IPLOP. La BCE soutient de nouveaux projets de recherche sur des méthodes de mesure optimales. Celles-ci devraient viser à mieux isoler la composante consommation de la composante investissement, la première étant la composante pertinente pour la politique monétaire.

Dans son évaluation de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a défini une feuille de route pour les progrès dans le domaine des IPLOP. Avec le SSE comme principal acteur, quatre étapes pourraient être envisagées : a) la fourniture des IPCH trimestriels combinés aux IPLOP en tant qu'indices analytiques de la BCE (présentés dans le présent article) ; b) la fourniture d'un indice expérimental par le SSE, qui devrait intervenir en 2023 – le SSE prendra sa décision sur ce point indépendamment des réflexions internes à la BCE ; c) l'adaptation du cadre juridique de l'IPCH afin de permettre la combinaison des IPCH trimestriels avec les statistiques officielles des IPLOP, prévue au plus tôt pour 2026 ; et d) l'intégration des coûts liés aux LOP dans l'IPCH, selon une périodicité mensuelle et de façon rapide ; cela pourrait ouvrir la voie à l'adoption d'un IPCH intégrant les coûts liés aux LOP comme principal indice aux fins de politique monétaire.

Le SSE travaille à l'avancement et à l'adaptation des actes juridiques relatifs à l'IPLOP. Le règlement d'exécution à venir relatif à l'IPLOP, qui fixera les obligations révisées et étendues pour le calcul des IPLOP trimestriels par les instituts de statistique de l'UE, devrait entrer en vigueur au second semestre 2022 et être appliqué par les instituts nationaux de statistique dès janvier 2024. Toutefois, afin de combiner les IPLOP aux statistiques officielles des IPCH, le règlement-cadre³² de l'IPCH doit être amendé. En fonction de l'avancement des travaux du SSE, le processus de mise à jour de ce règlement pour les aspects relatifs aux IPLOP prendra du temps.

Dans le processus d'intégration des IPLOP dans les IPCH, la BCE étudiera en détail les propriétés de ces indices. La BCE suivra de près les progrès en matière de statistiques dans l'élaboration des IPLOP et des indices combinés, tant en termes de méthodes que d'adaptation du cadre juridique sous-tendant les IPCH et les IPLOP. Les propriétés statistiques des nouvelles évolutions des IPLOP doivent faire l'objet d'une évaluation complète, s'agissant en particulier de leur incidence sur l'utilisation de ces indicateurs dans l'optique de la politique monétaire de la BCE.

Les caractéristiques des IPLOP doivent également être analysées en termes de qualité statistique de ces indices, notamment en ce qui concerne les révisions périodiques des données. Un aspect important réside dans le fait que, lorsqu'elles sont publiées, les données relatives aux IPLOP ne représentent que des

³² Règlement (UE) 2016/792 du parlement européen et du conseil du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements, et abrogeant le règlement (CE) n° 2494/95 du Conseil (JO L 135, 24.5.2016, p. 1).

résultats préliminaires. Contrairement aux IPCH, les IPLOP sont fréquemment révisés, au fur et à mesure que des données supplémentaires deviennent disponibles pour les périodes de référence concernées. Par conséquent, le recours aux IPLOP doit prendre en compte l'incertitude statistique plus élevée entourant les données relatives à l'IPLOP pour les périodes de déclaration récentes.

Des travaux de suivi sont planifiés au sein de l'Eurosystème pour prévoir les indices des prix des LOP. Il s'agit là d'un exercice difficile, étant donné que la composante prix des actifs des IPLOP (par opposition à la composante coût de la construction) n'est pas de même nature que pour d'autres indicateurs cycliques.

La possibilité de dissocier les composantes consommation et investissement des IPLOP repose sur la capacité à aboutir à une interprétation commune et sur l'élaboration d'un traitement qui puisse être mis en pratique. Jusqu'à présent, il n'y a pas de consensus sur ce que recouvrent respectivement le volet consommation et le volet investissement dans les achats de logements par les ménages, une composante importante des IPLOP, et cette question influe à la fois sur les variations de prix et sur les pondérations. Pour les besoins des calculs dans cet article, des « prix bruts » et des « pondérations nettes » ont été utilisés, tels qu'ils sont appliqués par le SSE dans ses calculs des IPLOP. Les prix bruts correspondent aux prix des transactions effectives. Les logements acquis par les ménages à des fins locatives (investissement) ne sont pas pris en compte dans les prix et les pondérations de l'IPLOP. Les dépenses relatives au terrain (actif non produit) sont exclues uniquement des pondérations fondées sur les acquisitions nettes. L'indice des prix des LOP relatif aux logements nouvellement acquis, toutefois, reflète les variations de prix incluant le prix du terrain (prix brut), tandis que l'indice des prix relatif aux logements construits par les propriétaires eux-mêmes ne tient pas compte du prix du terrain. Pour approfondir encore ce qui est inclus ou non dans les pondérations et les indices des prix, il faudrait s'entendre sur ce qu'on considère comme consommation et comme investissement, y compris pour ce qui relève du traitement du terrain.

Le calcul des IPLOP mensuels est un défi du point de vue statistique.

L'utilisation des prix des transactions pour les nouveaux logements nécessite l'enregistrement d'un montant suffisant de transactions sur chaque période de déclaration. À un rythme mensuel, toutefois, le nombre de transactions peut être faible, en particulier dans les petits pays. En outre, les délais de déclaration, qui ont déjà des répercussions négatives sur les déclarations trimestrielles des transactions immobilières, sont encore plus importants lorsque l'enregistrement est effectué à un rythme mensuel.

De nouvelles études sont nécessaires concernant le calcul des IPLOP disponibles selon une périodicité mensuelle et de manière rapide. Il est très probable que ces deux aspects nécessitent l'application de méthodes qui n'ont pas encore été établies pour les IPCH. Cela nécessite une approche novatrice, mais prudente, compte tenu des répercussions potentielles sur les méthodes de calcul et les usages des indices.

Des projets de recherche à long terme menés conjointement avec le SSE, le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pourraient apporter un éclairage nouveau sur les méthodes de mesure optimales. Il convient de promouvoir ces projets de recherche, en particulier dans l'optique de mieux isoler la composante actifs des indices des prix des LOP fondés sur les acquisitions nettes. Au final, l'intégration des IPLOP dans l'IPCH est un projet de long terme, pour lequel le SSE est le principal acteur. Compte tenu des défis à venir, les activités statistiques seront soutenues par l'Eurosystème, le cas échéant, sous la forme de restitutions périodiques aux utilisateurs.

Durant la période de transition, l'IPCH actuel demeurera le principal indice de référence pour la politique monétaire. Cette période de transition s'étendra jusqu'à ce que l'IPLOP respecte les normes de rapidité et de qualité nécessaires à une intégration complète dans l'IPCH mensuel. Dans l'intervalle, reconnaissant que plusieurs années seront nécessaires pour intégrer pleinement les logements occupés par leurs propriétaires dans l'IPCH, le Conseil des gouverneurs inclura, pour les besoins de ses évaluations de la politique monétaire, des mesures de l'inflation qui prennent en compte les premières estimations des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans sa panoplie plus large d'indicateurs supplémentaires de l'inflation.

2 Le programme *Next Generation EU* du point de vue de la zone euro

Maximilian Freier, Charlotte Grynberg, Marguerite O'Connell, Marta Rodríguez-Vives et Nico Zorell

1 Introduction

Le programme *Next Generation EU* (NGEU) constitue la pierre angulaire de la réponse commune de l'Europe aux défis économiques posés par la pandémie de coronavirus (COVID-19). La pandémie est à l'origine d'une grave récession économique dans l'UE et d'un nouvel accroissement des divergences entre les pays. En juillet 2020, l'UE a réagi avec vigueur en annonçant le NGEU, un programme d'investissement et de réforme à l'échelle de l'UE. À court terme, le NGEU a vocation à soutenir la reprise. À moyen terme, il est conçu pour servir de catalyseur à la modernisation des économies de l'UE, avec des effets positifs sur leur croissance, leur capacité de résistance et leur convergence. Pour atteindre ces objectifs, le NGEU offre aux États membres de l'UE un soutien financier subordonné à la mise en œuvre de projets d'investissement et de réforme concrets sur la période 2021-2026. S'il est mis en œuvre de manière efficace, le NGEU devrait donc accroître de manière significative le stock de capital et le PIB potentiel des États membres de l'UE.

Par l'ampleur de son financement, la solidarité entre pays qu'il prévoit et le lien qu'il établit entre financement et performance des politiques nationales, le NGEU offre une occasion unique d'insuffler une dynamique de transformation dans les États membres. Le NGEU mobilise un volume de financement sans précédent pouvant atteindre 807 milliards d'euros à prix courants, soit l'équivalent de 6 % du PIB de l'UE en 2020, dont 581 milliards ont jusqu'à présent fait l'objet d'une demande par les États membres de l'UE. Des sept programmes composant le NGEU, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) est de loin le plus important, représentant 90 % de l'enveloppe totale¹. Environ la moitié des fonds au titre de la FRR sont mis à la disposition des États membres sous la forme de subventions non remboursables ; l'autre moitié est accordée sous forme de prêts. En outre, un financement relativement plus important est mis à la disposition des pays qui ont été le plus durement frappés par la crise de la pandémie et qui présentent par ailleurs un PIB par tête moins élevé et/ou des niveaux de dette/PIB relativement plus élevés. En concevant de telles caractéristiques pour le NGEU, les États membres ont fait preuve d'une grande solidarité les uns avec les autres. Dans le même temps, le financement accordé aux États membres au titre de la FRR est subordonné à la mise en œuvre de plans nationaux pour la reprise et la résilience (PRR), qui

¹ La FRR revêt la forme de prêts (jusqu'à 385,8 milliards d'euros) et de subventions (338,0 milliards). La dotation des six autres programmes est moins importante : REACT-EU (50,6 milliards d'euros), Horizon Europe (5,4 milliards), InvestEU (6,1 milliards), Développement rural (8,1 milliards), Fonds pour une transition juste (10,9 milliards) et RescEU (2 milliards).

définissent des réformes et des investissements concrets, alignés sur les orientations de l'UE². Chaque PRR doit être évalué par la Commission européenne et approuvé par le Conseil de l'UE.

Le NGEU peut fournir des enseignements utiles du point de vue du cadre de gouvernance économique et de la mise en place dans le futur d'une éventuelle capacité budgétaire permanente pour la zone euro.

Le NGEU a été conçu comme une mesure ponctuelle. Dans le même temps, la BCE soutient depuis longtemps une fonction de stabilisation macroéconomique commune afin de compléter l'architecture économique et institutionnelle de l'Union économique et monétaire (UEM). Une capacité budgétaire pour la zone euro devrait être conçue de manière à compléter un ensemble d'incitations en faveur de politiques budgétaires et économiques nationales saines et, en particulier, de réformes destinées à répondre aux défis structurels nationaux et à renforcer la conformité au cadre de surveillance budgétaire et macroéconomique de l'UE^{3, 4}.

Cet article fournit une vue d'ensemble du NGEU du point de vue de la zone euro, avec une attention particulière portée aux plans nationaux d'investissement et de réforme.

Fin 2021, les PRR de l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception des Pays-Bas (qui n'ont pas encore soumis de PRR) ont été évalués par la Commission et approuvés par le Conseil, et ont amorcé la phase de mise en œuvre. Ces PRR ont tous été soumis aux mêmes règles de l'UE, ont suivi les orientations opérationnelles de la Commission et ont fait l'objet d'un examen par les pairs sur les forums de l'UE, ce qui facilite l'analyse horizontale. Dans ce contexte, la section 2 passe en revue les aspects budgétaires des PRR, en particulier les investissements prévus et leur impact macroéconomique attendu. Les informations manquantes dans le cadre des PRR, par exemple le profil temporel des mesures budgétaires et leur classification statistique, sont complétées par des hypothèses établies par les services de l'Eurosysteme et de la BCE, qui sont sujettes à un certain degré d'incertitude. La section 3 évalue les réformes structurelles figurant dans les PRR. La section 4 analyse les éléments de gouvernance en place pour la FRR qui sont susceptibles de favoriser une mise en œuvre réussie du NGEU. La section 5 apporte une conclusion.

² Le financement au titre de la FRR est mis à disposition en deux phases : lors de la phase d'approbation, après évaluation des PRR par la Commission et approbation du Conseil, un préfinancement allant jusqu'à 13 % des subventions et prêts approuvés pour chaque État membre est déboursé. Les autres versements interviennent de manière séquentielle durant la phase de mise en œuvre, sur la base de la bonne réalisation de jalons et de cibles approuvés dans les PRR, qui font l'objet d'un suivi régulier.

³ Cf. le *Rapport des cinq présidents : Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, 2015 et l'avis de la BCE du 9 novembre 2018 sur une proposition de règlement sur la création d'un mécanisme européen de stabilisation des investissements (CON/2018/51) (JO C 444, 10.12.2018, p 11).

⁴ Le NGEU s'appuie sur de précédentes tentatives d'établir des instruments de politique économique qui favorisent la mise en œuvre des réformes structurelles nationales nécessaires. L'instrument budgétaire proposé pour la convergence et la compétitivité, qui a été conçu pour favoriser la mise en œuvre de réformes structurelles dans les pays de la zone euro, ainsi que le programme d'appui à la réforme structurelle, qui a pour objet de fournir aux États membres de l'UE un soutien financier et technique dans la mise en œuvre de réformes, ont tous deux exploité le concept de récompense des mesures renforçant la coordination de la politique économique de l'UE, dans le but de soutenir la compétitivité et la convergence. Cf. la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre de gouvernance pour l'instrument budgétaire de convergence et de compétitivité pour la zone euro (COM(2019) 354 final) ; et la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant le programme d'appui aux réformes (COM(2018) 391 final).

2 Plans pour des mesures budgétaires

Tous les États membres de la zone euro ont l'intention d'utiliser pleinement les subventions disponibles au titre de la FRR, mais, jusqu'à présent, seulement quelques-uns ont demandé des prêts⁵. Les subventions représentent au total 262,1 milliards d'euros pour les États membres (graphique 1 partie a). Seules la Grèce et l'Italie ont demandé des prêts au titre de la FRR à hauteur du plafond de 6,8 % du revenu national brut. La Slovénie, le Portugal et Chypre recourent jusqu'à présent de façon limitée au financement par prêts à leur disposition, ce qui établit à 138,9 milliards d'euros le montant global de prêts demandés par les pays de la zone euro. Même si d'autres pays de la zone euro pourraient disposer de prêts au titre de la FRR à des conditions favorables par rapport aux taux de marché, ils ont choisi de ne pas y recourir pour le moment.

Presque les deux tiers des demandes de financement au titre de la FRR dans la zone euro sont alloués à l'Italie et à l'Espagne. Le financement global mobilisé par les pays de la zone euro devrait, selon les prévisions actuelles, s'élever à 401 milliards d'euros sur la période 2021-2026, soit 3,5 % du PIB de la zone euro en 2020. Presque la moitié de ce montant (48 %) devrait, selon les estimations actuelles, être absorbé par l'Italie (graphique 1, partie b). Cela correspond à 191,5 milliards d'euros de subventions et de prêts, soit 11,6 % du PIB de l'Italie en 2020. L'Espagne, quant à elle, va absorber 17 % des demandes de financement au titre de la FRR, ce qui représente 69,5 milliards d'euros de subventions, soit 6,2 % de son PIB en 2020. La France et l'Allemagne vont, à elles deux, recevoir 16 % du financement au titre de la FRR. Enfin, environ 19 % de ce financement sera alloué aux plus petits pays de la zone euro, la Grèce en étant le principal bénéficiaire (8 % sous la forme de subventions et de prêts).

Le NGEU permet à l'UE d'émettre un volume significatif de dette à l'échelle européenne. L'émission de dette nouvelle au titre du NGEU devait intervenir entre mi-2021 et 2026 et consister en des émissions d'obligations pouvant atteindre 150 milliards d'euros par an afin de financer les subventions non remboursables et les prêts au titre de la FRR^{6, 7}. Cette activité renforce le rôle de la Commission sur les marchés de capitaux en tant que fournisseur majeur d'actifs sûrs libellés en euros⁸. Le NGEU insuffle un nouvel élan à l'UE pour réformer le système de

⁵ Alors que le NGEU et la FRR sont des programmes à l'échelle de l'UE, 81 % du total des fonds au titre de la FRR sont alloués à des pays de la zone euro.

⁶ La Commission européenne est devenue un nouvel acteur des marchés obligataires courant 2020, levant 100 milliards d'euros pour financer le programme SURE (programme de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence). Après approbation par l'ensemble des États membres, le 31 mai 2021, de la décision ressources propres qui définit le mode de financement du budget de l'UE, la Commission a débuté ses emprunts pour financer le NGEU en juin 2021. Autre nouveauté, le financement au titre du NGEU sera émis pour 30 % (250 milliards d'euros) sous la forme d'obligations vertes qui devront servir exclusivement à financer des investissements verts et durables dans l'ensemble de l'UE.

⁷ Les subventions au titre de la FRR seront enregistrées en tant que dette de l'UE, tandis que les prêts au titre de la FRR seront comptabilisés dans la dette nationale des États membres bénéficiaires.

⁸ Banque centrale européenne, « *EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro* », *The international role of the euro*, juin 2021.

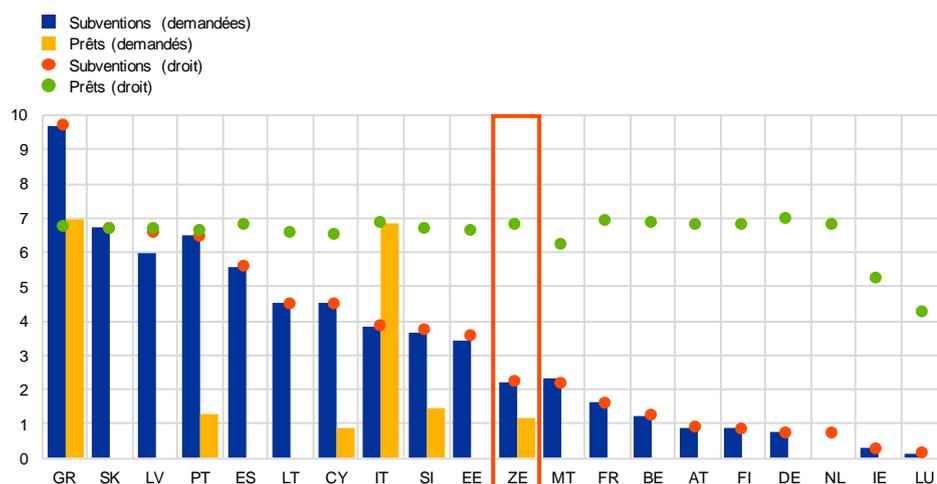
ressources propres et introduire de nouvelles ressources propres au cours des prochaines années, notamment à des fins de remboursement ⁹.

Graphique 1

Sources de financement au titre de la FRR dans les pays de la zone euro

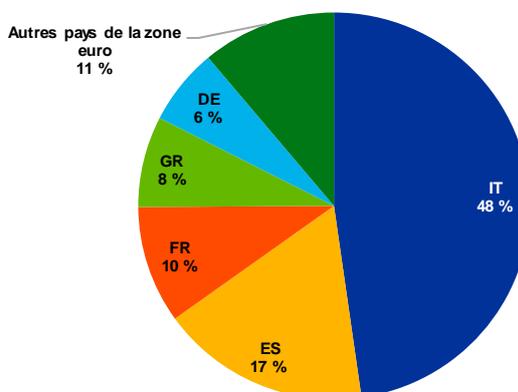
a) Droits à la FRR et financement demandé par les pays de la zone euro

(2021-2026, en pourcentage du PIB de 2020)



b) Volumes de financement demandés au titre du PRR dans les pays de la zone euro

(2021-2026, part du total des subventions et prêts souscrits)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : Les droits à subventions pour les pays sont présentés selon les données de la Commission européenne. Les droits à prêts pour les pays correspondent à 6,8 % de leur revenu national brut de 2019. Aucune information concernant les subventions et les prêts au titre de la FRR n'est disponible pour les Pays-Bas, ce pays n'ayant pas encore soumis de PRR à la Commission européenne.

Les PRR présentent une composition propice à la croissance des dépenses financées par la FRR dans les États membres de la zone euro. Conformément aux objectifs du NGEU, presque 80 % des dépenses liées au PRR dans la zone euro devraient être allouées à des projets d'investissement dont les multiplicateurs budgétaires sont relativement élevés par rapport à d'autres composantes de la dépense. Près de 50 % des dépenses sont des investissements publics directs et 30 % environ revêtent la forme d'un soutien à l'investissement privé via des transferts en capital (subventions au secteur privé, partenariats public-privé, etc.). En conséquence, le recours à la FRR devrait accroître de 2,5 points de pourcentage

⁹ Conclusions du Conseil européen des 17 à 21 juillet 2020.

la part de l'investissement public dans le PIB de la zone euro durant la période 2021-2026 (graphique 2, parties a et b). Le reste des mesures prendra pour l'essentiel la forme d'aides, de prestations sociales et autres transferts courants qui seront mis en œuvre tout particulièrement au cours des premières années des plans. Dans l'ensemble, les PRR des gouvernements de la zone euro se traduisent par un plus fort impact sur les variables macroéconomiques que si le financement au titre de la FRR avait été consacré à des dépenses sociales ou à une réduction de la dette ¹⁰.

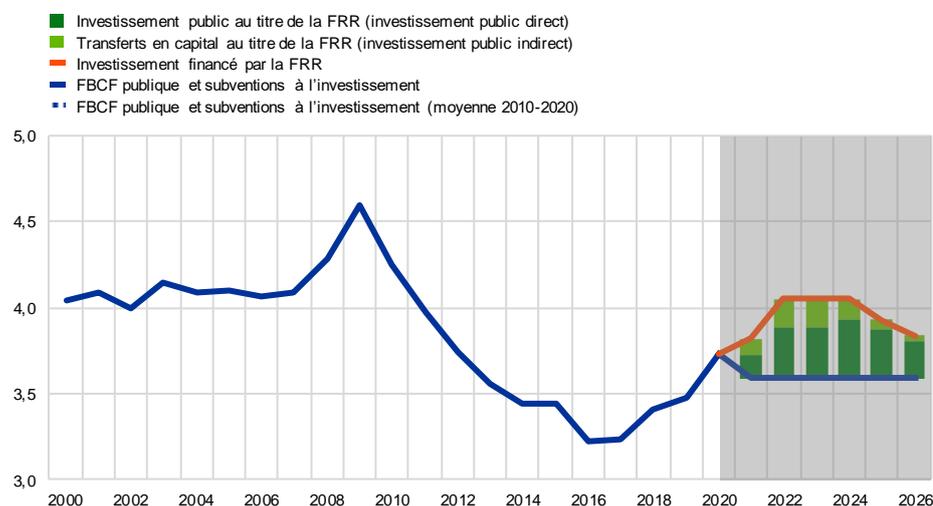
¹⁰ Des travaux antérieurs menés par les services de la BCE montrent l'impact macroéconomique attendu de plusieurs scénarios stylisés, y compris l'utilisation des prêts et des subventions au titre du NGEU à des fins a) d'investissement public productif, b) de dépenses publiques non productives et c) de remplacement ou de remboursement de la dette souveraine existante ; cf. Bańkowski (K.), Ferdinandusse (M.), Hauptmeier (S.), Jacquinot (P.) et Valenta (V.), « *The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 255, BCE, janvier 2021.

Graphique 2

Profil des dépenses financées par la FRR par catégorie statistique

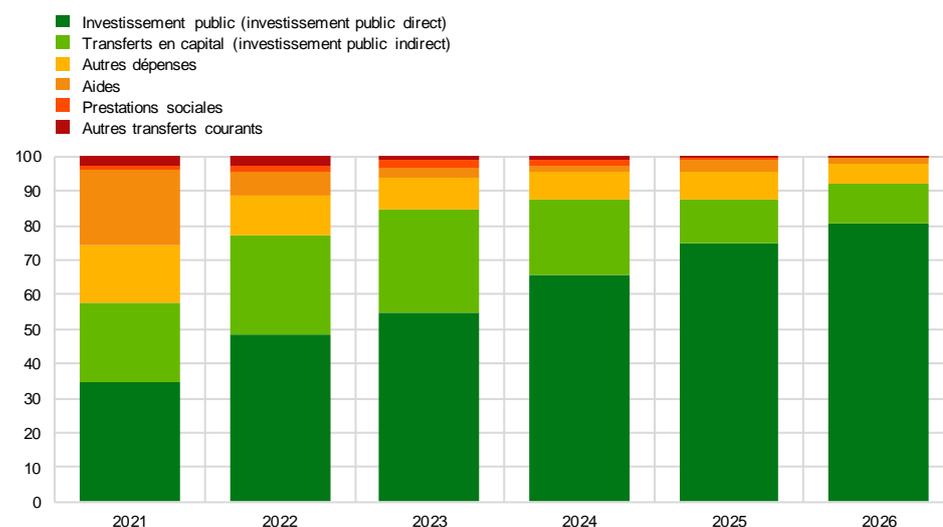
a) Investissement public dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)



b) Profil des dépenses au titre des financements dans le cadre de la FRR demandés dans la zone euro

(2021-2026, en pourcentage du total demandé)



Sources : Hypothèses et calculs des services de l'Eurosystème et de la BCE.

Notes : L'« investissement financé par la FRR » inclut (a) l'investissement public (investissement public direct, barres vert foncé) et (b) les transferts en capital (investissement public indirect, barres vert clair). La FBCF correspond à la formation brute de capital fixe dans les comptes nationaux, c'est-à-dire à l'investissement. Le ratio investissement public/PIB (lignes bleues) inclut la FBCF publique et les subventions à des fins d'investissement. Les informations relatives aux Pays-Bas ne sont pas incluses dans la mesure où son PRR n'a pas encore été soumis à la Commission européenne. Dans le cas de la Grèce, les transferts en capital recouvrent les paiements directs au secteur privé pour financer de nouveaux projets d'investissement, qui sont statistiquement enregistrés au titre de l'ajustement dette-déficit.

Les simulations macroéconomiques réalisées par les services de la BCE indiquent une contribution positive significative du NGEU à la reprise dans la zone euro. Les modèles macroéconomiques des services de la BCE suggèrent que les dépenses supplémentaires résultant du financement au titre de la FRR feront augmenter de 0,5 % environ en 2023 le niveau du PIB en volume de la zone euro – effet qui persistera largement au cours des années suivantes (cf. encadré 1). Si les effets devraient être plus importants dans les pays qui bénéficient tout

particulièrement du programme, ils influenceront néanmoins positivement sur l'ensemble des pays, également grâce aux répercussions sur les échanges commerciaux d'une hausse de la demande sur le marché intérieur de l'UE. Ce résultat est conforme à d'autres études qui mettent également l'accent sur l'importance des effets de débordement ¹¹. La nature transfrontière de certains projets d'investissement (par exemple les projets concernant l'hydrogène et la technologie 5G) devrait également contribuer au renforcement du marché intérieur de l'UE ¹².

L'impact macroéconomique effectif à moyen terme du NGEU pourrait se révéler plus important qu'actuellement estimé en raison d'effets de confiance et des réformes structurelles.

Premièrement, l'accord politique sur le NGEU – associé au soutien apporté par les mesures de politique monétaire – a produit des effets de confiance positifs significatifs dans la zone euro après le choc de la pandémie. C'est ce que reflète la baisse des écarts de rendement souverains dans les économies les plus vulnérables, signe qu'en période de crise, les États membres de l'UE font preuve de solidarité les uns envers les autres ¹³. Deuxièmement, pour le moment, les simulations réalisées par les services de la BCE comme celles publiées par la Commission ne prennent pas en compte l'impact positif des réformes structurelles, qui pourrait être très significatif. L'investissement financé par la FRR devrait être particulièrement productif là où il est renforcé par des réformes structurelles appropriées. Les investissements et autres dépenses productives accroissent directement le stock de capital, ce qui peut améliorer la productivité globale des facteurs et/ou créer de l'emploi et ainsi élever le niveau du PIB potentiel. Les réformes structurelles contenues dans les PRR ont le potentiel de renforcer l'impact des investissements prévus (cf. section 3).

Cela étant, il existe également plusieurs risques à la baisse sur la durée de vie des PRR, qui sont difficiles à quantifier à ce stade.

Ils concernent notamment la possibilité de taux d'absorption plus faibles que prévu et une réduction de l'investissement hors FRR, avec une réallocation du financement vers des catégories de dépenses moins productives ¹⁴. Par conséquent, il est essentiel d'atteindre les jalons et les cibles convenus pour la phase de mise en œuvre des PRR (cf. section 4).

S'ils sont correctement mis en œuvre, les PRR peuvent également contribuer à réduire les divergences entre pays que la crise pandémique a encore

¹¹ Cf. Pfeiffer (P.), Varga (J.) et in t Veld (J.), « *Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment* », *European Economy Discussion Papers*, n° 144, Commission européenne, juillet 2021 ; et Bańkowski (K.), Domingues (J.), Dorrucci (E.), Freier (M.), Jacquinet (P.), Modery (W.), Rodríguez-Vives (M.), Valenta (V.) et Zorell (N.), « *The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, BCE, à paraître.

¹² Toutefois, selon des estimations préliminaires, seulement 4 % environ du total des fonds attribués aux pays de la zone euro seront consacrés à des projets d'investissement multipays.

¹³ L'impact des fonds au titre de la FRR dans les comptes publics reflète un élément de redistribution. Le partage des risques est renforcé au moyen d'une capacité budgétaire commune car, dans ce cas, un pourcentage des fonds n'a pas besoin d'être remboursé par le pays bénéficiaire. L'élément de redistribution (via la composante des subventions) allège la situation des finances publiques de l'État membre bénéficiaire, c'est-à-dire qu'il n'accroît pas directement son déficit ni le stock de sa dette. L'élément de mutualisation se trouve dans l'équation du déficit des États membres (via les contributions nettes au budget de l'UE).

¹⁴ Par rapport aux précédents programmes de l'UE, cependant, la capacité d'absorption s'est probablement améliorée pour certains pays grâce aux réformes de gouvernance nationales détaillées dans les PRR (avec la mise en place, par exemple, de responsables de l'audit et de chefs de projet).

accentuées dans la zone euro. À moyen terme, le financement au titre du NGEU pourrait contribuer à compenser en partie la fragmentation causée par la crise. Le graphique 3, partie a, montre que plus le PIB par tête des pays en 2019 est bas, plus la hausse estimée du niveau de PIB résultant du NGEU sera élevée en 2026. Ainsi, le financement au titre du NGEU allège également la contrainte budgétaire des pays vulnérables et contribue à prévenir une contraction budgétaire potentiellement importante, du type de celle observée dans certains pays dans le contexte de la crise financière mondiale.

À plus long terme, le NGEU pourrait également atténuer certaines des divergences structurelles les plus ancrées dans les économies de la zone euro. Le financement au titre de la FRR peut par exemple déclencher un processus de rattrapage s'agissant de l'investissement. En pourcentage du PIB, les dépenses publiques financées par la FRR sont effectivement particulièrement élevées dans les pays dont le stock net de capital par tête est relativement bas (graphique 3, partie b). En outre, des perspectives de croissance plus élevées et une diminution du coût du financement sont susceptibles d'améliorer la soutenabilité de la dette dans les pays vulnérables ¹⁵. Cela peut également accroître la marge de manœuvre budgétaire pour une stabilisation économique nationale dans le futur.

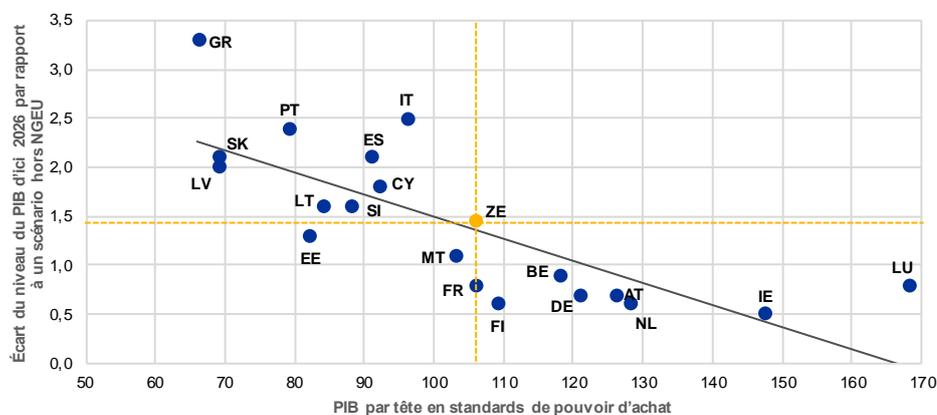
¹⁵ Le NGEU devrait également améliorer la soutenabilité de la dette dans les pays dont la dette est élevée. Cela devrait se matérialiser via quatre canaux principaux : a) des effets de confiance ; b) des effets de solidarité étant donné que les ressources du NGEU se présentent pour une part significative sous la forme de subventions non remboursables qui sont relativement plus élevées pour les pays fortement endettés ; c) des perspectives de croissance plus élevées et d) l'impact positif sur le PIB potentiel à plus long terme.

Graphique 3

Contribution du NGEU à l'atténuation des divergences économiques

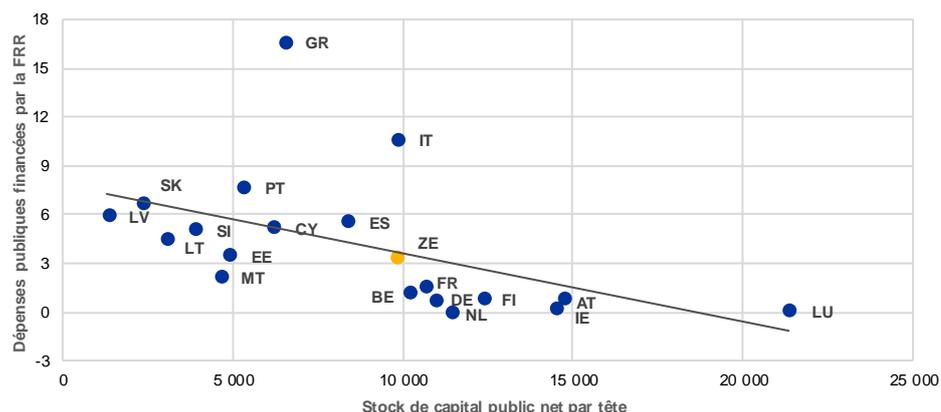
a) Impact estimé du NGEU sur le niveau de PIB d'ici à 2026 et PIB par tête de 2019

(axe des abscisses : UE27 = 100, 2019 ; axe des ordonnées : en pourcentage)



b) Dépenses publiques totales financées par la FRR et stock de capital public par tête

(axe des abscisses : euros, 2019 ; axe des ordonnées : en pourcentage du PIB de 2019)



Sources : Commission européenne ; Pfeiffer (P.), Varga (J.) et in t Veld (J.), « *Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment* », *European Economy Discussion Papers*, n° 144, Commission européenne, juillet 2021 ; et hypothèses et calculs des services de la BCE.

Notes : *Partie a*) : Dans le cas de IE et LU, c'est le revenu national brut par tête en standards de pouvoir d'achat qui a été utilisé. Pour la croissance estimée résultant des fonds au titre du NGEU, Pfeiffer (P.) et al. utilisent le modèle QUEST en prenant comme hypothèse un versement linéaire sur six ans et l'absence de réformes structurelles. Le scénario représenté dans le graphique prend en considération les répercussions et suppose une productivité élevée. Pour plus de détails concernant l'impact estimé du NGEU sur le PIB, cf. Pfeiffer (P.) et al. *Partie b*) : Les dépenses publiques sont fondées sur le total des subventions et des prêts demandés par les pays de la zone euro.

Outre sa contribution à la reprise et à la résilience économiques, le financement au titre de la FRR vise à favoriser les transitions verte et numérique des économies de l'UE. D'après le [règlement FRR](#)¹⁶, les États membres sont tenus de consacrer au moins 37 % des dépenses financées par la FRR à la transition verte, c'est-à-dire à des mesures dans les domaines de la mobilité durable, de l'efficacité énergétique, et de l'énergie et des réseaux verts. Au moins 20 % du total des dépenses doivent être consacrées à la transformation numérique de l'économie, en particulier dans les services publics et le secteur des entreprises, à l'investissement en capital humain et à l'investissement dans la

¹⁶ Règlement (UE) 2021/241 du Parlement européen et du Conseil du 12 février 2021 établissant la facilité pour la reprise et la résilience (JO L 57, 18.2.2021, p. 17).

connectivité. Dans l'ensemble, les PRR de la zone euro remplissent ces exigences, mais avec des différences significatives d'un pays à l'autre.

Encadré 1

L'impact macroéconomique des plans de dépenses financés à l'aide du NGEU

Krzysztof Bańkowski, Maximilian Freier et Pascal Jacquinot

Afin d'évaluer l'impact macroéconomique du programme *Next Generation EU* (NGEU), cet encadré présente les spécifications, hypothèses et résultats de deux modèles des services de la BCE, à savoir un modèle DSGE de grande taille (EAGLE) et un modèle semi-structurel (ECB-MC)¹⁷. Étant donné la forte incertitude qui entoure les effets du NGEU, ces deux modèles sont utilisés afin de recouper les résultats.

Spécifications et hypothèses des modèles

Les deux modèles sont dotés d'instruments/chocs de politique budgétaire et sont donc bien adaptés à l'analyse de politiques telles que la mise en œuvre du NGEU. Dans le même temps, ils ont des propriétés distinctes. En particulier, le modèle EAGLE intègre des liens commerciaux détaillés, qui accentuent les effets de débordement d'une hausse de la demande sur le marché intérieur de l'UE, et un investissement public qui améliore la productivité globale des facteurs. En outre, son caractère prospectif permet d'identifier les pressions déflationnistes reflétant les effets futurs sur l'offre de l'investissement au titre du NGEU. En revanche, le modèle ECB-MC appliqué ici se caractérise par des anticipations rétrospectives dans lesquelles les agents économiques n'intègrent pas de façon proportionnée les résultats futurs du programme. La force du modèle provient plutôt de sa nature semi-structurelle et de ses liens étroits avec les données. Indépendamment de ces différences, les multiplicateurs budgétaires de l'investissement public associés aux deux modèles appartiennent à la fourchette classique (autour de l'unité) cohérente avec la littérature pertinente, ce qui souligne la relative puissance de cet instrument budgétaire^{18, 19}. Enfin, les estimations présentées plus loin ne reflètent pas l'impact des réformes structurelles associées au NGEU ni un quelconque effet de confiance (reflétés dans l'évolution des écarts de rendement souverains).

L'utilisation des fonds au titre de la FRR est dans une certaine mesure concentrée sur le début de la période du programme (de mi-2021 jusqu'à 2026) au niveau agrégé de la zone euro (graphique A). Selon les estimations, près de 77 % des subventions et des prêts sont destinés à

¹⁷ DSGE signifie *dynamic stochastic general equilibrium* (équilibre général stochastique dynamique). Pour les modèles utilisés dans l'analyse, cf. Gomes (S.), Jacquinot (P.) et Pisani (M.), « *The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area* », *Economic Modelling*, vol. 29, n° 5, 2012, p. 1686-1714 ; et Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, septembre 2019.

¹⁸ Pour une analyse des valeurs typiques des multiplicateurs budgétaires, y compris ceux associés à l'investissement public, cf. Coenen *et al.*, « *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4(1), janvier 2012, p. 22-68 (sur la base des modèles structurels utilisés par différentes institutions publiques) ; et Gechert (S.) et Rannenberg (A.), « *Which Fiscal Multipliers are Regime-dependent? A Meta-regression Analysis* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n° 4, septembre 2018, p. 1160-1182 (sur la base de diverses études incluant des modèles structurels ainsi que des modèles de forme réduite).

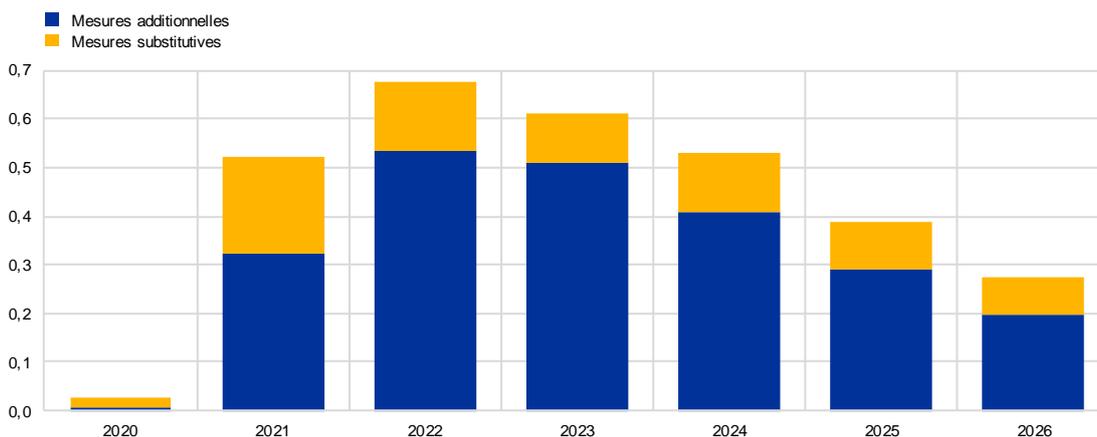
¹⁹ Le multiplicateur d'investissement public à long terme (non actualisé) du modèle EAGLE se situe entre 2,5 et 5 selon la productivité du capital public (faible ou élevée, respectivement). Pour des détails techniques, cf. Clancy (D.), Jacquinot (P.) et Lozej (M.), « *Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, n° C, 2016, p. 305-26.

financer des mesures budgétaires supplémentaires dans la zone euro ²⁰. Considérées isolément, c'est-à-dire hors programme SURE (Soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence) et autres composantes du NGEU, ces mesures représentent un stimulus budgétaire supplémentaire de 0,3 % du PIB en 2021 et d'environ 0,5 % du PIB par an en 2022 et 2023. Le stimulus devrait diminuer progressivement au cours des années suivantes.

Graphique A

Montant de la FRR servant à financer des mesures budgétaires additionnelles ou substitutives

(en pourcentage du PIB)



Sources : Hypothèses des services de l'Eurosystème et de la BCE.

Résultats des modèles

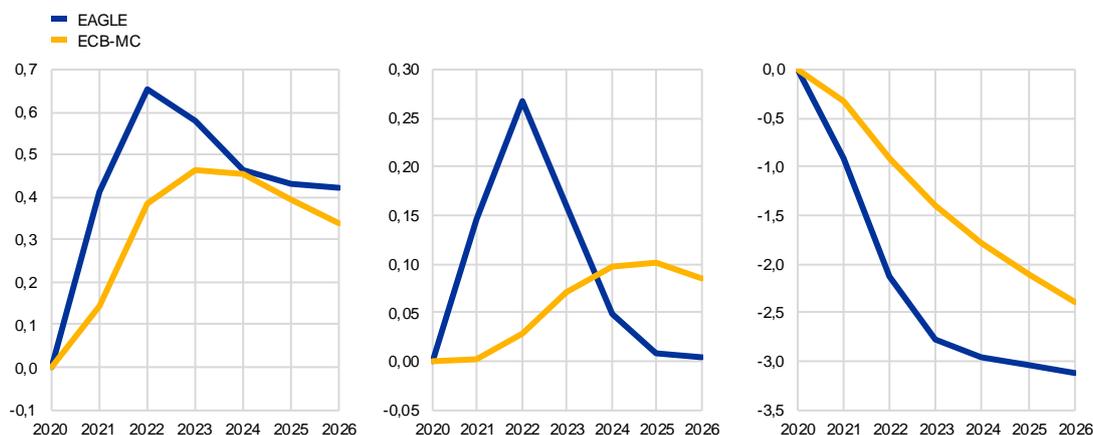
L'analyse suggère que l'augmentation du niveau du PIB de la zone euro résultant de la mise en œuvre du NGEU, qui atteint 0,5 % environ en 2022 et 2023, persiste largement au cours des années suivantes (graphique B). Les effets devraient être relativement plus prononcés dans les pays qui bénéficient tout particulièrement du programme, mais visibles néanmoins dans l'ensemble des pays. Dans le même temps, les effets à court terme sur l'inflation dépendent davantage des modèles. Les modèles prospectifs avec des agents totalement rationnels comme EAGLE tendent à accentuer le fait qu'une inflation rapide tirée par la demande est rapidement contrebalancée par des pressions désinflationnistes du fait des augmentations attendues de la capacité productive dans le futur. En revanche, les modèles avec des anticipations rétrospectives, tels que le modèle ECB-MC, tendent à refléter essentiellement une demande supplémentaire passée et concomitante, qui pousse graduellement les prix à la hausse. Ainsi, les résultats de l'inflation dépendront des forces qui prévaudront au final. Toutefois, l'impact sur l'inflation de la zone euro ne devrait pas être significatif à moyen terme. La mise en œuvre du NGEU devrait aboutir à une réduction mineure du ratio dette des administrations publiques/PIB de la zone euro mesuré en agrégeant la dette des différents États membres, c'est-à-dire sans tenir compte de l'émission de dette commune au niveau de l'UE. Cela reflète largement les subventions au titre du NGEU utilisées pour financer des projets qui auraient été mis en œuvre même en l'absence de NGEU, c'est-à-dire un élément substitutif.

²⁰ Les 23 % restants de subventions et de prêts sont « substitutifs » par nature, c'est-à-dire qu'ils servent à financer des mesures budgétaires qui auraient été prises même en l'absence du NGEU et, par conséquent, ne fournissent pas d'élan économique supplémentaire. C'est le cas toutefois pour quelques pays seulement.

Graphique B

Simulation de l'impact des mesures de la FRR sur le niveau de PIB de la zone euro (partie gauche), inflation annuelle mesurée par l'IPCH (partie du milieu) et ratio dette publique/PIB (partie droite)

(partie gauche : écart en pourcentage par rapport au niveau de référence ; partie du milieu et partie droite : écart en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Par rapport à de précédentes analyses, les résultats actuels tendent à dresser un tableau plus modéré de l'impact macroéconomique du NGEU ²¹ : en effet, ils se fondent sur les investissements et les autres dépenses réellement inclus dans les PRR des gouvernements de la zone euro, qui remplacent les hypothèses devant être formulées dans les scénarios stylisés passés.

3 Plans pour les réformes structurelles

Les réformes structurelles figurant dans les PRR sont fortement axées sur le secteur public, sur les conditions-cadres pour les transitions verte et numérique et sur les politiques « non contraignantes » concernant le marché du travail. Les PRR des pays de la zone euro prévoient plus de 600 réformes structurelles, dont 39 % se rapportent au secteur public (figure 1). Cette catégorie recouvre, par exemple, des mesures destinées à améliorer le fonctionnement du système judiciaire ou du système de santé. Les conditions-cadres vertes ou numériques, telles que des révisions écologiques des codes de la construction, représentent 24 % des réformes. Il existe également des synergies avec d'autres domaines de réforme, tout particulièrement les réformes du secteur public qui soutiennent également les transitions verte et numérique, par exemple en promouvant la gouvernance numérique. 22 % de l'ensemble des réformes concernent le marché du travail, l'éducation et les politiques sociales. Au sein de cette catégorie, les mesures se rapportant aux compétences numériques et aux

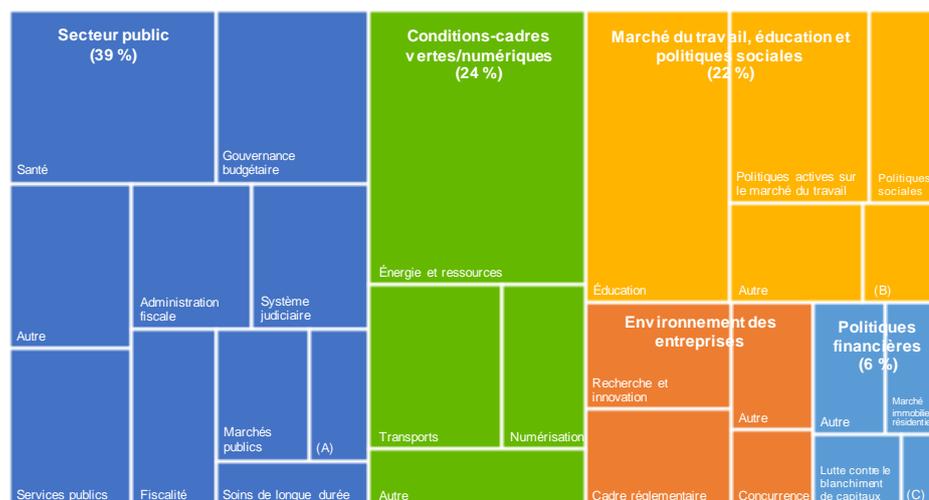
²¹ L'analyse menée par le passé conclut que les fonds au titre du NGEU, s'ils servent à financer des investissements publics productifs, pourraient accroître la production en volume dans la zone euro d'environ 1,5 % du PIB à moyen terme, cf. Bańkowski (K.), Ferdinandusse (M.), Hauptmeier (S.), Jacquinot (P.) et Valenta (V.), « *The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 255, BCE, janvier 2021.

politiques actives du marché du travail sont particulièrement fréquentes. Les mesures concernant l'environnement des entreprises et les politiques financières occupent une place moins importante.

Figure 1

Ventilation par domaine des réformes dans le cadre des PRR dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du total)



Source : Services de la BCE.

Notes : (A) Retraites ; (B) Législation sur la protection de l'emploi, cadre pour les contrats de travail ; (C) Cadres d'insolvabilité. La classification est fondée sur une évaluation réalisée par les services de la BCE qui a porté sur les différents jalons et cibles.

La combinaison de réformes intégrée dans les PRR exploite les synergies avec les investissements publics financés par la FRR et pourrait ainsi accroître l'efficacité du programme NGEU pour moderniser les économies de la zone euro.

La combinaison de réformes est globalement bien adaptée pour faciliter un déploiement rapide et efficace des projets des PRR en supprimant les goulets d'étranglement administratifs et réglementaires. C'est particulièrement important compte tenu du bilan relativement faible de certains pays en matière de mise en œuvre des réformes et d'absorption efficace des fonds structurels de l'UE ²². Les plans de réforme sont également susceptibles de réduire les inefficiences du secteur public sur une base plus large et d'améliorer les conditions-cadres pour les investissements privés dans des projets verts et numériques, avec des effets positifs sur la production potentielle à moyen terme. Les politiques d'activation prévues et les initiatives liées aux compétences pourraient, à leur tour, faciliter les ajustements du marché du travail après la pandémie.

Des PRR davantage axés sur les institutions du marché du travail et du marché des biens et services et sur l'environnement des entreprises auraient pu accentuer l'impact du NGEU sur la production potentielle et la résilience.

Les réformes « classiques » visant la libéralisation des marchés du travail et des biens et services ou l'environnement des entreprises au sens plus large occupent

²² Cf. Darvas (Z.), « Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding? », *Bruegel*, billet de blog, 24 septembre 2020.

une place moins importante dans les PRR. De telles réformes sont importantes, dans la mesure où des politiques structurelles saines dans ces domaines sont largement considérées comme favorisant l'efficacité de l'allocation des ressources, la croissance potentielle et la résilience économique ²³. Du point de vue de la zone euro, des structures économiques et des institutions solides contribuent également à réduire l'incidence et l'impact des chocs asymétriques et à soutenir l'efficacité de la politique monétaire de la BCE, contribuant ainsi au bon fonctionnement de l'UEM ²⁴. Il faudrait donc que les efforts de réforme correspondants interviennent en dehors des PRR, plus particulièrement dans le contexte du Semestre européen – le cycle annuel de coordination des politiques économiques et budgétaires de l'UE.

Les pays bénéficiant de fonds plus importants dans le cadre de la FRR se sont engagés à réaliser davantage de réformes structurelles que leurs pairs, ce qui favorise la convergence économique dans la zone euro. Selon la Commission, les PRR des pays de la zone euro sont relativement bien en phase avec les recommandations par pays (RPP) émises dans le cadre du Semestre européen (graphique 4). Il s'agit d'une exigence définie dans le règlement FRR. Dans le même temps, le nombre de réformes prévues par les PRR est globalement supérieur pour les pays qui reçoivent des fonds FRR particulièrement importants par rapport à leur PIB ²⁵. Considérés ensemble, ces faits stylisés relatifs à l'étendue et à la profondeur des réformes suggèrent que les plans des principaux pays bénéficiaires de la FRR sont particulièrement ambitieux. Cette situation est globalement conforme au règlement FRR, qui exige un équilibre entre investissements et réformes. La répartition des réformes entre les différents pays est également propice à la convergence économique, dans la mesure où les principaux bénéficiaires ont tendance à afficher des résultats inférieurs à leurs pairs en matière de qualité des institutions et de revenu par tête.

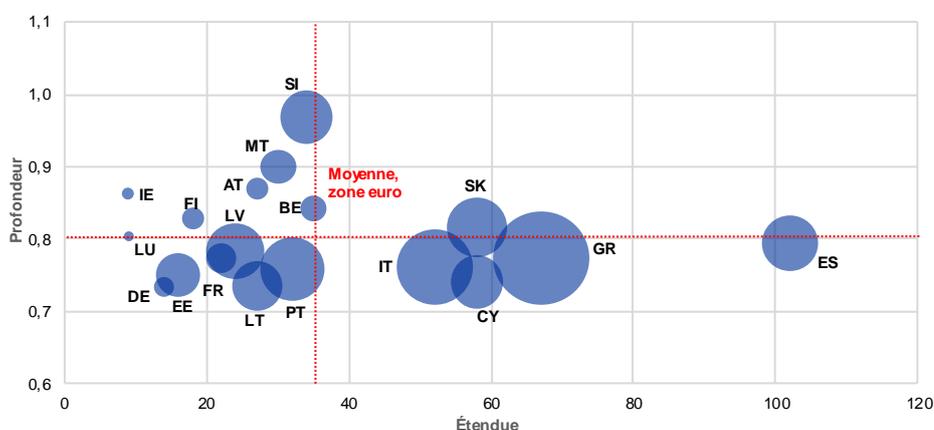
²³ Cf. Masuch (K.), Anderton (R.), Setzer (R.) et Benalal (N.) (rédacteurs), « *Structural policies in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 210, BCE, juin 2018 ; et Sondermann (D.), « *Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures* », *Journal of Policy Modeling*, vol. 40(1), 2018, p. 97-117.

²⁴ Cf. Masuch *et al.*, *ibid.*

²⁵ Cette conclusion concernant les différents pays reste valable si l'on utilise d'autres indicateurs, tels que le nombre de jalons et de cibles liés aux réformes, et elle est confirmée par une évaluation qualitative approfondie des RPP. Toutefois, il est important de noter que la position relative des différents pays peut évoluer en fonction de la métrique utilisée. Par conséquent, de tels indicateurs ne doivent pas être utilisés pour élaborer un classement des pays.

Graphique 4 Profondeur et étendue des RPP

(axe des abscisses : nombre de réformes ; axe des ordonnées : score, 0 = aucune couverture, 1 = couverture totale ; taille des bulles : subventions et prêts dans le cadre de la FRR, en pourcentage du PIB 2019)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de la Commission européenne.

Notes : L'axe des abscisses (« Étendue ») présente le nombre de réformes pour chaque PRR, tandis que l'axe des ordonnées (« Profondeur ») représente la mesure dans laquelle chaque PRR répond aux recommandations par pays (RPP) selon l'évaluation de la Commission européenne. Ce dernier indicateur est calculé comme un score moyen non pondéré entre les différents éléments des RPP. La taille des bulles représente le volume des subventions et des prêts dans le cadre de la FRR demandés par un pays en pourcentage de son PIB 2019. Les lignes en pointillés se rapportent à la moyenne non pondérée de la zone euro.

Les vastes plans de réformes déclenchés par la FRR contrastent avec la faible dynamique de réforme observée dans le cadre du Semestre européen au cours de la dernière décennie. Dans une perspective pluriannuelle, seulement 6 % des RPP émises entre 2011 et 2019 ont été totalement mises en œuvre dans le cadre du Semestre européen, selon la Commission européenne. La FRR semble avoir eu davantage de succès jusqu'à présent pour aligner les plans nationaux avec les priorités de l'UE, même si la mise en œuvre sera cruciale. De plus, certaines réformes ne sont pas considérées comme des réformes supplémentaires, dans la mesure où elles étaient déjà prévues ou mises en œuvre avant l'adoption des PRR.

Malgré l'anticipation des réformes, les effets secondaires macroéconomiques défavorables à court terme devraient être relativement faibles et compensés par la relance budgétaire positive apportée par la FRR. Les PRR prévoient que les jalons et les cibles liés aux réformes seront globalement mis en œuvre plus tôt que ceux se rapportant aux investissements (graphique 5). Cette séquence est pertinente dans une perspective macroéconomique, dans la mesure où certaines réformes peuvent avoir des effets à court terme défavorables sur l'activité économique avant que leur effet bénéfique se matérialise au fil du temps²⁶. Toutefois, en se fondant sur les informations actuellement disponibles sur les PRR, il est difficile de trouver des exemples clairs de réformes prévues à court terme qui risqueraient d'étouffer la reprise. Plus particulièrement, seules quelques réformes prévues sur le marché du travail sont liées à des modifications de la législation sur la protection de l'emploi, pour lesquelles certaines études ont identifié des coûts de transition à court terme significatifs. Les effets dynamiques des réformes liées au

²⁶ Cf. Fonds monétaire international, « Le moment est-il venu de stimuler l'offre? Effets macroéconomiques des réformes des marchés du travail et des produits dans les pays avancés », Perspectives de l'économie mondiale, Chapitre 3, avril 2016.

secteur public et aux transitions verte et numérique sont plus difficiles à évaluer, compte tenu des recoupements limités avec la littérature pertinente. Même ainsi, il semble probable que les ménages et les entreprises bénéficient immédiatement de mesures qui accélèrent les processus administratifs, réduisent l’engorgement des tribunaux, garantissent des paiements rapides dans les marchés publics et améliorent la formation au numérique.

Graphique 5
Trajectoire cumulée des jalons et des cibles du PRR



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.
Notes : Le graphique présente la somme des jalons et des cibles. Les jalons sont des réalisations qualitatives, telles que l’adoption d’une législation, tandis que les cibles sont des objectifs quantitatifs.

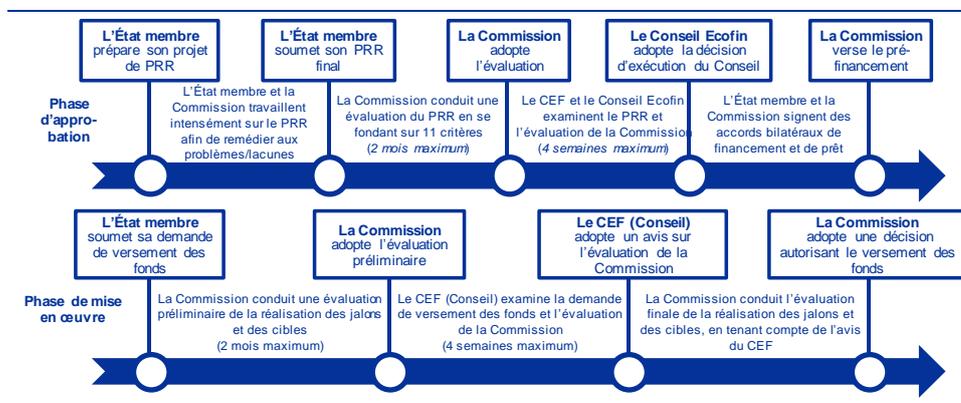
4 Gouvernance

La FRR établit un nouveau cadre de gouvernance comportant plusieurs éléments innovants, qui pourrait constituer un facteur décisif pour le succès du NGEU et apporter des enseignements pour le cadre de gouvernance économique. Premièrement, la FRR définit un cadre clair pour l’approbation des plans nationaux de réforme et d’investissement, ainsi que pour leur mise en œuvre. Deuxièmement, le règlement FRR établit un équilibre des rôles entre les États membres, la Commission européenne et le Conseil, avec pour résultat une coopération étroite entre les gouvernements nationaux et ces institutions. Il a également la capacité d’accroître l’appropriation nationale de la conception des mesures et l’efficacité des examens par les pairs. Troisièmement, et surtout, les versements de fonds sont subordonnés à la réalisation des jalons et des cibles définis dans le PRR de chaque État membre, apportant ainsi des incitations positives et une obligation de rendre compte pour l’investissement productif et les réformes. Par conséquent, la FRR pourrait fournir des enseignements utiles pour le cadre de gouvernance économique et pour une éventuelle capacité budgétaire permanente pour la zone euro à l’avenir.

Le processus d’approbation des PRR et des demandes de versement des fonds implique la Commission et le Conseil. Comme présenté dans la figure 2,

au cours de la phase d’approbation, les États membres soumettent leurs PRR, qui définissent un programme de réformes et d’investissements, avec notamment les jalons et les cibles prévus pour leur mise en œuvre. Ces PRR sont évalués par la Commission et approuvés par le Conseil ²⁷. Dans la phase de mise en œuvre qui suit, les États membres soumettent des demandes de versements de fonds jusqu’à deux fois par an. La Commission doit évaluer si les jalons et les cibles associés à chaque versement de fonds ont été atteints, en tenant compte de l’avis du Comité économique et financier (CEF) du Conseil ²⁸. La Commission décide alors si elle approuve le versement de la part concernée des subventions et des prêts à l’État membre concerné ²⁹. À fin 2021, les PRR de tous les pays de la zone euro à l’exception des Pays-Bas (qui n’ont pas encore soumis le leur) avaient été approuvés et 50 milliards d’euros à titre de paiements de préfinancement avaient été déboursés. Le 27 décembre 2021, la Commission a effectué le premier versement de 10 milliards d’euros à l’Espagne. Tout au long des phases d’approbation et de mise en œuvre, la Commission doit tenir le Parlement européen pleinement informé, grâce à la fourniture régulière d’informations et à la participation aux Dialogues réguliers sur la reprise et la résilience. De plus, la Commission doit préparer des rapports sur la mise en œuvre de la FRR. Le premier rapport d’examen sera préparé d’ici au 31 juillet 2022, en prenant en compte les indicateurs communs et un tableau de bord de la reprise et de la résilience tel que prévu par le règlement FRR. Un rapport d’évaluation intermédiaire exhaustif suivra d’ici le 20 février 2024.

Figure 2
Procédures dans le cadre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR)



Source : Auteurs en se fondant sur le règlement FRR
Note : CEF désigne le Comité économique et financier.

Grâce à ses caractéristiques en matière de conception et de procédures, la FRR est en capacité de renforcer le partenariat entre la Commission et les États membres. Les États membres ont préparé les PRR dans le cadre défini par le

²⁷ Sur cette base, la Commission effectue les premiers versements sous la forme de paiements de préfinancement pouvant aller jusqu’à 13 % du montant total alloué à chaque pays.

²⁸ Le Conseil peut également empêcher l’adoption d’une décision de versement de fonds de la Commission à la majorité qualifiée par le biais d’une procédure d’examen. De plus, au sein du CEF, tout État membre préoccupé par des écarts importants par rapport aux jalons et aux cibles peut faire remonter le problème au Conseil européen pour qu’il soit débattu.

²⁹ Bańkowski (K.), Domingues (J.), Dorrucchi (E.), Freier (M.), Jacquinot (P.), Modery (W.), Rodríguez-Vives (M.), Valenta (V.) et Zorell (N.), « *The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, BCE, Francfort-sur-le-Main, à paraître.

règlement FRR et à l'aide de lignes directrices de la Commission. À la différence des précédents instruments de réforme structurelle de l'UE, les États membres et la Commission se sont engagés dans un dialogue bilatéral approfondi sur les projets de PRR avant qu'ils ne soient soumis de manière formelle afin de remédier aux lacunes et aux questions en suspens. La Commission note que ce processus permet de promouvoir une confiance mutuelle et la compréhension des priorités politiques et des défis au niveau national et de l'UE tout en garantissant également l'appropriation nationale des plans ³⁰.

La FRR peut également donner plus de force au processus d'examen par les pairs au Conseil. Le Conseil joue un rôle important dans les deux phases du processus de PRR. Cela permet aux États membres d'examiner la conception et la mise en œuvre des éléments importants de la politique économique de chaque État membre. Les jalons et les cibles détaillés dans les plans pourraient accroître la transparence et la responsabilité. Toutefois, l'efficacité de ce processus d'examen par les pairs dépendra de façon cruciale de la volonté et de la capacité des États membres à examiner attentivement les demandes des autres États membres. Par exemple, lors de la phase de mise en œuvre, le caractère très technique des différents jalons et cibles implique une charge administrative importante pour surveiller leur mise en œuvre effective. Le Conseil peut avoir besoin de s'appuyer sur l'évaluation de la Commission pour ses discussions, en particulier dans les petits États membres. Cela peut réduire la possibilité pour les États membres de s'engager dans un examen approfondi et il sera donc important de s'assurer que les bénéfices de la surveillance multilatérale sont renforcés.

Grâce à sa conception et à ses caractéristiques en matière de procédures, la FRR offre également une nouvelle manière de considérer la coordination de la politique économique. En liant les versements des subventions et des prêts au titre de la FRR à la réalisation réussie des réformes et des investissements, la FRR incite en principe davantage les États membres à mettre en œuvre des réformes. La FRR adopte également une approche prospective de la politique économique, en mettant particulièrement l'accent sur la nécessité de rendre les économies de l'UE plus durables, plus résilientes et mieux préparées pour faire face aux défis futurs. Outre les recommandations spécifiques par pays dans le cadre du Semestre européen, qui se concentrent principalement sur les déséquilibres macroéconomiques et les réformes structurelles, la FRR accorde une priorité élevée aux mesures visant à soutenir les transitions climatique et numérique. Ce faisant, la FRR inclut plusieurs des caractéristiques essentielles d'un système d'incitations financières positives en faveur des réformes, comme le recommande la littérature relative à l'économie politique (cf. encadré 2). Non seulement les PRR sont conçus pour faire face aux défis communs majeurs d'une manière spécifique à chaque État membre, mais l'évaluation continue des jalons et des cibles favorise l'appropriation et la responsabilité nationales, tout en promouvant un dialogue constant entre les États membres et la Commission.

³⁰ Communication de la Commission européenne, « L'économie de l'UE après la pandémie de COVID-19 : conséquences pour la gouvernance économique », COM(2021) 662 final, 19 octobre 2021.

Encadré 2

Les mécanismes d'incitation financière en faveur des réformes structurelles dans la littérature relative à l'économie politique

Navid Armeli et Marguerite O'Connell

La littérature relative à l'économie politique a analysé différentes façons d'utiliser les mécanismes d'incitation financière pour favoriser les réformes structurelles. Elle parvient à la conclusion que ces incitations sont plus persuasives pour la mise en œuvre de réformes que la simple menace de sanctions³¹. De plus, les incitations financières peuvent être utiles pour remédier au problème des acteurs ayant un droit de veto dans le système politique, qui ont des intérêts particuliers et qui bénéficient du *statu quo* institutionnel³².

La littérature a identifié deux principaux critères devant être respectés pour que les incitations positives exercent le plus d'influence possible. Premièrement, pour éviter l'aléa moral, il faut appliquer une conditionnalité *ex ante* et des critères de sélection transparents, assortis d'une indication claire de la répartition des responsabilités nationales et européennes³³. Le soutien financier doit alors être accordé sous condition et conformément à un ensemble de règles transparentes. En outre, des dispositifs d'incitation positive doivent encourager les complémentarités dans l'échelonnement des réformes. Deuxièmement, des incitations positives doivent favoriser l'appropriation et la responsabilité. Pour ce faire, elles doivent être suffisamment spécifiques aux pays et tenir compte du cadre institutionnel et des capacités administratives au niveau national³⁴. Les programmes de réformes visant à relever des défis communs ne doivent pas être dissociés des problèmes propres à chaque pays et ne doivent pas donner l'impression qu'ils ont été formulés par des acteurs extérieurs. L'appropriation est plus forte lorsque les électeurs nationaux voient les avantages de la mise en œuvre des réformes³⁵. Pour cela, il est important de communiquer sur le fait que l'UE soutient positivement les réformes au lieu de se contenter de sanctionner les cas de non-respect. En outre, les fonds doivent être bien ciblés et utilisés de manière efficace, pour favoriser des réformes essentielles qui ont des répercussions dans l'ensemble de l'UE.

³¹ Cf. Dolls (M.), Fuest (C.), Krolage (C.), Neumeier (F.) et Stöhlker (D.), « *Incentivising structural reforms in Europe? A blueprint for the European Commission's Reform Support Programme* », *EconPol Policy Brief*, vol. 3, n° 14, février 2019 ; Grüner (H.), « *The political economy of structural reform and fiscal consolidation revisited* », *Economic Papers*, n° 487, Commission européenne, avril 2013 ; Steinbach (A.), « *Structural reforms in EU member states: exploring sanction-based and reward-based mechanisms* » ; *European Journal of Legal Studies*, vol. 9, n° 1, 2016, p. 173-210 ; Kiess (S.), French (D.), Sloan (N.), Vallance (D.) et Williams (D.), « *The use of sanctions and rewards in the public sector* », UK National Audit Office, 2008 ; Welch (S.) et Thompson (K.), « *The impact of Federal Incentives on State Policy Innovation* », *American Journal of Political Science*, vol. 24, n° 4, 1980, p. 715-729.

³² Banerji (A.), Ebeke (C.), Koloskova (K.), Schölermann (H.) et Siminitz (J.), « *Can Structural Reforms Foster Real Convergence in the Euro Area?* », dans *IMF Country Reports*, N° 17/236, FMI, juillet 2017, p. 15-22 ; Fernandez (R.) et Rodrik (D.), « *Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 81, n° 5, p. 1146-1155, 1991. La Commission européenne a repris l'idée des incitations positives dans sa proposition de Programme d'appui aux réformes (COM(2018) 391 final), destiné à promouvoir les réformes structurelles en finançant les programmes de réformes dans le cadre du Semestre européen.

³³ Cf. Dolls *et al.*, *op. cit.*

³⁴ Cf. Banerji (A.), Barkbu (B.), John (J.), Kinda (T.), Saksonovs (S.), Schölermann (H.), Wu (T.) et Kang (K.), « *Building a Better Union: Incentivizing Structural Reforms in the Euro Area* », *IMF Working Paper*, Issue 201, FMI, 2015 ; Steinbach, *op. cit.*

³⁵ Cf. Grüner (H.), « *Externalities, Institutions and Public Perception: The Political Economy of European Integration Revisited* », *European Economy Discussion Paper*, n° 57, Commission européenne, juillet 2017.

La conception de la FRR et le fait qu'elle mette clairement l'accent sur les résultats remplissent globalement les critères énoncés dans la littérature. Le fait de subordonner les financements de la FRR à la réalisation des réformes constitue une incitation positive au respect des règles. En outre, la FRR encourage la mise en œuvre des réformes en atténuant les effets négatifs à court terme et en permettant aux pays de compléter les évolutions législatives par des ressources adéquates, telles que l'amélioration des systèmes numériques. Les PRR sont conçus pour relever les défis communs majeurs d'une manière adaptée à chaque État membre. Le financement devrait donc avoir des retombées transfrontières significatives et apporter une contribution aux biens publics européens³⁶, notamment en facilitant les transitions climatique et numérique. Les jalons et les cibles doivent être atteints tout au long du cycle de vie de la FRR et les mesures liées à ces jalons et à ces cibles ne doivent pas être annulées par l'État membre³⁷. Cela favorise un dialogue continu entre les États membres et la Commission européenne et offre la possibilité d'un processus d'examen par les pairs plus efficace.

Néanmoins, certains aspects de la FRR ne sont pas pleinement alignés sur les critères évoqués dans la littérature comme permettant aux incitations financières d'exercer l'influence la plus forte. Par exemple, dans certains cas, les PRR peuvent ne pas disposer du niveau de détail nécessaire pour garantir transparence et clarté dans la mise en œuvre. Enfin, il reste à voir dans quelle mesure la FRR, qui est conçue comme un programme ponctuel se terminant en 2026, parviendra à encourager des réformes structurelles à long terme au-delà de cet horizon temporel.

Certaines faiblesses dans la formulation des PRR pourraient compliquer une mise en œuvre efficace du NGEU et retarder la détection des dérapages.

Le contenu de certaines réformes contenues dans les PRR n'est pas détaillé, ce qui pourrait conduire à des ambiguïtés quant à l'action attendue de la part des États membres. En outre, les cibles quantitatives « difficiles » sont relativement peu nombreuses en ce qui concerne les réformes et décalées dans le temps tant pour les réformes que pour les investissements (graphique 6). Cela augmente le risque que certaines réformes structurelles ne soient pas mises en œuvre de manière efficace et que les dérapages ne soient détectés qu'à un stade relativement tardif. Ainsi, on pourrait n'avoir une image claire de l'efficacité du NGEU que vers la fin de sa durée de vie prévue.

³⁶ Le concept de biens publics européens s'appuie sur le concept de bien-être économique, c'est-à-dire qu'à la différence des biens privés, les biens publics justifient la fourniture de services par l'État quand certains types de défaillance de marché se produisent. Dans un système fédéral, les biens publics peuvent être fournis par différents niveaux d'administrations publiques. Une politique peut être considérée comme un bien public *européen* si les bénéfices nets de la conduire au niveau européen sont supérieurs aux bénéfices de la conduire au niveau national, c'est-à-dire lorsque cette politique comporte une valeur ajoutée européenne. Cf. Thöne(M.) et Kreuter (H.), « *European public goods – their contribution to a strong Europe* », *Vision Europe*, Paper n° 3, FIFo Institute for Public Economics and Bertelsmann Stiftung, septembre 2020.

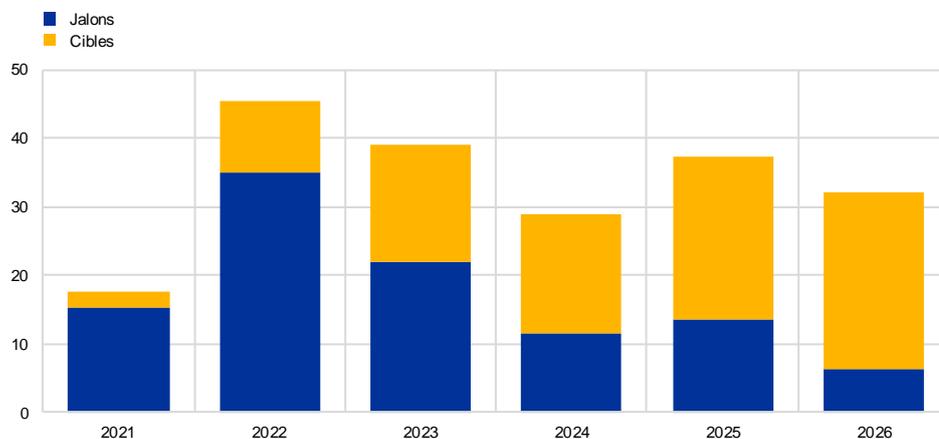
³⁷ Cf. l'article 24, paragraphe 3, du [règlement FRR](#).

Graphique 6

Répartition des jalons et des cibles des PRR

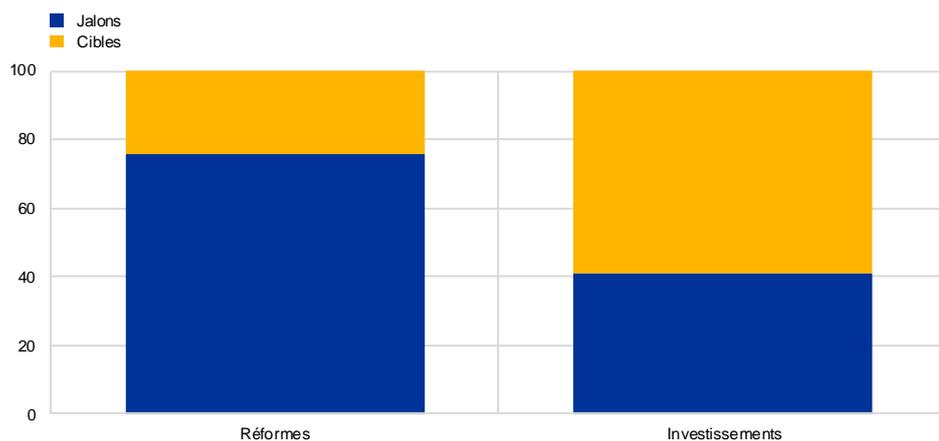
a) Profil temporel

(nombre moyen par pays pour les investissements et les réformes)



b) Ventilation par type de mesures

(en pourcentages)



Sources : Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Note : Les jalons sont des réalisations qualitatives, telles que l'adoption d'une législation, tandis que les cibles sont des objectifs quantitatifs.

5 Conclusion

En tant que réponse immédiate à la crise liée à la pandémie de COVID-19, le NGEU devrait contribuer de manière significative à la reprise en Europe.

Le financement apporté par le NGEU assouplit les contraintes budgétaires des États membres au cours de la période couverte par le programme. Cela permettra d'éviter la nécessité d'une contraction budgétaire potentiellement forte comme celle observée dans certains pays dans le contexte de la crise financière mondiale. Les simulations des services de la BCE indiquent que la relance budgétaire fournie à court terme est élevée et devrait faire augmenter le PIB en volume. En outre, le fait de lier les versements au titre du NGEU à la réalisation des jalons et des cibles dans les PRR devrait avoir des effets de confiance positifs. Parallèlement à la politique

monétaire accommodante, la réponse des politiques budgétaires et structurelles peut contribuer à prévenir les séquelles de la pandémie dans la zone euro.

À moyen terme, le NGEU peut agir comme un catalyseur pour la modernisation et la convergence économique des économies de la zone euro.

Les investissements et les réformes prévus par les PRR des pays de la zone euro se complètent et sont dans l'ensemble bien conçus pour soutenir les transitions verte et numérique, en permettant aussi de libérer les investissements privés nécessaires. Les PRR comportent également des réformes structurelles susceptibles de renforcer encore la croissance potentielle et la résilience, en particulier dans les principaux pays bénéficiaires. L'amélioration des perspectives de croissance et la baisse du coût du financement (c'est-à-dire les économies réalisées sur les paiements d'intérêts) contribueront, à leur tour, à réduire les préoccupations relatives à la soutenabilité de la dette dans les pays vulnérables et pourraient offrir davantage de marge de manœuvre budgétaire pour la stabilisation économique à l'avenir. Dans les pays présentant des risques élevés liés à la dette, cela est également essentiel afin de réduire l'encours de la dette publique par le biais de conditions économiques plus favorables et d'une meilleure qualité des finances publiques. Dans le même temps, les réformes structurelles et le rattrapage des investissements dans certains États membres pourraient renforcer la convergence économique.

Le NGEU devrait offrir un avantage net à tous les pays de la zone euro.

Premièrement, dans l'économie étroitement intégrée de la zone euro, aider la reprise des pays les plus vulnérables aura des effets positifs se répercutant sur tous les pays. Les retombées résultent, surtout, des effets de confiance que le NGEU exerce sur l'économie de la zone euro. Deuxièmement, la dynamique de transformation impulsée par le NGEU peut encore soutenir la transition structurelle vers des économies plus durables dans la zone euro.

L'efficacité du NGEU dépendra essentiellement de la mise en œuvre rapide et efficace des PRR.

Les risques liés à la mise en œuvre budgétaire sont liés à des capacités d'absorption plus faibles que prévu et au remplacement des dépenses d'investissement productives par des dépenses de consommation/des dépenses sociales. En ce qui concerne les réformes structurelles, certaines mesures ne sont pas présentées en détail et les cibles « difficiles » sont relativement peu nombreuses par rapport aux réformes et sont généralement reportées. Au total, ces caractéristiques augmentent le risque que certaines réformes structurelles ne soient pas mises en œuvre de manière efficace et que les dérapages ne soient détectés qu'à un stade relativement tardif. Dans ce contexte, un suivi et une mise en œuvre attentifs des mécanismes de déclaration et d'examen mis en place aux niveaux européen et national sont essentiels pour le succès du projet NGEU. Des lacunes à cet égard pourraient nuire à l'efficacité du NGEU et à la confiance du public dans ce nouvel instrument d'action. Enfin, grâce à l'expérience acquise avec la mise en œuvre du projet NGEU temporaire, une capacité budgétaire centrale plus permanente pourrait jouer un rôle essentiel pour améliorer la stabilisation macroéconomique et la convergence dans la zone euro à plus long terme.

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

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

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 Juillet	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Août	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
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

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 Juillet	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
Août	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
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

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 Juillet	453,8	4062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4363,7	28118,8
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

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	
		A vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾				
		1	2	≤ 2 ans	> 2 ans	5	6	Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an	9	10	Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans	15	16
2020	Décembre	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021	Janvier	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
	Février	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
	Mars	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
	Avril	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
	Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
	Juin	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
	Juillet	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
	Août	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32
	Septembre	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30
	Octobre	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,55	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
	Novembre ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,90	5,04	5,19	5,81	2,08	1,32	1,48	1,30	1,32	1,60	1,32

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		A vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
		1	≤ 2 ans	> 2 ans	4	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	14
2020	Décembre	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021	Janvier	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
	Février	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
	Mars	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	Avril	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
	Juin	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
	Juillet	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
	Août	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44
	Septembre	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
	Octobre	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	1,99	1,55	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
	Novembre ^(p)	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,02	2,03	1,50	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39

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														
Juin	1542	481	152	.	90	694	126	451	216	57	.	34	106	39
Juillet	1540	478	150	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Août	1540	493	148	.	99	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Septembre	1571	506	142	.	99	697	127	474	220	45	.	39	124	46
Octobre	1527	485	136	.	103	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Novembre	1525	498	136	.	97	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Long terme														
2018	15748	3688	3162	.	1249	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16315	3817	3397	.	1324	7152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17290	3892	3203	.	1464	8006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021														
Juin	18092	3980	3361	.	1498	8473	780	341	75	87	.	29	136	15
Juillet	18187	3992	3397	.	1503	8515	780	300	56	97	.	18	119	10
Août	18214	3990	3390	.	1501	8554	779	132	27	32	.	4	66	3
Septembre	18313	4021	3423	.	1522	8558	788	303	72	79	.	22	114	15
Octobre	18399	4039	3493	.	1527	8553	787	294	64	102	.	22	92	13
Novembre	18548	4063	3541	.	1555	8597	792	268	49	84	.	35	90	9

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	16962,7	4190,4	3332,4	.	1320,6	7445,8	673,5	7023,4	465,0	1099,2	5459,2
2019	17598,3	4367,4	3577,7	.	1408,7	7558,1	686,5	8586,6	538,4	1410,6	6637,6
2020	18819,4	4346,8	3347,6	.	1561,4	8720,3	843,3	8448,2	469,3	1321,5	6657,4
2021											
Juin	19634,2	4461,5	3512,9	.	1588,3	9166,3	905,1	9773,2	564,9	1521,5	7686,9
Juillet	19727,4	4470,0	3546,6	.	1603,3	9202,9	904,7	9895,0	559,2	1526,8	7809,0
Août	19753,9	4483,4	3538,1	.	1600,1	9232,7	899,6	10166,4	587,9	1612,9	7965,7
Septembre	19883,7	4527,4	3565,2	.	1620,6	9255,6	914,9	9899,5	597,2	1616,9	7685,4
Octobre	19926,0	4524,1	3628,6	.	1629,9	9239,3	904,0	10292,4	613,8	1700,7	7977,8
Novembre	20072,9	4560,7	3676,6	.	1652,2	9277,6	905,7	9991,8	566,5	1608,4	7816,9
Taux de croissance											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
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	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8
2021											
Juin	4,4	-0,3	4,0	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
Juillet	4,5	0,3	4,7	.	3,8	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
Août	4,0	0,8	3,8	.	3,5	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
Septembre	4,0	1,0	4,0	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
Octobre	4,2	1,4	4,8	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4
Novembre	4,9	2,2	6,3	.	4,8	5,7	5,3	2,0	1,9	6,2	1,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

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

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 Août	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
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
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2022 Janvier	-0,1	0,1	-3,1	0,1	-2,4	0,9	-1,3	-1,6	-0,1	0,8	-0,1	0,1
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2022 Janvier	-8,6	-0,5	-6,4	0,0	-0,1	2,9	0,4	-6,5	1,5	2,6	-3,6	-7,0

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2020	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	258,1	260,3	-2,3	97,0	78,6	101,8	119,2	-0,8	51,7	62,5	8,3	131,0
Flux													
2020	T4	80,6	-48,6	129,1	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,2	2,1	-
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	-
2021	Juin	-21,0	-52,0	31,0	-8,4	18,4	81,3	33,3	3,7	-102,1	-103,7	4,5	-
	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	262,8	249,6	13,1	15,2	-7,0	39,9	19,3	4,6	199,9	237,4	3,2	-
	Novembre	118,9	76,0	43,0	42,5	30,7	54,8	-40,5	21,9	-0,9	85,8	0,6	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2021	Novembre	1 238,0	880,6	357,4	52,9	-99,8	877,9	164,6	17,7	158,2	815,8	131,3	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2021	Novembre	10,3	7,3	3,0	0,4	-0,8	7,3	1,4	0,1	1,3	6,8	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 intellectu- elle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2018	11 600,2	11 132,8	6 223,1	2 369,5	2 430,6	1 177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5 571,6	5 104,2
2019	11 982,5	11 576,9	6 378,6	2 456,6	2 652,7	1 253,7	770,3	621,7	89,0	405,6	5 765,4	5 359,7
2020	11 400,3	10 976,3	5 902,0	2 573,6	2 494,9	1 216,4	681,9	589,6	5,8	424,0	5 173,4	4 749,5
2020 T4	2 927,3	2 787,0	1 486,4	661,0	642,0	318,7	183,2	138,3	-2,4	140,3	1 364,7	1 224,4
2021 T1	2 940,0	2 806,3	1 469,6	662,3	646,7	325,3	185,5	134,0	27,7	133,8	1 401,7	1 268,0
T2	3 010,9	2 888,5	1 531,7	675,5	661,9	337,5	187,6	135,0	19,4	122,4	1 465,0	1 342,6
T3	3 113,7	2 985,6	1 609,8	686,6	669,1	343,6	186,7	136,9	20,1	128,1	1 525,4	1 397,3
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2021 T1	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0
T2	2,2	2,4	3,9	2,1	1,2	1,9	0,3	0,8	-	-	2,5	3,0
T3	2,3	2,1	4,3	0,5	-0,9	-0,9	-1,5	0,2	-	-	1,4	1,0
T4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2021 T1	-1,1	-3,8	-5,7	2,8	-5,9	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,8
T2	14,4	12,3	12,3	7,8	18,5	19,7	30,0	3,4	-	-	26,0	21,7
T3	3,9	3,9	2,7	2,7	3,1	3,2	2,4	3,5	-	-	9,7	10,1
T4	4,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage</i>												
2021 T1	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
T2	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-	-
T3	2,3	2,0	2,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
T4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021 T1	-1,1	-3,7	-3,0	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,1	2,5	-	-
T2	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-
T3	3,9	3,6	1,4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	1,0	0,3	-	-
T4	4,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2018	10 395,4	175,4	2 055,6	525,8	1 963,1	499,9	477,2	1 170,0	1 210,2	1 960,3	358,0	1 204,8
2019	10 740,8	178,3	2 100,7	561,2	2 041,4	531,3	478,8	1 204,6	1 249,8	2 025,5	369,3	1 241,7
2020	10 268,7	176,6	1 971,0	552,4	1 799,8	544,9	469,0	1 210,9	1 167,9	2 054,3	321,8	1 131,6
2020 T4	2 634,0	43,8	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,1	77,5	293,3
2021 T1	2 647,1	44,0	533,3	145,9	455,6	141,4	118,2	306,0	302,1	523,3	77,3	292,9
T2	2 699,8	44,9	536,0	150,3	480,5	144,7	118,1	308,2	305,9	530,4	80,9	311,1
T3	2 783,6	45,6	545,1	150,5	521,1	146,1	118,9	310,8	316,1	541,8	87,7	330,1
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2020 T4	-0,4	0,7	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 T1	0,1	-2,7	1,0	-1,0	-1,0	1,9	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
T2	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,8	1,3	1,7	6,0	4,9
T3	2,3	-0,9	0,1	-0,6	7,2	1,3	0,4	0,5	2,9	1,5	10,8	1,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,4	5,7	0,3	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,5	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,2	-6,5
2020 T4	-4,5	-0,6	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 T1	-1,3	-0,9	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,5	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
T2	14,3	-0,7	21,7	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,8	15,3
T3	4,0	-2,5	5,2	2,3	7,0	4,0	1,9	0,9	6,2	1,9	3,6	3,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2020 T4	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	–
2021 T1	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	–
T2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	–
T3	2,3	0,0	0,0	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	–
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	–
2020 T4	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	–
2021 T1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	–
T2	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	–
T3	4,0	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	–

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>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
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
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
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	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 T4	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 T1	-1,7	-1,8	-1,5	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
T2	2,0	2,4	-0,2	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,6	1,6
T3	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	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	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 T4	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 T1	-2,8	-3,1	-1,7	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,5	-1,8	2,1	-8,6
T2	16,4	14,9	23,3	7,7	14,6	25,2	23,8	11,7	6,2	20,2	18,5	8,4	25,0
T3	3,0	3,3	1,9	-0,3	2,2	2,8	3,9	7,6	1,3	4,7	6,3	1,3	1,2
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
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	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 T4	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 T1	-1,1	-1,3	-0,2	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,2	-0,2	0,7	-3,9
T2	14,0	12,2	23,5	4,1	15,1	19,5	23,1	6,8	5,5	17,6	13,4	5,6	23,0
T3	1,0	1,0	1,4	-1,2	1,9	-0,2	2,4	2,0	0,5	3,3	1,9	-0,7	0,1

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			80,6		19,4		51,4		48,6		
2019	164,133	3,6	12,448	7,6	3,3	10,131	6,8	2,316	16,0	6,373	7,3	6,074	8,0	2,2
2020	162,271	3,6	12,817	7,9	3,0	10,325	7,0	2,492	17,8	6,592	7,6	6,225	8,2	1,8
2021	.	.	12,652	7,7	.	10,174	6,8	2,479	16,9	6,425	7,4	6,228	8,2	.
2021 T1	162,187	3,7	13,445	8,3	3,2	10,849	7,3	2,596	18,3	6,829	7,9	6,616	8,8	2,1
T2	163,542	3,5	13,016	8,0	3,3	10,431	7,0	2,585	17,7	6,582	7,5	6,433	8,4	2,3
T3	164,423	3,3	12,448	7,6	3,1	10,002	6,7	2,446	16,4	6,323	7,2	6,125	8,0	2,6
T4	.	.	11,700	7,1	.	9,413	6,3	2,287	15,3	5,964	6,8	5,737	7,5	.
2021 Juillet	–	–	12,560	7,7	–	10,118	6,8	2,442	16,5	6,345	7,3	6,215	8,1	–
Août	–	–	12,371	7,5	–	9,965	6,7	2,405	16,2	6,270	7,2	6,101	7,9	–
Septembre	–	–	12,102	7,4	–	9,724	6,5	2,378	15,9	6,165	7,1	5,937	7,7	–
Octobre	–	–	11,953	7,3	–	9,614	6,4	2,340	15,6	6,083	7,0	5,870	7,6	–
Novembre	–	–	11,666	7,1	–	9,366	6,3	2,300	15,4	5,927	6,8	5,739	7,5	–
Décembre	–	–	11,481	7,0	–	9,260	6,2	2,222	14,9	5,881	6,7	5,600	7,3	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme des moyennes simples des données mensuelles. Il existe une rupture dans les séries à partir du premier trimestre 2021 en raison de la mise en œuvre du règlement relatif aux statistiques sociales européennes intégrées (*Integrated European Social Statistics Regulation*). En raison de problèmes techniques dus à l'introduction du nouveau système allemand d'enquêtes intégrées auprès des ménages, qui comprend l'enquête sur les forces de travail, les chiffres pour la zone euro incluent des données sur l'Allemagne, débutant au premier trimestre 2020, qui ne sont pas des estimations directes issues des données individuelles de l'enquête sur les forces de travail, mais qui ont été établies à l'aide d'un échantillon plus large comprenant des données tirées d'autres enquêtes intégrées auprès des ménages.

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						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	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,8	-4,2	-4,6	-5,8	-0,9	3,7	-2,4	-14,4	-8,6	-25,0
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1
2021 T1	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,0	3,4
T2	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,5	17,9	11,9	2,1	18,7	29,8	25,1	53,8
T3	6,1	6,9	7,7	5,1	9,3	-0,9	0,8	2,5	0,2	4,1	3,5	13,1	-23,5
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,2
2021 Juillet	8,5	9,5	11,2	7,6	11,1	-0,6	2,2	3,4	1,3	4,9	4,2	–	-22,0
Août	5,7	6,7	6,9	4,8	9,8	-1,9	-2,3	1,4	-1,4	3,3	1,4	–	-24,8
Septembre	4,1	4,5	5,0	2,9	7,1	-0,1	2,2	2,8	0,7	4,0	4,9	–	-24,2
Octobre	0,2	0,5	2,4	-2,3	1,7	-1,1	3,6	1,7	-1,4	3,0	8,6	–	-28,6
Novembre	-1,5	-2,0	1,9	-9,8	5,9	3,7	0,5	7,8	0,9	11,8	19,5	–	-21,8
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	–	-25,1
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2021 Juillet	0,8	1,3	0,3	2,3	1,8	-0,4	-0,6	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	–	-4,8
Août	-1,7	-2,0	-1,3	-2,5	-2,3	0,6	-1,0	0,8	-0,9	2,4	-0,5	–	-3,4
Septembre	-0,9	-1,0	-0,3	-1,5	0,2	1,2	1,2	0,0	0,8	-1,3	1,1	–	2,0
Octobre	-1,3	-1,3	-0,2	1,3	-4,1	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	0,7	–	-2,1
Novembre	2,3	2,4	0,9	1,5	2,6	1,2	-0,2	1,0	0,6	1,6	-1,5	–	0,5
Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	–	2,8

Sources : Eurostat, calculs de la BCE 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 économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	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 Août	116,3	13,9	–	-5,3	5,5	4,6	16,8	–	61,4	59,0	59,0	59,0
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	3,8	9,1	88,1	58,7	55,4	51,2	52,4

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
2020	T4	1 022,3	938,1	84,2	583,9	480,7	224,0	200,2	183,9	177,6	30,5	79,6	23,8	24,6
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
2021	Juin	351,5	329,2	22,2	202,2	177,6	78,7	68,1	60,6	59,8	9,9	23,6	8,0	4,9
	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	375,0	355,7	19,4	215,3	199,0	90,2	72,6	59,0	58,7	10,6	25,4	8,5	4,3
	Novembre	389,5	365,9	23,6	225,5	209,9	92,7	69,8	60,7	60,6	10,7	25,6	5,6	3,7
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2021	Novembre	4 336,9	4 017,2	319,7	2 483,4	2 162,8	967,4	854,0	752,8	702,2	133,3	298,2	93,5	58,5
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2021	Novembre	36,2	33,5	2,7	20,7	18,0	8,1	7,1	6,3	5,9	1,1	2,5	0,8	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2020	T4	-2,7	-5,5	567,4	264,9	114,8	177,0	479,2	491,7	260,5	87,2	134,8	379,8	35,2
2021	T1	0,7	0,3	581,8	280,7	115,0	174,2	487,3	512,5	284,7	91,6	129,8	383,3	46,9
	T2	34,4	33,9	596,2	291,4	117,0	177,3	493,4	559,1	324,0	92,2	136,0	405,3	53,5
	T3	13,6	22,7	606,9	304,7	118,4	171,6	500,9	579,4	343,9	93,3	135,2	414,7	59,0
2021	Juin	24,0	29,0	198,3	98,4	38,3	58,0	163,7	187,2	109,1	30,7	45,2	135,5	18,2
	Juillet	12,0	18,1	201,7	99,4	40,7	57,6	167,0	188,9	112,5	30,5	43,9	134,8	19,7
	Août	19,5	29,2	202,9	103,1	39,2	56,7	166,9	194,1	115,1	31,6	45,2	140,2	19,7
	Septembre	10,2	21,6	202,2	102,3	38,4	57,2	167,1	196,4	116,3	31,2	46,1	139,8	19,6
	Octobre	7,3	24,3	207,0	104,1	37,6	60,6	170,5	205,2	123,6	30,4	47,4	143,0	22,7
	Novembre	14,4	32,0	213,2	.	.	.	174,2	214,5	.	.	.	147,1	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2020	T4	-1,4	-0,8	104,0	105,6	100,1	105,7	103,5	105,2	102,0	108,0	110,7	109,1	84,4
2021	T1	0,8	0,2	104,5	108,6	100,8	101,5	103,9	104,9	103,3	112,7	105,5	108,3	85,5
	T2	29,3	20,4	104,7	109,1	101,7	101,7	103,4	109,8	110,4	113,7	108,4	112,1	85,0
	T3	4,4	5,4	103,4	109,6	100,8	96,5	101,9	107,9	108,9	111,8	105,0	110,7	85,3
2021	Mai	29,3	20,5	105,0	109,6	101,2	101,9	103,5	110,1	111,1	113,6	108,0	113,0	87,3
	Juin	19,1	15,9	104,4	110,1	100,0	100,2	102,8	109,3	109,3	114,4	108,1	112,1	83,7
	Juillet	4,8	3,1	104,2	109,0	104,5	97,7	103,0	106,8	108,6	109,6	103,6	108,7	86,1
	Août	9,1	11,4	103,3	110,7	100,1	95,5	101,3	108,7	109,4	114,5	105,3	112,4	86,2
	Septembre	0,1	2,5	102,7	109,2	97,9	96,4	101,3	108,3	108,7	111,4	106,0	110,9	83,5
	Octobre	-2,9	2,5	104,0	109,6	95,0	101,3	102,7	110,1	111,8	105,2	108,0	111,6	88,8

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											Total, hors produits alimentaires et énergie	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	1,3	0,5	-0,6	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4
T2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,3	1,8	2,4
T3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,7	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5
T4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,5	0,9	1,1	-0,2	9,1	1,0	4,6	5,1
2021 Août	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,3	0,7	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5
Septembre	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6
Octobre	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6
Novembre	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,7	0,2	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	0,3	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Janvier ³⁾	110,7	5,1	2,3	.	2,4	.	0,6	0,8	1,4	6,0	.	.	.

	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 Août	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6
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⁾	3,6	3,1	5,2	.	2,3	28,6	.	.	.	.	.	.

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⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	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
2020 T4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 T1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	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	9,0	.
2021 Juin	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	–	–	–
Juillet	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	–	–	–
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	66,0	–	–	–

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	59,8	29,5	21,3	37,2	28,9	21,7	37,1
2021 T1	108,1	1,5	1,5	1,1	2,4	1,1	0,9	0,7	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
T2	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
T3	109,5	2,7	3,5	2,6	3,0	4,4	7,1	9,5	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	69,4	30,7	30,1	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 Août	–	–	–	–	–	–	–	–	59,5	29,9	29,0	30,7	32,1	32,5	31,8
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	29,2	32,6	26,4	33,8	38,2	29,4
2022 Janvier	–	–	–	–	–	–	–	–	75,5	.	.	.	.	.	.

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
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 Août	37,0	27,1	11,7	28,0	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
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	47,7	42,5	21,0	37,0	57,9	83,5	70,4	72,7	58,0

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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												
2018	103,4	1,9	1,2	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	3,9	1,5	2,6	2,0
2019	105,4	1,9	-0,8	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,3	2,8	4,7	6,5	0,7	0,2	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 T4	109,8	3,7	-0,7	-1,1	3,0	5,4	1,9	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 T1	110,3	1,5	2,9	-3,3	5,2	2,1	0,6	1,1	4,4	3,1	2,8	15,3
T2	108,9	-4,4	7,0	-10,6	-3,1	-7,7	1,3	-2,2	8,7	-2,3	-4,6	-2,5
T3	109,7	1,1	5,7	-1,3	2,1	-0,8	4,8	0,8	4,1	0,7	2,3	0,7
Rémunération par tête												
2018	105,2	2,1	0,9	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	2,9
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	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,3	0,9	-0,4	2,4	-2,6
2020 T4	109,0	0,9	0,2	0,0	1,5	-3,5	1,4	0,7	2,4	1,1	3,3	-0,4
2021 T1	109,3	2,1	1,9	2,0	4,3	-0,8	2,1	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
T2	109,6	7,2	2,7	9,2	9,6	13,0	7,6	1,2	10,2	8,0	2,1	11,1
T3	111,7	3,0	2,1	3,5	1,4	4,6	3,3	2,0	3,6	2,4	2,2	3,2
Productivité par personne employée												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,0	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	1,9	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 T4	99,3	-2,7	1,0	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 T1	99,2	0,6	-0,9	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
T2	100,6	12,1	-4,0	22,2	13,1	22,3	6,2	3,5	1,4	10,6	7,1	14,0
T3	101,9	1,9	-3,4	4,9	-0,7	5,4	-1,4	1,2	-0,4	1,7	-0,2	2,5
Rémunération par heure travaillée												
2018	104,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
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	3,2	4,0	5,9	2,8	1,3	5,6	4,5	4,9	6,7
2020 T4	113,6	5,2	1,9	3,0	3,9	6,1	2,5	1,3	6,1	3,8	4,9	7,1
2021 T1	114,4	3,4	0,8	1,1	1,2	6,3	2,6	1,6	3,2	2,5	1,7	4,6
T2	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,1	-6,6	1,6	-3,3	-0,6	-3,0	-2,5	-5,6
T3	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	0,5	0,7	3,1	2,6
Productivité horaire du travail												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,2	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 T4	104,7	2,1	0,6	4,5	2,3	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 T1	104,8	1,7	-2,8	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,3	-1,0	-1,2	-8,7
T2	104,3	-1,7	-7,8	6,2	-5,3	-0,6	-0,6	-1,9	-13,8	-2,5	1,4	-7,3
T3	104,3	0,9	-2,2	2,9	-0,5	3,0	-3,3	0,6	-3,6	-0,2	0,6	2,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans				
	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	12	
Encours												
2019	1 222,4	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	1 360,8	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 ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
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	1 444,4	9 617,8	11 062,2	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15 218,8
T4 ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
2021 Juillet	1 427,4	9 428,9	10 856,3	931,1	2 490,4	3 421,5	14 277,8	115,7	618,0	35,6	769,3	15 047,1
Août	1 435,8	9 519,2	10 955,1	914,2	2 487,1	3 401,3	14 356,4	112,7	617,9	37,2	767,8	15 124,1
Septembre	1 444,4	9 617,8	11 062,2	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15 218,8
Octobre	1 451,6	9 664,2	11 115,8	926,9	2 495,7	3 422,6	14 538,5	133,5	618,9	39,8	792,2	15 330,7
Novembre	1 459,8	9 697,8	11 157,5	928,7	2 499,4	3 428,1	14 585,7	126,0	645,0	38,9	809,9	15 395,6
Décembre ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
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 ^(p)	105,1	901,0	1 006,1	-118,7	67,3	-51,4	954,7	11,6	24,0	11,6	47,2	1 001,9
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	25,0	254,5	279,4	-34,4	11,7	-22,6	256,8	5,5	-12,8	10,0	2,7	259,5
T4 ^(p)	21,2	190,3	211,5	16,8	14,4	31,2	242,8	-3,7	59,0	-28,2	27,1	269,8
2021 Juillet	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	4,3	8,1	16,2	97,6
Août	8,4	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	76,9	-3,1	-0,1	1,3	-2,0	75,0
Septembre	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,4	4,8	-16,9	0,6	-11,5	86,9
Octobre	8,2	47,4	55,6	23,9	2,3	26,2	81,8	13,2	18,0	1,5	32,7	114,5
Novembre	8,1	44,2	52,3	-5,1	3,6	-1,5	50,8	-8,0	26,2	-4,1	14,0	64,8
Décembre ^(p)	4,9	98,7	103,6	-2,0	8,5	6,5	110,1	-8,9	14,9	-25,6	-19,6	90,5
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 ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	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	12,6	1,0	-	7,5	7,6
T4 ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9
2021 Juillet	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,8	-	10,5	7,8
Août	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,7	-	12,7	8,0
Septembre	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	1,0	-	7,5	7,6
Octobre	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,8	3,9	199,2	11,2	7,7
Novembre	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,5	8,2	94,8	12,2	7,4
Décembre ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2019	2 483,9	2 070,3	256,7	150,5	6,4	7 044,4	4 399,1	492,0	2 152,4	1,0	1 026,5	215,7	464,7
2020	2 988,5	2 531,8	310,0	143,5	3,2	7 651,2	4 956,1	437,2	2 257,1	0,9	1 097,1	234,6	501,2
2021 ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
2021 T1	3 060,5	2 609,4	300,2	143,5	7,5	7 813,5	5 104,5	422,0	2 286,1	0,9	1 133,2	217,0	491,1
T2	3 100,2	2 660,9	290,8	140,0	8,5	7 906,0	5 197,8	407,0	2 300,5	0,7	1 164,8	222,5	494,6
T3	3 160,5	2 736,3	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,5	227,4	515,6
T4 ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
2021 Juillet	3 108,6	2 679,9	284,9	135,9	7,8	7 944,3	5 236,6	399,2	2 307,7	0,8	1 186,6	227,3	499,3
Août	3 128,9	2 707,2	282,4	130,7	8,7	7 988,4	5 282,3	394,6	2 310,8	0,7	1 186,9	227,1	501,9
Septembre	3 160,5	2 736,3	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,5	227,4	515,6
Octobre	3 187,9	2 758,2	292,6	128,9	8,2	8 040,1	5 332,2	383,5	2 323,3	1,0	1 244,5	239,3	508,6
Novembre	3 211,8	2 783,6	291,2	129,5	7,5	8 058,1	5 353,6	377,9	2 325,6	1,0	1 233,0	232,0	517,1
Décembre ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
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	515,7	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 ^(p)	254,4	279,9	-21,7	-6,9	3,0	421,4	408,8	-64,8	77,6	-0,2	146,3	-7,7	46,8
2021 T1	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,7	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
T2	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
T3	61,0	69,3	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
T4 ^(p)	84,3	84,3	5,4	-2,3	-3,1	59,0	57,6	-15,9	17,2	0,1	40,4	2,9	31,3
2021 Juillet	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
Août	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,6	-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	27,9	22,6	8,7	-2,0	-1,4	19,4	18,1	-5,3	6,2	0,4	34,6	12,0	-7,0
Novembre	19,8	23,1	-2,9	0,5	-0,8	16,9	20,5	-5,8	2,2	-0,1	-1,5	-5,8	5,3
Décembre ^(p)	36,6	38,7	-0,4	-0,7	-1,0	22,7	18,9	-4,8	8,8	-0,2	7,3	-3,3	33,0
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 ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 T1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	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	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
T4 ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 Juillet	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
Août	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
Septembre	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
Octobre	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,4	6,0
Novembre	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	8,9	-14,4	3,4	0,0	15,5	-3,9	6,9
Décembre ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3

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) 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	4 654,5	989,2	3 653,5	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,6	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 721,5	6 118,8	911,7	167,8	1 548,1	865,3
2021 ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
2021 T1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 777,0	6 176,5	953,7	151,6	1 518,4	880,2
T2	6 217,0	1 003,7	5 211,7	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 746,7	6 239,8	942,0	149,1	1 523,1	887,2
T3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,6	12 182,5	12 536,2	4 774,8	6 311,0	952,0	144,7	1 532,4	896,7
T4 ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
2021 Juillet	6 305,8	1 006,9	5 297,2	14 530,9	12 114,7	12 475,5	4 747,8	6 273,3	945,7	147,9	1 527,9	888,3
Août	6 347,9	1 004,0	5 342,2	14 556,8	12 137,3	12 492,9	4 759,2	6 292,7	939,4	146,0	1 524,0	895,5
Septembre	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,6	12 182,5	12 536,2	4 774,8	6 311,0	952,0	144,7	1 532,4	896,7
Octobre	6 392,0	987,4	5 402,9	14 682,5	12 231,0	12 591,9	4 795,0	6 334,3	947,1	154,6	1 556,0	895,5
Novembre	6 476,2	987,3	5 487,3	14 738,6	12 309,2	12 658,5	4 820,3	6 359,6	968,7	160,6	1 542,0	887,4
Décembre ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
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	1 042,0	13,5	1 028,4	737,0	538,1	559,9	288,2	209,1	23,9	16,9	170,7	28,2
2021 ^(p)	665,6	-0,6	675,8	558,5	469,6	501,7	172,2	259,3	47,8	-9,7	80,3	8,6
2021 T1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3
T2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,5	75,3	-10,9	-2,4	4,8	5,0
T3	150,5	-4,7	155,2	132,0	117,5	120,5	39,9	65,8	18,8	-7,0	9,6	4,9
T4 ^(p)	201,2	-1,2	202,2	222,6	169,1	218,3	95,0	57,4	0,6	16,0	63,2	-9,6
2021 Juillet	63,1	3,2	59,9	44,5	42,7	42,5	14,6	25,3	4,1	-1,2	4,1	-2,3
Août	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
Septembre	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	15,0	20,7	12,4	-3,9	8,6	2,1
Octobre	31,9	-12,0	43,9	79,2	47,5	59,5	19,2	23,0	-4,6	9,9	35,4	-3,7
Novembre	65,0	1,0	64,0	52,1	72,6	65,4	25,3	23,0	18,7	5,6	-13,8	-6,7
Décembre ^(p)	104,2	9,7	94,3	91,4	49,0	93,5	50,5	11,4	-13,4	0,5	41,6	0,8
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 ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0
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	5,8	-10,1	3,0	7,3
T4 ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0
2021 Juillet	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,1	-4,9	4,5	6,9
Août	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,1	-6,0	2,7	7,1
Septembre	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	5,8	-10,1	3,0	7,3
Octobre	10,5	-1,2	13,1	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,8	-5,6	4,6	7,7
Novembre	10,8	-1,2	13,5	3,7	3,6	3,7	2,4	4,4	5,6	0,5	3,2	6,2
Décembre ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
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	4 721,5	4 842,9	898,1	1 011,2	2 812,1	6 118,8	6 387,3	700,2	4 723,8	694,8
2021 ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
2021 T1	4 777,0	4 899,0	894,4	1 017,8	2 864,9	6 176,5	6 439,7	696,3	4 786,6	693,6
T2	4 746,7	4 867,8	832,9	971,6	2 942,2	6 239,8	6 498,6	693,7	4 851,9	694,2
T3	4 774,8	4 889,8	835,1	972,0	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
T4 ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
2021 Juillet	4 747,8	4 861,9	828,2	968,1	2 951,4	6 273,3	6 531,5	695,6	4 874,6	703,1
Août	4 759,2	4 873,8	828,1	969,4	2 961,7	6 292,7	6 552,2	695,4	4 894,9	702,4
Septembre	4 774,8	4 889,8	835,1	972,0	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Octobre	4 795,0	4 912,9	859,2	971,4	2 964,3	6 334,3	6 590,2	698,9	4 935,1	700,3
Novembre	4 820,3	4 932,4	869,8	979,7	2 970,8	6 359,6	6 615,2	702,3	4 956,8	700,5
Décembre ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
Flux										
2019	115,0	142,5	-13,1	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	193,9	-11,8	210,6	10,4
2021 ^(p)	172,2	203,6	-3,5	1,7	174,0	259,3	263,7	8,3	254,4	-3,3
2021 T1	55,9	58,1	-3,9	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
T2	-18,5	-22,2	-57,6	-42,9	82,0	75,3	70,6	2,4	72,0	0,9
T3	39,9	44,2	4,0	1,8	34,1	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
T4 ^(p)	95,0	123,5	53,9	36,0	5,1	57,4	67,3	4,0	55,1	-1,7
2021 Juillet	14,6	10,5	-3,0	-1,2	18,8	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
Août	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
Septembre	15,0	19,6	7,0	2,2	5,8	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
Octobre	19,2	25,4	23,8	-1,0	-3,6	23,0	22,8	2,7	20,3	0,0
Novembre	25,3	22,5	10,6	9,3	5,4	23,0	24,0	4,6	18,7	-0,3
Décembre ^(p)	50,5	75,6	19,5	27,8	3,3	11,4	20,5	-3,3	16,1	-1,4
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 ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	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 ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5
2021 Juillet	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
Août	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
Septembre	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Octobre	1,9	2,5	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,2
Novembre	2,4	2,9	-3,6	-2,2	5,9	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
Décembre ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
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	6 961,3	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,5	1 437,6	489,7	130,1	139,2
2021 ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
2021 T1	704,0	6 891,1	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,0	1 409,5	400,7	127,2	130,2
T2	680,1	6 847,1	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,1	1 411,7	359,7	123,7	134,5
T3	690,9	6 856,4	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,1	1 379,8	410,0	139,0	146,0
T4 ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
2021 Juillet	686,8	6 889,7	1 860,9	39,4	1 962,6	3 026,7	1 441,8	345,2	133,4	133,2
Août	708,7	6 873,4	1 851,2	39,0	1 960,7	3 022,5	1 450,1	351,5	125,3	128,4
Septembre	690,9	6 856,4	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,1	1 379,8	410,0	139,0	146,0
Octobre	739,5	6 872,1	1 842,8	38,1	2 002,6	2 988,6	1 397,0	470,9	140,0	147,6
Novembre	706,9	6 905,2	1 831,0	37,7	2 011,9	3 024,6	1 398,5	394,3	144,5	149,9
Décembre ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
Flux										
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-35,0	-14,9	-8,0	-101,2	89,0	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021 ^(p)	53,0	-39,5	-74,4	-5,0	-38,5	78,5	-114,4	-94,3	-11,3	-2,8
2021 T1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
T2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
T3	10,8	0,0	-18,6	-1,5	8,3	11,8	-40,8	28,6	15,3	11,5
T4 ^(p)	106,6	7,3	-13,1	-1,6	7,3	14,6	-67,9	27,9	-20,2	-9,6
2021 Juillet	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	7,8	-11,6	9,7	-1,3
Août	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,3	-0,5	-8,0	-4,8
Septembre	-17,9	10,0	-1,0	-0,4	4,1	7,3	-52,9	40,7	13,7	17,6
Octobre	48,6	17,1	-7,6	-0,5	23,9	1,3	4,9	64,2	0,9	1,6
Novembre	-32,3	-12,1	-13,3	-0,5	0,8	0,9	-32,7	-63,9	4,6	2,2
Décembre ^(p)	90,2	2,3	7,8	-0,6	-17,3	12,4	-40,2	27,5	-25,7	-13,5
Taux de croissance										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
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	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
T4 ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
2021 Juillet	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
Août	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Septembre	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Octobre	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,4	-	-	-5,9	-4,3
Novembre	-5,6	-0,5	-5,1	-11,2	-1,4	3,4	-	-	-2,4	1,9
Décembre ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0

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
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	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
2020 T3	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
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
T2	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
2021 Juillet	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
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	1,4	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2017	-0,7	1,3	-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).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 2 février 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-22-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général