



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2023



Sommaire

Sommaire	1
Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	3
Synthèse	3
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	14
3 Prix et coûts	22
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	31
Encadrés	40
1 Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis	40
2 Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro	48
3 Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro	54
4 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	59
5 Indicateurs relatifs à l'impact des tensions sur les prix à la production sur le renchérissement des biens de consommation	63
6 Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021	70
7 Les dépenses publiques dans la zone euro pendant la crise sanitaire – indications tirées des données de la classification des fonctions des administrations publiques	78
8 Les tendances démographiques EUROPOP2023 et ce qui en résulte pour l'économie de la zone euro	82
Articles	88
1 L'impact du Brexit sur les échanges commerciaux et le marché du travail du Royaume-Uni	88

2	L'impact selon les catégories de ménages de la récente poussée de l'inflation	113
	Encadré 1 Comment le comportement des consommateurs change avec l'inflation	120
	Encadré 2 Inflation, politique budgétaire et inégalités	125
	Statistiques	135

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

Les perspectives d'inflation demeurent trop élevées sur une période trop longue. Compte tenu de la persistance de fortes pressions inflationnistes, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 4 mai 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Les informations disponibles confirment globalement l'évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme établie par le Conseil des gouverneurs lors de sa dernière réunion de politique monétaire qui s'est tenue le 16 mars. L'inflation totale a reculé au cours des derniers mois, mais les tensions sous-jacentes sur les prix restent fortes. Parallèlement, la transmission des précédentes hausses des taux aux conditions monétaires et de financement dans la zone euro est vigoureuse, bien que les délais et la force de la transmission à l'économie réelle restent incertains.

Les décisions futures du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, et qu'ils soient maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions relatives aux taux directeurs resteront basées sur l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE demeurent le principal instrument du Conseil des gouverneurs pour définir l'orientation de la politique monétaire. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs poursuivra la réduction du portefeuille de titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mesuré et prévisible. En ce sens, le Conseil des gouverneurs prévoit de mettre fin aux remboursements au titre de l'APP à compter de juillet 2023.

Activité économique

L'activité économique mondiale a été plus soutenue que prévu début 2023. L'économie mondiale a été soutenue par la réouverture de l'économie de la Chine après l'abandon de sa politique zéro COVID, ainsi que par la bonne tenue du marché du travail aux États-Unis – en dépit du resserrement significatif de la politique monétaire. Toutefois, le commerce est demeuré atone, la reprise de l'activité se concentrant sur les composantes de la demande moins dépendantes

des échanges commerciaux, telles que les services. L'inflation totale mondiale a continué de se ralentir, tandis que l'inflation sous-jacente (*core*) est demeurée à des niveaux élevés.

La croissance de l'économie de la zone euro s'est établie à 0,1 % au premier trimestre 2023, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. La baisse des prix de l'énergie, l'assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les mesures budgétaires destinées à aider les entreprises et les ménages ont contribué à la résilience de l'économie. Dans le même temps, la demande intérieure privée, plus particulièrement la consommation, est vraisemblablement restée atone.

La confiance des entreprises et des consommateurs s'est redressée régulièrement ces derniers mois, mais elle reste en deçà des niveaux observés avant la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population. Le Conseil des gouverneurs constate une divergence entre les différents secteurs de l'économie. Le secteur manufacturier résorbe des arriérés de commandes, mais ses perspectives se dégradent. La croissance des services est plus robuste, en raison notamment de la réouverture de l'économie.

Les revenus des ménages bénéficient de la vigueur du marché du travail, le taux de chômage atteignant un nouveau point bas historique de 6,5 % en mars. La croissance de l'emploi s'est poursuivie, et le nombre total d'heures travaillées dépasse les niveaux d'avant la pandémie. Dans le même temps, le nombre moyen d'heures travaillées reste légèrement inférieur à son niveau d'avant la pandémie, sans rebond notable depuis mi-2022.

Alors que la crise de l'énergie s'estompe, les pouvoirs publics devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes afin d'éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte. Les politiques budgétaires doivent viser à améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Les mesures prises pour renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, peuvent également contribuer à soulager les tensions sur les prix à moyen terme. À cet égard, le Conseil des gouverneurs accueille favorablement la publication, par la Commission européenne, des propositions législatives pour la réforme du cadre de gouvernance économique de l'Union européenne, qui devrait être achevée sous peu.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 7,0 % en avril, après être revenue de 8,5 % en février à 6,9 % en mars. Bien que des effets de base aient contribué à une accélération de la hausse des prix de l'énergie, de – 0,9 % en mars à 2,5 % en avril, ce taux reste largement inférieur à ceux qui avaient été enregistrés après le début de la guerre de la Russie contre l'Ukraine. La hausse des prix des produits alimentaires reste toutefois élevée, à 13,6 % en avril contre 15,5 % en mars.

Les tensions sur les prix demeurent fortes. L'inflation hors produits alimentaires et énergie était de 5,6 % en avril, se ralentissant quelque peu par rapport à mars pour revenir à son niveau de février. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue à 6,2 % en avril, après 6,6 % en mars, où elle s'était ralentie pour la première fois depuis plusieurs mois. Mais la hausse des prix des services s'est accélérée, ressortant à 5,2 % en avril, après 5,1 % en mars. L'inflation reste poussée à la hausse par les répercussions progressives des hausses des coûts de l'énergie et des goulets d'étranglement du côté de l'offre observés antérieurement. Dans les services, en particulier, elle demeure aussi portée par la demande latente liée à la réouverture de l'économie et par la croissance des salaires. Les informations disponibles jusqu'en mars suggèrent que les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent élevés.

Les pressions salariales se sont accentuées, les salariés retrouvant, dans un marché du travail robuste, une partie du pouvoir d'achat perdu sous l'effet de la forte inflation. De plus, dans certains secteurs, les entreprises ont pu accroître leurs marges bénéficiaires grâce à l'inadéquation entre l'offre et la demande et à l'incertitude créée par l'inflation élevée et volatile. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, l'augmentation de certains indicateurs justifie un suivi continu.

Évaluation des risques

Le regain des tensions sur les marchés financiers, s'il persiste, ferait peser un risque à la baisse sur les perspectives de croissance, car il pourrait resserrer les conditions du crédit plus sévèrement qu'anticipé et entamer la confiance. La guerre menée par la Russie contre l'Ukraine continue aussi de représenter un risque baissier important pour l'économie. L'inversion récente des chocs d'offre défavorables passés pourrait toutefois, si elle se prolonge, stimuler la confiance et soutenir une croissance plus forte que prévu actuellement. La résilience continue du marché du travail, en soutenant la confiance et la consommation des ménages, pourrait également se traduire par une croissance plus vive qu'anticipé.

Des risques à la hausse significatifs continuent de peser sur les perspectives d'inflation, tenant notamment aux tensions existantes en amont qui pourraient entraîner une augmentation plus forte que prévu des prix de détail à court terme. Par ailleurs, la guerre de la Russie contre l'Ukraine pourrait à nouveau provoquer une hausse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de l'objectif du Conseil des gouverneurs, ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient aussi alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. Les accords salariaux conclus récemment renforcent les risques à la hausse sur l'inflation, en particulier si les marges bénéficiaires restent élevées. Les risques à la baisse tiennent quant à eux notamment à un regain des tensions sur les marchés financiers, qui pourrait se traduire par un ralentissement de l'inflation plus rapide que prévu. Une contraction de la demande, découlant par exemple d'un ralentissement plus net de l'activité de prêt bancaire ou d'une transmission plus forte de la politique

monétaire, exercerait aussi une pression sur les prix moindre qu'anticipé actuellement, à moyen terme en particulier.

Conditions financières et monétaires

Le secteur bancaire de la zone euro a su résister aux tensions sur les marchés financiers qui avaient émergé avant la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Les relèvements des taux directeurs par le Conseil des gouverneurs sont transmis fortement aux taux d'intérêt sans risques et aux conditions de financement des entreprises, des ménages et des banques. Pour les entreprises et les ménages, la croissance des prêts s'est ralentie du fait des taux d'emprunt plus élevés, du durcissement des conditions d'offre de crédit et de la baisse de la demande. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a signalé un resserrement global de ces critères, plus net qu'anticipé par les banques lors de la précédente enquête, ce qui suggère un possible nouveau tassement des prêts à venir. Sous l'effet de cette faible activité de prêt, la croissance monétaire s'est également ralentie.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 4 mai 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Dès lors, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été relevés à, respectivement, 3,75 %, 4,00 % et 3,25 % à compter du 10 mai 2023.

Le portefeuille de l'APP est réduit à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Cette phase de contraction, à hauteur de 15 milliards d'euros par mois en moyenne, s'achèvera fin juin 2023. Le Conseil des gouverneurs prévoit de mettre fin aux réinvestissements au titre de l'APP à compter de juillet 2023.

S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme 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.

Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, le Conseil des

gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

Conclusion

En résumé, les perspectives d'inflation demeurent trop élevées sur une période trop longue. Compte tenu de la persistance de fortes pressions inflationnistes, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 4 mai 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Les informations disponibles confirment globalement l'évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme établie par le Conseil des gouverneurs lors de sa dernière réunion de politique monétaire qui s'est tenue le 16 mars. L'inflation a reculé au cours des derniers mois, mais les tensions sous-jacentes sur les prix restent fortes. Parallèlement, la transmission des précédentes hausses des taux aux conditions monétaires et de financement dans la zone euro est vigoureuse, bien que les délais et la force de la transmission à l'économie réelle restent incertains.

Les décisions futures du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, et qu'ils soient maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions relatives aux taux directeurs resteront basées sur l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

En toute hypothèse, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation au niveau de son objectif à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire.

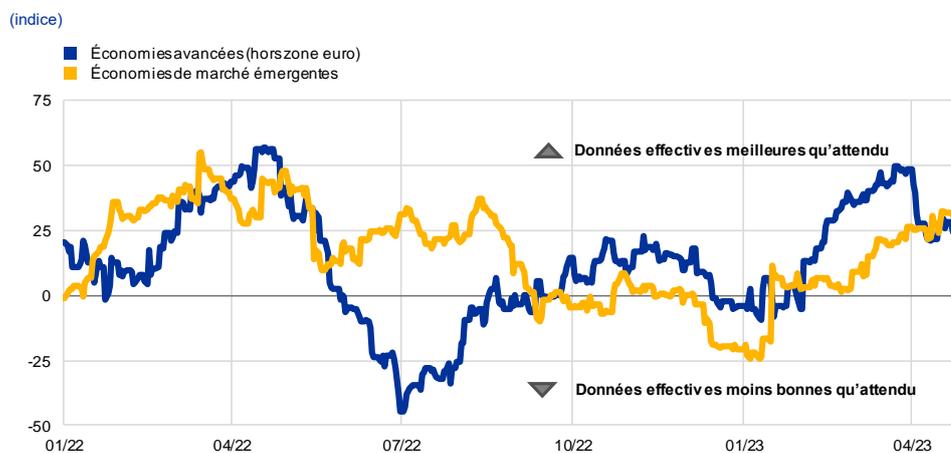
1 Environnement extérieur

Début 2023, l'activité économique mondiale a été plus soutenue que prévu. L'économie mondiale a été soutenue par la réouverture de l'économie de la Chine après l'abandon de sa politique zéro COVID, ainsi que par la bonne tenue du marché du travail aux États-Unis – en dépit du resserrement significatif de la politique monétaire. Toutefois, le commerce est demeuré relativement modéré, la reprise de l'activité se concentrant sur les composantes de la demande moins dépendantes des échanges commerciaux, telles que les services. Dans les économies de l'OCDE, l'inflation totale a continué de se ralentir, tandis que l'inflation sous-jacente (core) est demeurée à des niveaux élevés.

L'activité économique mondiale a surpris à la hausse au début de l'année.

Les données devenues disponibles pour les économies émergentes et avancées ont été meilleures que prévu, principalement en raison de la réouverture de l'économie en Chine (graphique 1). L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a encore augmenté en mars et a atteint 51,8 pour le premier trimestre, contre 48,4 le trimestre précédent. Les données du PMI mettent en évidence une divergence croissante entre les services, qui se sont situés à leur plus haut niveau sur huit mois en mars, et le secteur manufacturier, qui a continué de se contracter dans certaines grandes économies avancées.

Graphique 1
Indicateur de surprises économiques de Citigroup



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

Notes : L'indice correspond à une moyenne pondérée des écarts types historiques des surprises relatives aux données (différence entre les anticipations et les résultats publiés) pour un éventail d'indicateurs économiques. L'indice établit une moyenne des observations quotidiennes sur une fenêtre glissante sur trois mois. Les dernières observations se rapportent au 3 mai 2023.

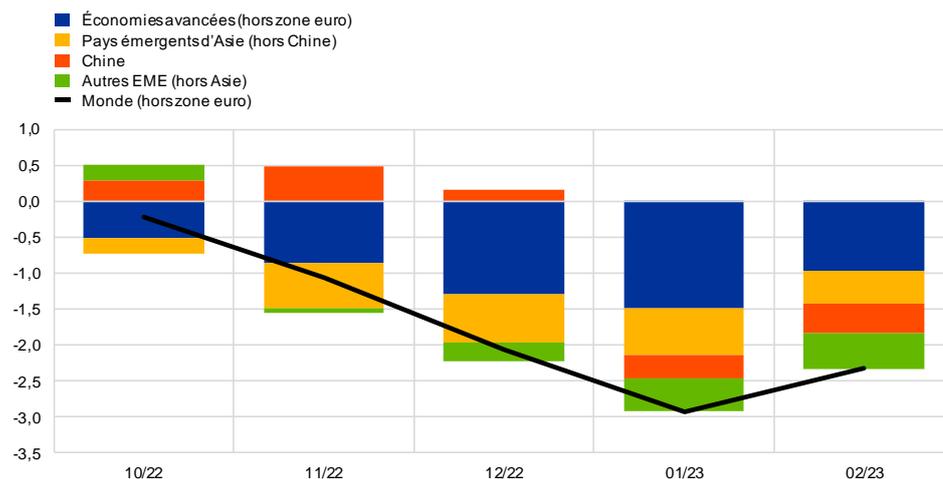
Contrastant avec la dynamique positive de l'activité économique, le commerce mondial reste modéré. La dynamique de la croissance des échanges mondiaux de marchandises (en glissement sur trois mois) est restée négative en février (graphique 2). La faiblesse des échanges commerciaux par rapport à l'activité économique résulte en partie d'effets de composition, dans la mesure où le récent rebond de l'activité a été principalement déterminé par les services moins dépendants des échanges commerciaux et la consommation. Les échanges commerciaux devraient se redresser progressivement, bénéficiant également de la

normalisation des contraintes pesant sur l'offre au niveau mondial. L'indice des directeurs d'achat relatif aux pénuries d'offre au niveau mondial s'est encore amélioré en mars, après avoir dépassé le seuil neutre en février pour la première fois depuis le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19).

Graphique 2

Dynamique des échanges de marchandises

(importations en volume, variations en pourcentage en glissement sur trois mois)



Sources : CPB et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2023.

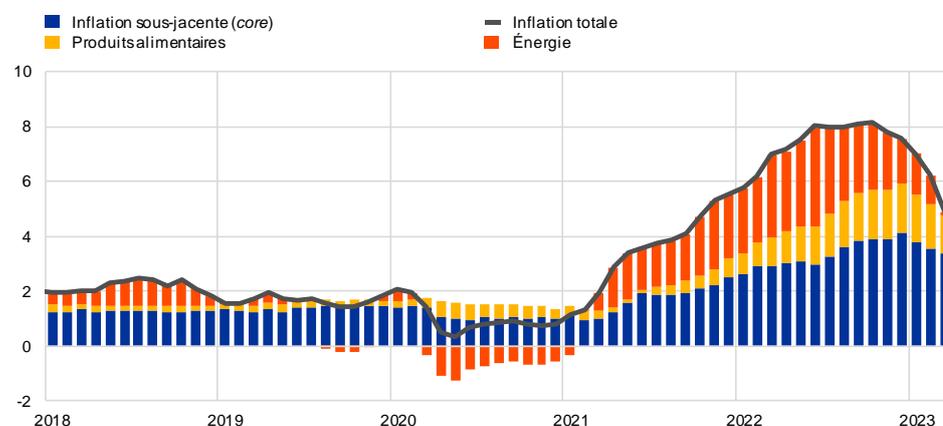
Dans les économies de l'OCDE, l'inflation a continué de se ralentir, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes (core) demeurent durablement élevées.

En mars, l'inflation annuelle totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays de l'OCDE (hors Turquie) a fortement baissé, revenant à 5,8 % en rythme annuel contre 7,3 % en février, en grande partie en raison du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie (graphique 3). En revanche, hors produits alimentaires et énergie, l'inflation core dans l'OCDE (hors Turquie) continue d'indiquer des tensions sous-jacentes plus persistantes, qui se sont ralenties pour revenir de 4,8 % en février à 4,5 % en mars.

Graphique 3

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

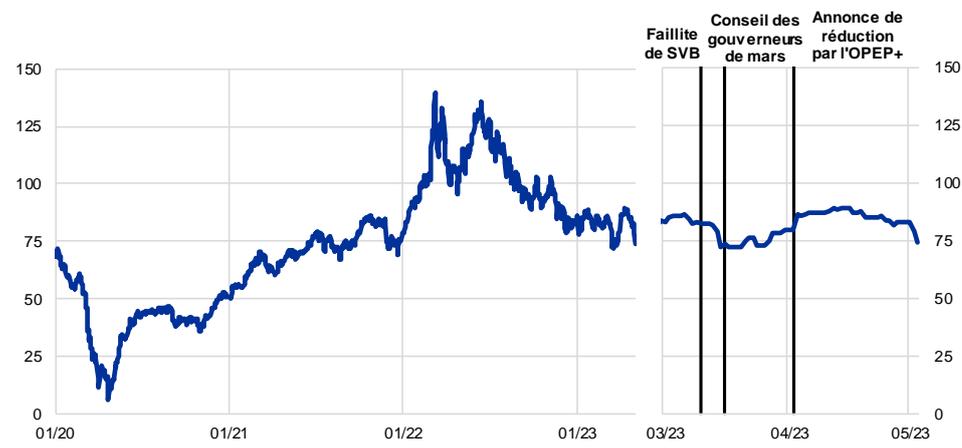
Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'IPC pour l'OCDE. Les dernières observations se rapportent à mars 2023.

Les prix du pétrole sont restés globalement inchangés (+ 1 %) depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, la hausse des prix intervenue en réaction à la réduction de l'offre décidée par l'OPEP+ ayant été contrebalancée par les inquiétudes relatives à la demande, dans le contexte des tensions récentes dans le secteur bancaire aux États-Unis. Les prix du pétrole ont augmenté de 9 % immédiatement après l'annonce par l'OPEP+ de ses projets de réduire la production de pétrole de près de 1,7 million de barils par jour (graphique 4). L'OPEP+ a fait part de son intention d'agir de façon préventive pour stabiliser les marchés du pétrole en anticipation d'un ralentissement de la demande mondiale de pétrole. Cependant, les augmentations des prix du pétrole à la suite de l'annonce de l'OPEP+ ont été globalement annulées, car les prix ont continué d'être affectés par les risques à la baisse pesant sur la demande aux États-Unis dans le contexte des récentes tensions dans le secteur bancaire. Toutefois, si ces risques à la baisse ne se matérialisent pas, il convient de noter que la réduction de la production interviendra au second semestre 2023, au moment où un déficit de l'offre de pétrole est attendu par l'Agence internationale de l'énergie. Les prix du gaz en Europe ont baissé de 13 % pour devenir inférieurs à 40 euros par MWh, tandis que l'UE entame la saison de reconstitution des stocks de gaz avec des niveaux de stocks record. Avec la prolongation de ses mesures d'économie de gaz, qui prévoient que les États membres réduisent leur consommation de gaz de 15 % entre le 1^{er} avril 2023 et le 31 mars 2024, l'UE est en bonne voie pour atteindre son objectif de stockage de 90 % d'ici novembre 2023. Les prix des matières premières hors énergie sont demeurés globalement inchangés depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Les prix internationaux des matières premières alimentaires ont continué d'être affectés par les graves sécheresses sévissant en Argentine et par les interdictions temporaires des importations de céréales ukrainiennes imposées par la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie, qui ont contrebalancé les effets sur les prix des céréales de la prolongation de l'Initiative céréalière de la mer Noire. Dans le même temps, les prix des métaux ont été soutenus par la hausse de la demande chinoise après la récente réouverture de l'économie du pays, mais ont été

bridés par les inquiétudes relatives à la demande mondiale dans le contexte de tensions dans le secteur bancaire.

Graphique 4 Évolutions des prix du pétrole

(en dollars par baril)



Source : Refinitiv.

Notes : Les lignes représentent les événements suivants : 10 mars 2023 : faillite de Silicon Valley Bank, 16 mars 2023 : réunion du Conseil des gouverneurs de mars et 2 avril 2023 : annonce de la réduction de la production par l'OPEP+. Les dernières observations se rapportent au 3 mai 2023.

Aux États-Unis, l'activité économique se ralentit, reflétant la faiblesse de la demande intérieure. Au premier trimestre 2023, la croissance du PIB s'est établie à 0,3 % (en rythme trimestriel), soit la moitié de celle enregistrée au trimestre précédent, reflétant principalement une diminution des stocks du secteur privé et un ralentissement de l'investissement non résidentiel. La consommation privée s'est redressée, reflétant une réduction ponctuelle de la fiscalité en janvier, tandis qu'elle est restée modérée sur le reste du trimestre. La faillite de Silicon Valley Bank (SVB) a provoqué des tensions graves, mais de courte durée, dans le secteur bancaire, qui ont entraîné un durcissement des conditions d'octroi des prêts susceptible de peser sur les dépenses de consommation. Dans le même temps, le marché du travail continue de bien résister, malgré le resserrement de la politique monétaire. La croissance des salaires nominaux se ralentit, mais reste élevée, signalant la persistance de tensions sur le marché du travail. L'inflation totale annuelle a diminué pour s'établir à 5,0 % en mars après 6,0 % en février, principalement en raison d'effets de base sur les prix de l'énergie liés à la flambée de ces prix après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022. Toutefois, les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent élevées, avec une légère accélération de l'inflation *core* à 5,6 % en mars, en raison d'une forte hausse des prix des services.

L'économie chinoise enregistre un rebond rapide. La croissance économique au premier trimestre a été plus forte qu'attendu, après le recul de l'activité économique vers la fin de l'année, qui était lié à l'abandon de la stratégie zéro COVID et à l'augmentation des cas de contamination qui a suivi. Au premier trimestre, le PIB a augmenté de 2,2 % en rythme trimestriel. Le rebond des dépenses de consommation est intervenu plus tôt que prévu, la consommation et l'activité dans le secteur des services tirant la croissance, tandis que le secteur manufacturier et

l'investissement sont restés atones. Dans le même temps, le secteur de l'immobilier montre des signes d'un début de reprise. Les achèvements et les ventes de biens immobiliers résidentiels ont rebondi en glissement mensuel au début de l'année, tout en restant relativement stables en rythme annuel. Les prix moyens des logements ont augmenté pour la première fois en 18 mois, sous l'effet des évolutions dans les villes les plus grandes et les plus développées de Chine.

Au Japon, l'activité économique s'est redressée au premier trimestre de l'année, les tensions inflationnistes ayant continué de se généraliser. Les données à haute fréquence indiquent que les dépenses de consommation et la confiance des consommateurs pourraient se redresser, soutenant modérément la demande intérieure malgré la baisse persistante des salaires réels. L'inflation totale annuelle s'est fortement ralentie en février, reflétant l'impact des nouvelles subventions publiques pour l'énergie. Toutefois, les tensions sous-jacentes sur les prix se généralisent, l'inflation *core* continuant d'augmenter pour atteindre 2,3 % en mars, son niveau le plus élevé depuis 1992 (si l'on exclut les effets de la hausse de la TVA). En outre, les tensions sur les salaires devraient s'accroître au Japon, les premières séances des négociations salariales de printemps (*Shunto*) indiquant des augmentations substantielles des salaires par rapport aux années précédentes. S'agissant des marchés obligataires, les fortes tensions à la hausse qui se sont exercées sur les rendements des emprunts publics japonais ces derniers mois ont commencé à s'atténuer à la suite de la baisse des rendements mondiaux dans un contexte de tensions dans le secteur bancaire. Dans l'ensemble, les rendements à dix ans se situent actuellement légèrement au-dessous des limites supérieures imposées comme cible par la Banque du Japon.

Le Royaume-Uni a évité la récession, mais les perspectives économiques restent moroses. Le PIB a augmenté de 0,1 % (en glissement sur trois mois) au cours des trois mois s'achevant en février, principalement sous l'effet d'une amélioration dans les secteurs des services et de la construction. Bien que l'économie ait évité une récession technique, la baisse des salaires réels, la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel continuent de peser sur l'activité économique et laissent présager une croissance anémique sur le reste de l'année. Dans le même temps, les conditions du crédit semblent stables après les récentes tensions sur les marchés financiers. L'inflation totale annuelle mesurée par l'IPC demeure très élevée et s'est établie à 10,1 % en mars, un niveau supérieur aux anticipations des marchés, tandis que l'inflation *core* est restée inchangée à 6,2 %. Le gouvernement a prolongé les subventions à l'énergie d'avril à juin, ce qui entraînera une baisse du taux d'inflation annuel de 1 point de pourcentage à partir du deuxième trimestre 2023. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient demeurer élevées jusqu'à mi-2024.

La hausse des prix à la consommation et l'affaiblissement de la demande extérieure pèsent sur la croissance dans les principales économies de marché émergentes (EME). En mars, dans les EME, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a continué de faire état d'une contraction et s'est également détérioré dans plusieurs pays par rapport à février. De plus, l'inflation élevée pèse également sur les perspectives de

croissance dans les différentes EME, dans la mesure où elle érode le pouvoir d'achat des consommateurs. Si la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires et l'atténuation de l'impact des dépréciations passées de la monnaie dans plusieurs EME vont dans le sens d'une baisse de l'inflation totale, l'inflation *core* reste élevée et ne montre que des signes limités de fléchissement. La reprise en Chine apporte un certain soutien à court terme à la croissance en Asie. Toutefois, son impact ne devrait pas persister dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale.

2 Activité économique

La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,1 % au premier trimestre 2023. La baisse des prix de l'énergie, l'assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les mesures budgétaires destinées à aider les entreprises et les ménages ont contribué à la résilience de l'économie. Dans le même temps, la demande intérieure privée, plus particulièrement la consommation, est vraisemblablement restée atone. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est redressée régulièrement ces derniers mois, mais elle reste plus faible qu'avant la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population. Le secteur manufacturier résorbe des arriérés de commandes, mais ses perspectives se dégradent. Dans le même temps, la croissance des services est plus robuste, en raison notamment de la réouverture de l'économie. Les revenus des ménages bénéficient de la vigueur du marché du travail, le taux de chômage atteignant un nouveau point bas historique. Alors que la crise de l'énergie s'estompe, les pouvoirs publics devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes afin d'éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte. Les politiques budgétaires doivent viser à améliorer la productivité de l'économie et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Les mesures prises pour renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, pourraient également contribuer à soulager les tensions sur les prix à moyen terme. Les risques à la baisse sur les perspectives de croissance sont liés à un regain de tensions persistantes sur les marchés financiers parallèlement à la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine. Toutefois, l'inversion durable des chocs d'offre défavorables passés, ainsi que la résilience continue du marché du travail pourraient également se traduire par une croissance plus vive qu'anticipé.

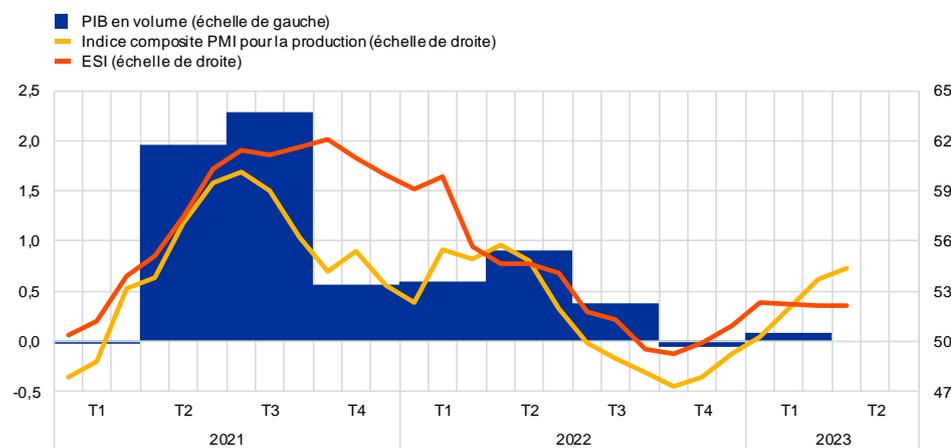
La production dans la zone euro a légèrement augmenté au premier trimestre 2023. Selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, la croissance a légèrement augmenté, de 0,1 % au premier trimestre de l'année, après avoir stagné fin 2022 (graphique 5). Plusieurs facteurs déterminent actuellement la croissance de la zone euro. L'activité est stimulée par les mesures de soutien budgétaire, qui contribuent à contenir les effets négatifs de la forte hausse des prix de l'énergie, ainsi que par la résilience des marchés du travail. Toutefois, des facteurs défavorables persistent sous la forme d'une inflation durablement élevée et d'un nouveau durcissement des conditions de financement ¹. Bien qu'une ventilation de la croissance en facteurs contributifs ne soit pas disponible, les indicateurs à court terme et les données nationales disponibles suggèrent que, du côté des dépenses, la faiblesse de la demande intérieure privée a été contrebalancée par une plus grande résilience des exportations.

¹ Cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global Market Intelligence 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 composite des directeurs d'achats (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour le PIB en volume et à avril 2023 pour l'ESI et l'indice composite PMI pour la production.

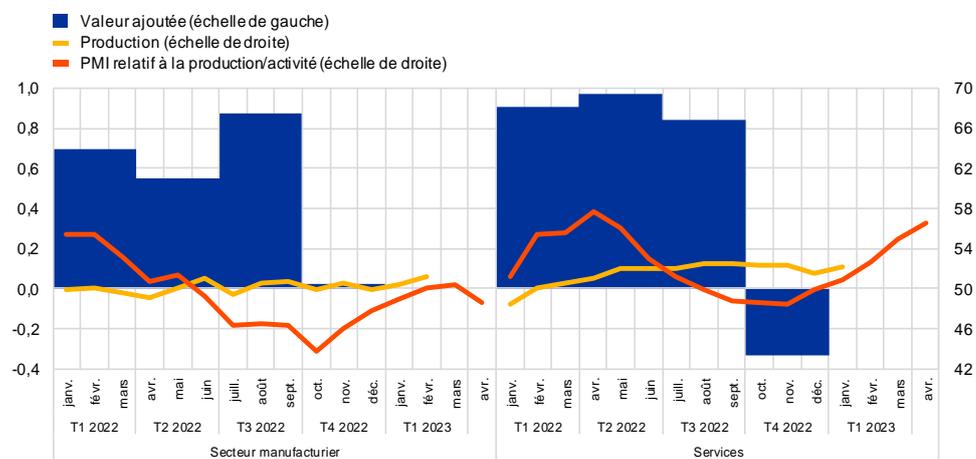
Les données qui sont pour l'instant disponibles pour le deuxième trimestre 2023, suggèrent la poursuite d'une croissance positive, quoique modérée. En avril 2023, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans la zone euro s'est établi à 54,4, au-dessus de son niveau moyen de 52,0 enregistré au premier trimestre et en ligne avec une expansion de la production. Cette augmentation résulte exclusivement de l'activité dans le secteur des services, qui se situe désormais bien au-dessus du seuil de croissance nulle de 50, bénéficiant de la poursuite de la réouverture de l'économie (graphique 6). Bien qu'il soit soutenu par des carnets de commande bien remplis, l'indice PMI relatif à la production dans le secteur manufacturier a baissé pour s'établir au-dessous de 50, en partie du fait des effets défavorables des grèves en France, où la production manufacturière est tombée à son niveau le plus bas depuis mai 2020. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (ESI) dresse un tableau analogue. Dans la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, qui a été réalisée début avril, les participants prévoient que la croissance sera faible mais positive au deuxième trimestre 2023, avant d'augmenter légèrement au troisième trimestre ². À mesure que les effets négatifs de l'invasion de l'Ukraine par la Russie – liés à la forte inflation, à l'incertitude élevée et à la faiblesse de la demande extérieure vont lentement s'atténuer – une reprise progressive est attendue grâce à la résilience du marché du travail et au nouvel assouplissement des conditions de l'offre.

² Cf. « *Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the second quarter of 2023* », communiqué de presse, BCE, 5 mai 2023.

Graphique 6

Valeur ajoutée, production et indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier et les services

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage ; échelle de droite : indice, février 2021 = 50, indice de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence, Eurostat et calculs de la BCE.

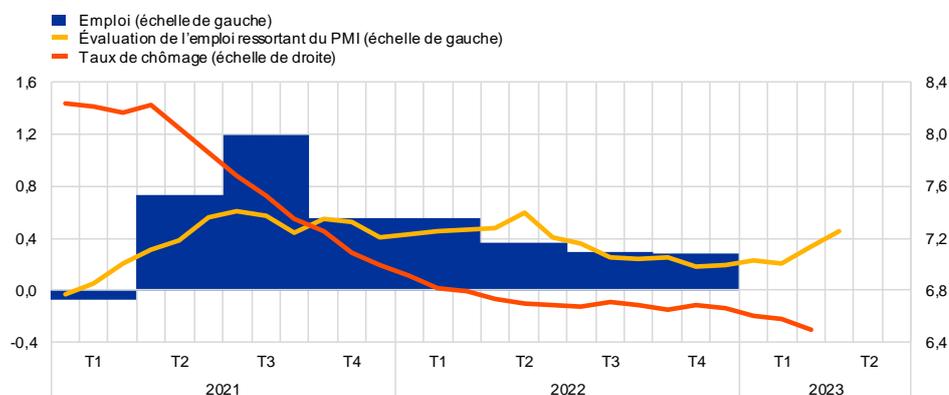
Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2022 pour la valeur ajoutée et à avril 2023 pour le PMI relatif à la production/activité. Dans la partie « Secteur manufacturier », la dernière observation se rapporte à février 2023 pour la production, tandis que dans la partie « Services », elle se rapporte à janvier 2023 (avec une estimation pour février 2023 fondée sur les données par pays disponibles).

Le marché du travail dans la zone euro reste résilient. Le taux de chômage est ressorti à 6,5 % en mars 2023, soit légèrement inférieur au niveau de 6,6 % enregistré en février 2023 et 0,89 point de pourcentage au-dessous du niveau pré-pandémique en février 2020 (graphique 7). En glissement trimestriel, l'emploi total a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2022, après 0,3 % au troisième trimestre, soutenu par un accroissement de la population active (grâce, entre autres facteurs, à une augmentation de l'immigration). Sous l'effet de la reprise économique qui a suivi la levée des restrictions liées à la pandémie, les dispositifs de maintien de l'emploi ont largement pris fin, revenant, fin 2022, à leur niveau de 0,3 % environ de la population active observé avant la crise. Toutefois, le nombre moyen d'heures travaillées au quatrième trimestre 2022 était encore inférieur de 1,6 % aux niveaux pré-pandémiques, compensant en partie la forte augmentation de l'emploi. Le bas niveau du nombre moyen d'heures travaillées a constitué une caractéristique commune à tous les principaux secteurs d'activité économique. Bien que le nombre moyen d'heures travaillées ait diminué de 1,2 % dans le secteur industriel (hors construction) et de 1,4 % dans le secteur des services marchands par rapport aux niveaux pré-pandémiques, la baisse a été plus prononcée dans le secteur public et le secteur de la construction, à – 1,9 % et – 2,4 % respectivement. En plus de ces déterminants sectoriels, le nombre moyen d'heures travaillées semble avoir été affecté par l'augmentation des congés maladie au second semestre 2022.

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 : pourcentage de la population active)



Sources : Eurostat, S&P Global Market Intelligence et calculs de la BCE.

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme l'écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022 pour l'emploi, à avril 2023 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à mars 2023 pour le taux de chômage.

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail continuent de signaler un marché du travail robuste dans la zone euro. L'indice composite PMI relatif à l'emploi est ressorti à 54,7 en avril 2023. Cette valeur supérieure à 50 suggère une poursuite de la croissance de l'emploi aux premier et deuxième trimestres de l'année. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, le PMI relatif à l'emploi continue d'indiquer une forte croissance de l'emploi dans les services, mais il présente des signes de ralentissement dans le secteur manufacturier. Le PMI relatif à l'emploi dans le secteur de la construction est en contraction depuis avril 2022.

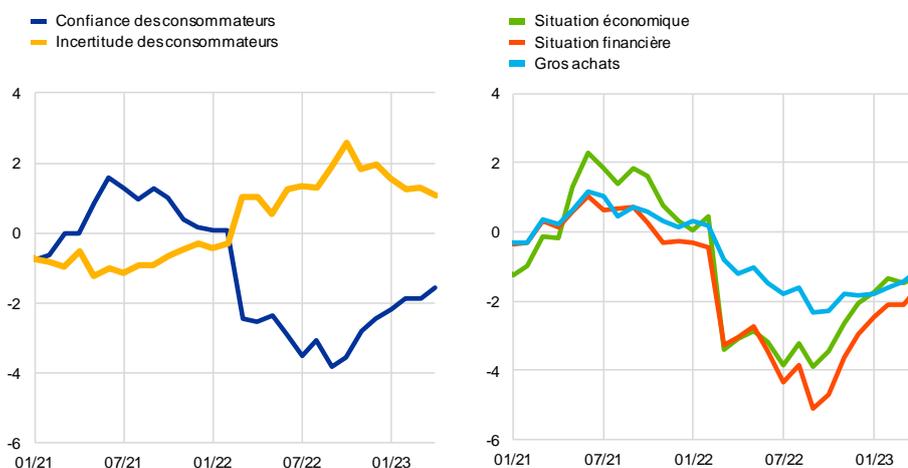
La croissance de la consommation privée a probablement été modérée au premier trimestre 2023. La dynamique négative de la consommation des ménages au quatrième trimestre 2022 résulte principalement de la faible consommation de biens tandis que la consommation de services a continué de bien résister dans l'ensemble, bénéficiant des effets persistants de la réouverture. Cette dichotomie s'est probablement poursuivie au premier trimestre 2023. Le niveau élevé de l'inflation continue de peser sur le revenu disponible, tandis que l'incertitude persistante pèse sur les dépenses de consommation. Les chiffres relatifs aux ventes au détail en janvier et en février suggèrent que les dépenses de biens au premier trimestre se sont probablement encore contractées. Les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont baissé au premier trimestre, en grande partie en raison du retrait des incitations à acheter des véhicules électriques en Allemagne. En revanche, la consommation de services a probablement fait preuve d'une plus grande résilience au premier trimestre, comme le suggère l'indicateur PMI relatif aux services nécessitant de nombreux contacts, qui a continué d'indiquer une solide expansion. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a continué de se redresser au premier trimestre 2023 (graphique 8, partie gauche), à partir toutefois de niveaux bas, sous l'effet d'une amélioration des anticipations des ménages (graphique 8, partie droite). Les données économiques

disponibles indiquent une amélioration des dépenses de consommation, qui demeurent néanmoins modérées. La confiance des consommateurs s'est encore améliorée en avril, mais reste à des niveaux bas. Bien que les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail se soient légèrement détériorées, la demande anticipée de services d'hébergement, de restauration et de voyages est restée solidement au-dessus de sa moyenne historique, et les anticipations relatives à la production de biens de consommation se sont encore redressées. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs corrobore ces résultats, indiquant un faible niveau attendu de gros achats mais une augmentation des réservations de vacances.

Le revenu disponible réel des ménages a diminué au quatrième trimestre 2022 en raison du niveau élevé de l'inflation, malgré le soutien apporté par un marché du travail robuste. Dans le même temps, le ratio épargne des ménages/revenu disponible a augmenté. Même si la nouvelle atténuation de l'incertitude économique pourrait réduire les incitations à épargner, la hausse des taux d'intérêt et le durcissement des conditions du crédit sont susceptibles d'encourager l'épargne, contraignant ainsi la croissance de la consommation à court terme.

Graphique 8 Confiance, incertitude et anticipations des ménages

(soldes en pourcentage normalisés)



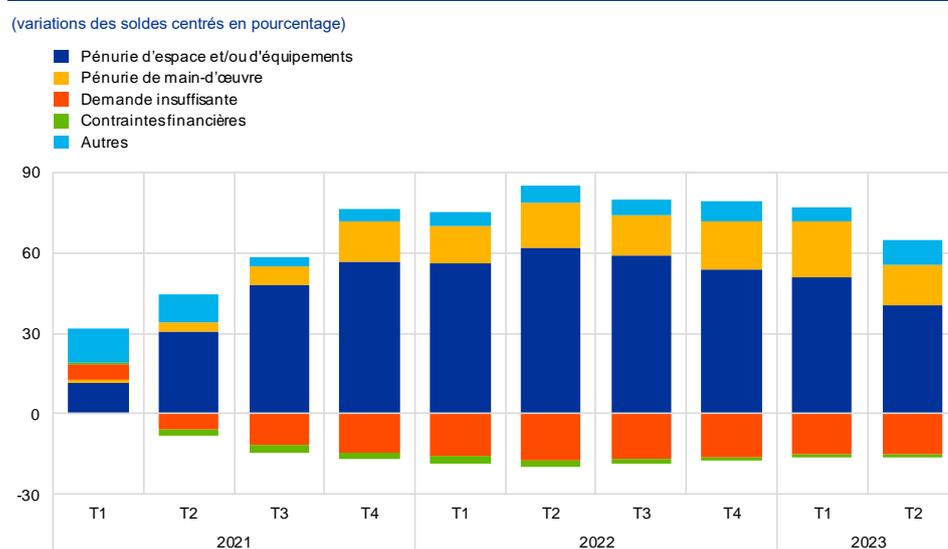
Sources : Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

L'investissement des entreprises devrait avoir de nouveau augmenté début 2023, après s'être contracté au quatrième trimestre 2022. L'investissement total hors construction en glissement trimestriel a baissé de 5,8 % au quatrième trimestre 2022. Si l'on exclut la forte contribution négative de l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande, il aurait diminué de 0,3 % en glissement trimestriel³. Jusqu'à février 2023, la production a enregistré une croissance de 1,2 % par rapport au trimestre précédent et le PMI pour la production s'est inscrit en

³ Cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

hausse dans le secteur des biens d'équipement dans un contexte d'atténuation des perturbations de l'offre et de baisse des coûts de l'énergie ⁴. Dans le même temps, l'importance relative du financement interne des entreprises s'accroît à mesure que le coût de l'emprunt augmente et que les critères d'octroi des prêts se durcissent. Les données d'enquêtes de la Commission européenne montrent que, bien qu'elles demeurent au-dessus de leurs moyennes historiques, les limites perçues à la production dans le secteur des biens d'équipement ont diminué au deuxième trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent, en raison des effets moins importants des facteurs liés à l'espace et/ou aux équipements, ainsi qu'à la main-d'œuvre (graphique 9).

Graphique 9
Limites à la production dans le secteur des biens d'équipement



Sources : Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières) et calculs de la BCE.
Notes : Les soldes nets en pourcentage ont été corrigés de la moyenne sur la période 2000-2019. Les dernières observations pour le deuxième trimestre 2023 se rapportent aux données publiées pour avril 2023.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait rester atone au premier semestre 2023, dans le contexte d'une certaine volatilité à court terme.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel pourrait s'être redressé au premier trimestre 2023, comme le suggère l'augmentation moyenne de 3,7 % de la production dans la construction de bâtiments en janvier et en février, par rapport au quatrième trimestre 2022. Cela reflète un important effet de base dans un contexte de volatilité des conditions météorologiques et de persistance d'arriérés de commandes substantiels. Néanmoins, la dynamique sous-jacente de l'investissement dans l'immobilier résidentiel reste modérée, reflétant la faiblesse prolongée de l'accessibilité (approximée par le revenu moyen nécessaire pour rembourser un prêt hypothécaire pour un logement standard) et de la rentabilité (mesurée par le ratio des prix des logements rapportés aux coûts de construction, également appelé Q de Tobin). Bien qu'elles évoluent généralement en sens opposé, en raison des fluctuations des prix des logements, l'accessibilité et la

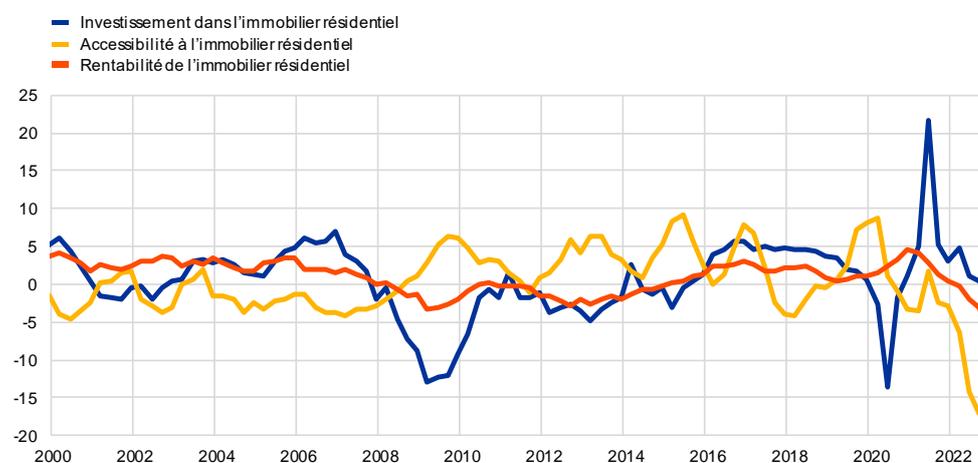
⁴ Les sociétés contactées font également état d'une croissance dans le secteur des biens d'équipement en raison d'une réduction des perturbations de l'offre, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

rentabilité se sont toutes deux contractées à un taux sans précédent au quatrième trimestre 2022, en raison de l'augmentation des taux appliqués aux prêts hypothécaires et des coûts de construction, respectivement (graphique 10). Plusieurs indicateurs suggèrent que cette dynamique atone de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait persister au premier semestre 2023. Le PMI relatif à la production dans la construction résidentielle a continué d'afficher une contraction jusqu'en mars 2023. L'indicateur pertinent de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction de bâtiments a continué de baisser jusqu'en avril, principalement en raison d'un fléchissement de la demande, de pénuries croissantes de main-d'œuvre et d'un durcissement des conditions financières, malgré une atténuation des contraintes d'offre de matériaux. Les dernières parutions de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) et de l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*) suggèrent également la persistance d'anticipations de taux élevés concernant les prêts hypothécaires ainsi qu'un accès difficile au crédit, malgré une certaine modération des tensions sur les coûts pour les entreprises ⁵.

Graphique 10

Investissement dans l'immobilier résidentiel, accessibilité et rentabilité dans la zone euro

(variation annuelle, pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La rentabilité de l'immobilier résidentiel correspond au ratio des prix des logements rapportés aux coûts de construction (approximés par le déflateur de l'investissement dans l'immobilier résidentiel), également appelé ratio Q de Tobin. L'accessibilité à l'immobilier résidentiel est calculée conformément à la méthodologie utilisée par l'association américaine des agents immobiliers (*National Association of Realtors*) ; elle correspond au ratio du revenu moyen des ménages (approximé par le revenu disponible brut par habitant des ménages) rapporté aux remboursements moyens des prêts hypothécaires. Ces derniers sont calculés comme le remboursement moyen d'un prêt hypothécaire à quinze ans à taux d'intérêt constant (mesuré par le taux appliqué aux prêts hypothécaire à dix ans et plus) et la valeur actuelle du principal (approximé par les prix des logements). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

La dynamique des exportations de la zone euro est restée modérée au cours des premiers mois de l'année, tandis que les importations ont continué de diminuer. La dynamique des exportations de biens de la zone euro s'est ralentie en février, car la modération du commerce mondial a plus que compensé les bénéfices

⁵ Pour une évaluation des déterminants structurels de la baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et une comparaison avec les États-Unis, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

résultant de l'assouplissement des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement. En outre, les données empiriques suggèrent que la hausse des coûts de l'énergie pourrait avoir eu une incidence sur la performance des exportations⁶. Les importations ont continué de diminuer, en partie sous l'effet d'une baisse des importations de gaz, car le fléchissement de la demande de gaz a réduit les besoins énergétiques pendant l'hiver 2022-2023. Les importations manufacturières se sont également modérées, en cohérence avec le ralentissement de la demande intérieure de la zone euro. À plus long terme, les indicateurs tirés d'enquêtes laissent entrevoir un redressement modéré des perspectives d'exportations. Ils suggèrent également que les délais de livraison des fournisseurs dans le secteur manufacturier se sont encore raccourcis et que la congestion dans les ports s'atténue rapidement dans le monde entier. Toutefois, même si les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier se sont améliorées, elles continuent d'afficher une contraction, suggérant une reprise assez modérée des exportations. L'indicateur relatif aux commandes à l'exportation dans les services est plus favorable. En particulier, les indicateurs liés au tourisme signalent que la saison estivale s'annonce dynamique.

⁶ Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

3 Prix et coûts

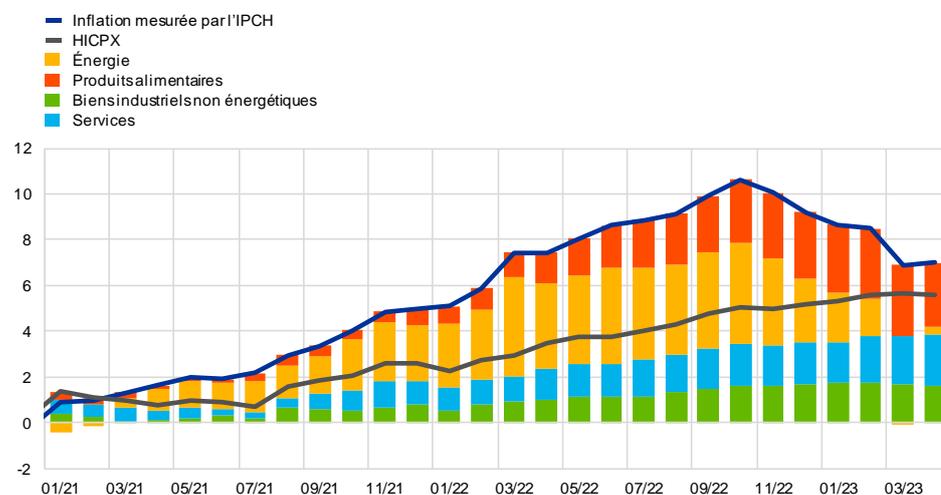
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation dans la zone euro s'est inscrite à 7,0 % en avril 2023, après être revenue de 8,5 % en février à 6,9 % en mars. Les taux d'inflation ont baissé pour les produits alimentaires et les biens industriels non énergétiques, tandis que celui relatif aux services a de nouveau enregistré une légère hausse. Les tensions sur les prix sont demeurées fortes dans l'ensemble des secteurs, les effets des coûts élevés de l'énergie, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la réouverture de l'économie continuant de se faire sentir. Cela se reflète dans les dernières données disponibles des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente, qui sont restés élevés. Dans le même temps, les données pour le quatrième trimestre 2022 indiquent que les tensions sur les salaires ont continué de se renforcer au cours de ce trimestre, certains secteurs enregistrant un accroissement de leurs marges bénéficiaires. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, l'augmentation de certains indicateurs justifie un suivi continu.

L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est inscrite à 7,0 % en avril après être tombée de 8,5 % en février à 6,9 % en mars. L'augmentation observée en avril a résulté d'une accélération de la hausse des prix de l'énergie, qui est passée de – 0,9 % à 2,5 % sur la même période. Dans le même temps, la hausse des prix des produits alimentaires est revenue de 15,5 % en mars à 13,6 % en avril, et la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est ressortie à 5,6 %, en légère baisse après 5,7 % en mars. Ces chiffres restent élevés, suggérant que les fortes hausses antérieures des coûts des consommations intermédiaires énergétiques et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre observés par le passé continuent de se répercuter. Tandis que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est légèrement ralentie pour s'établir à 6,2 % en avril, la hausse des prix des services a atteint 5,2 % (après 5,1 % en mars), probablement toujours portée par la demande latente liée à la réouverture de l'économie et par la croissance des salaires (graphique 11).

Graphique 11

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023 (estimations rapides).

L'accélération de la hausse des prix de l'énergie en avril a reflété un effet de base haussier, tandis que ces prix ont continué de baisser en glissement mensuel.

La hausse annuelle des prix de l'énergie s'est accélérée dans la plupart des cinq plus grands pays de la zone euro, l'hétérogénéité entre ces pays restant très importante, en raison, entre autres, de différences s'agissant des *mix* de production énergétique, des profils de contrats et de consommation, des approches réglementaires et des mesures de soutien public. Les tensions en amont sur les prix de l'énergie ont continué de se réduire, la croissance annuelle des prix à la production de l'énergie ressortant à 17,3 % en février 2023, après un pic à 117,3 % en août 2022 (graphique 12).

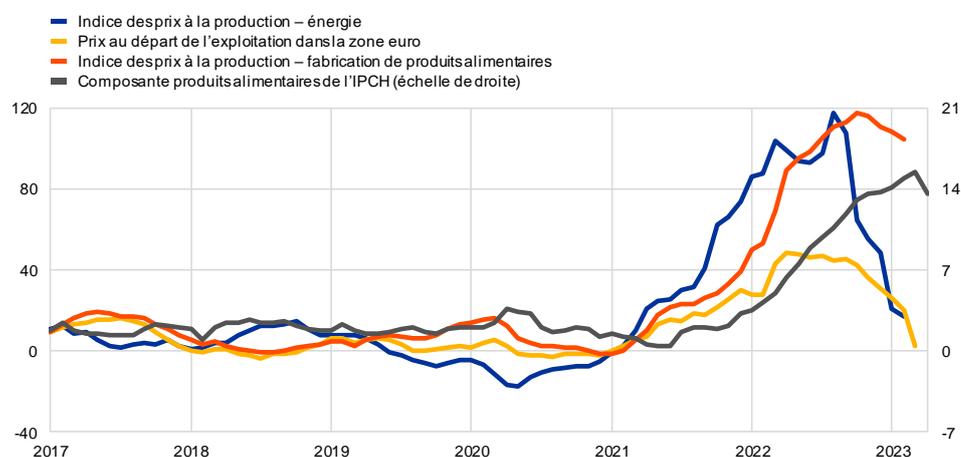
En avril, la hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro a fléchi pour la première fois depuis septembre 2021, avec des taux annuels moins élevés pour les produits alimentaires non transformés et transformés.

Au cours de ce mois, la hausse s'est établie à 13,6 %, après 15,5 % en mars, la croissance annuelle des prix des produits alimentaires non transformés ressortant à 10,0 % (après 14,7 % en mars) en raison d'une baisse importante des prix en glissement mensuel. L'évolution observée pour les produits alimentaires non transformés reflète probablement une correction à la baisse, après deux mois de fortes hausses des prix. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prix des produits alimentaires transformés a également diminué, s'établissant à 14,7 % en avril, après 15,7 % en mars, reflétant principalement un effet de base baissier (les prix des produits alimentaires transformés continuant d'augmenter en glissement mensuel). Cette diminution laisse penser que les tensions accumulées sur les coûts qui s'exercent sur les prix des produits alimentaires en raison des prix de l'énergie et des consommations intermédiaires alimentaires ont probablement commencé à s'atténuer (graphique 12).

Graphique 12

Prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH, coûts de l'énergie et des consommations intermédiaires alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023 (estimation rapide) pour la composante produits alimentaires de l'IPCH, à mars 2023 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et à février 2023 pour les autres composantes.

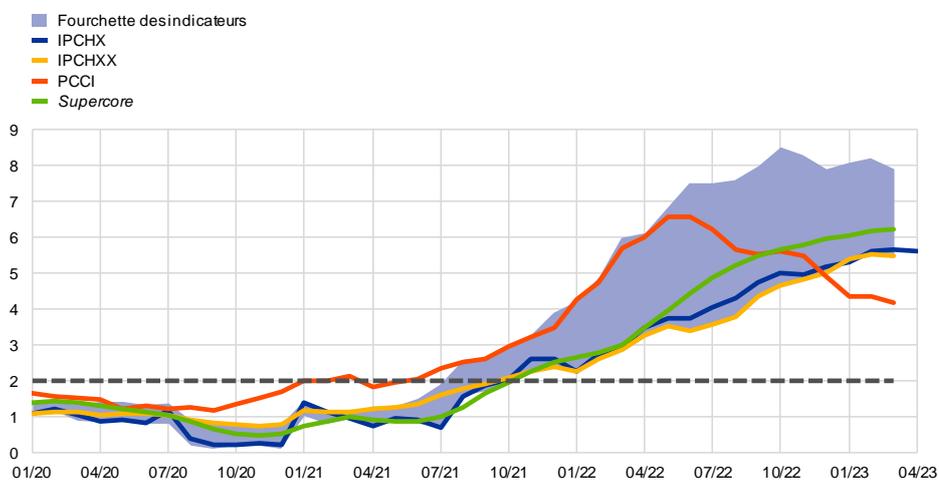
La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente dans la zone euro sont demeurés à des niveaux élevés (graphique 13).

Dans le même temps, l'hétérogénéité des niveaux des différentes mesures est restée considérable, montrant l'incertitude qui entoure la dynamique de l'inflation sous-jacente. Si les données relatives à l'IPCHX sont disponibles pour avril, les autres mesures de l'inflation sous-jacente n'incluent les données que jusqu'en mars et envoient des signaux contrastés. Les indicateurs construits par exclusion de postes tels que l'IPCHXX (c'est-à-dire l'IPCHX moins les postes volatils liés aux voyages, à la chaussure et à l'habillement), et l'indicateur de l'inflation domestique (qui exclut les postes ayant un contenu en importations élevé), sont restés globalement inchangés en mars, tout comme l'indicateur *Supercore* (qui comprend les rubriques de l'IPCH sensibles au cycle). Toutefois, les mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur des exclusions tendent à être présentées en termes de taux de croissance annuels, de sorte que leurs signaux peuvent impliquer un décalage. La mesure de la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) fondée sur un modèle, qui est exprimée en taux annualisé, a diminué en mars (que l'énergie soit incluse ou non). Plus généralement, les taux de croissance à court terme de plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente, mesurés en termes d'évolutions en glissement mensuel ou trimestriel, ont commencé à signaler une légère atténuation des tensions sur les prix. Une telle modération des mesures de l'inflation sous-jacente serait cohérente avec l'idée selon laquelle ces mesures incluent les effets indirects de la flambée antérieure des prix de l'énergie, qui se dissipent progressivement actuellement, les évolutions des prix de l'énergie se ralentissant depuis plusieurs mois déjà.

Graphique 13

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, l'IPCHXX, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI (composante persistante et commune de l'inflation) et une médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à avril 2023 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à mars 2023 pour le reste.

Avec la diminution de l'importance des coûts de l'énergie, les évolutions des salaires et des autres coûts de main-d'œuvre deviennent de plus en plus un facteur de la persistance de l'inflation sous-jacente dans la zone euro.

Les dernières données disponibles indiquent un renforcement des tensions sur les salaires, la croissance annuelle des salaires négociés s'établissant à 2,9 % au cours des troisième et quatrième trimestres de 2022, après 2,5 % au deuxième trimestre. La croissance effective des salaires, mesurée en termes de rémunération par tête et de rémunération horaire, s'est nettement accentuée au quatrième trimestre 2022, les taux de croissance annuels de ces deux mesures des salaires s'établissant à 5,0 % et 4,3 %, respectivement, contre 3,9 % et 2,9 %, respectivement, au troisième trimestre. Les négociations salariales conclues ces derniers mois laissent penser que les tensions sur les salaires ont continué de se renforcer en 2023. L'ampleur des répercussions de ces tensions sur la dynamique de l'inflation sous-jacente dépendra de l'évolution des marges bénéficiaires, les données agrégées des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2022 indiquant un renforcement des tensions provenant de cette source.

La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue à 6,2 % en avril, contre 6,6 % en mars.

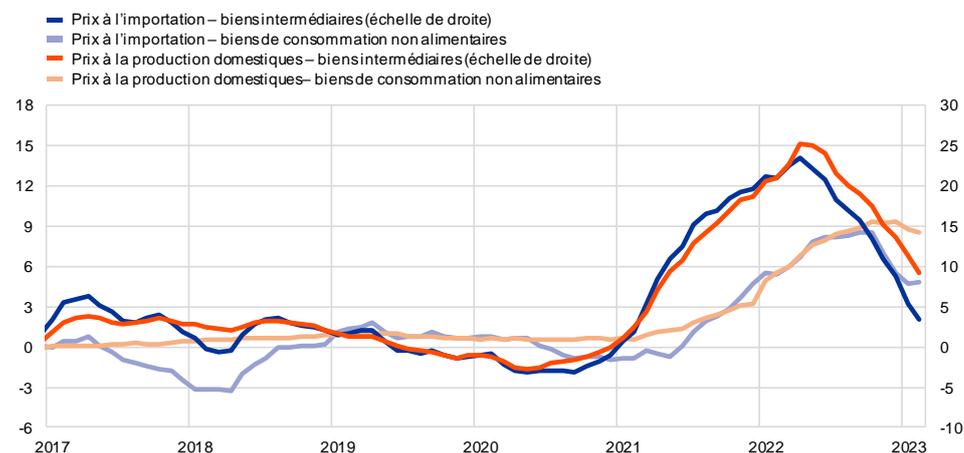
En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production des biens intermédiaires et celle des prix à l'importation de ces biens se sont de nouveau fortement ralenties en février. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement ralentie, s'établissant à 8,6 % en février, après 8,8 % en janvier – le deuxième mois consécutif de baisse en rythme annuel. Même si les taux de croissance annuels des prix à l'importation et des prix à la production se sont modérés, ils demeurent élevés, signe d'une accumulation de tensions en amont de la chaîne des prix qui pourraient maintenir la hausse des prix à la consommation des

biens industriels non énergétiques à un niveau élevé durant un certain temps (graphique 14).

Graphique 14

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2023.

La plupart des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro restent plus ou moins inchangés, à 2 % environ, globalement en ligne avec les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (graphique 15). Selon l'enquête

menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2023, la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2027) est restée inchangée à 2,1 %. Dans l'enquête d'avril 2023 du Consensus économique, les anticipations d'inflation pour 2027 ont augmenté pour s'inscrire à 2,1 % (après 2,0 % en janvier). Dans l'enquête réalisée en mars 2023 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), les anticipations médianes à plus long terme sont demeurées inchangées à 2,0 %. Combinées aux anticipations à plus court terme, ces données suggèrent que les participants à l'enquête anticipent une baisse rapide de l'inflation et vont dans le sens d'un ancrage des anticipations à plus long terme. Dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) pour mars 2023, les anticipations médianes à trois ans ont atteint 2,9 %, après 2,4 % en février⁷. Dans l'ensemble, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (qui sont fondées sur l'IPCH hors tabac) sont demeurées globalement inchangées sur la partie courte au cours de la période sous revue, tandis qu'elles ont augmenté sur la partie longue, dans un contexte d'atténuation des préoccupations relatives aux turbulences récentes dans le secteur bancaire. Sur la partie courte, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est ressorti à 2,2 % environ début mai, globalement inchangé par rapport à mi-mars, au début de la période sous revue. S'agissant des taux à long terme, le taux des *swaps*

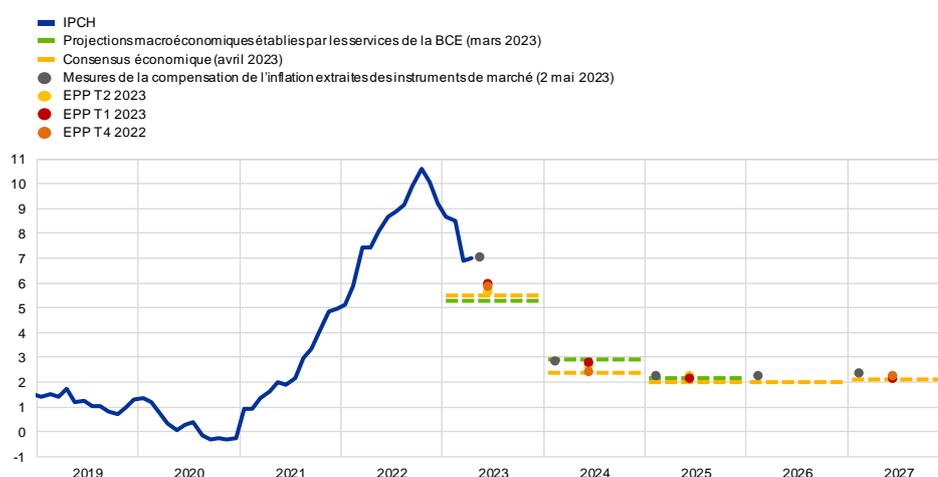
⁷ Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – mars 2023 », communiqué de presse, BCE, Francfort-sur-le-Main, 11 mai 2023.

indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a terminé la période sous revue en légère hausse, à 2,4 % environ début mai, après avoir atteint un pic à près de 2,5 % au cours de cette période. Toutefois, il convient de noter que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, ces mesures incluant des primes de risque sur l'inflation qui compensent les risques pesant sur l'inflation.

Graphique 15

Indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes et mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Consensus économique, enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2023 et calculs de la BCE.

Notes: La série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites 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 un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les observations se rapportent au 2 mai 2023. L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2023 a été réalisée entre le 31 mars et le 5 avril 2023. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme du Consensus économique est avril 2023. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE est le 2 mars 2023. La dernière observation relative à l'IPC se rapporte à avril 2023 (estimation rapide).

Des risques significatifs à la hausse continuent de peser sur les perspectives

d'inflation. À court terme, les tensions existantes en amont de la chaîne des prix pourraient entraîner une hausse plus forte que prévu des prix de détail, tandis que la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine pourrait de nouveau faire augmenter les prix de l'énergie et des produits alimentaires. À moyen terme, des anticipations d'inflation qui sont durablement supérieures à la cible de la BCE pourrait aussi alimenter une accélération de l'inflation, tout comme le pourraient des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé. De plus, les accords salariaux conclus récemment renforcent les risques à la hausse sur l'inflation, et ces risques seront exacerbés si les marges bénéficiaires restent élevées. Les risques à la baisse incluent un regain potentiel des tensions sur les marchés financiers, qui pourrait faire baisser l'inflation plus rapidement que prévu. Un affaiblissement de la demande – en raison par exemple d'un ralentissement plus net de l'activité de prêt bancaire ou d'une transmission plus forte de la politique monétaire – entraînerait également une pression sur les prix plus faible qu'anticipé actuellement, à moyen terme en particulier.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue (du 16 mars au 3 mai 2023), les évolutions des marchés financiers ont été dans une large mesure déterminées par l'atténuation des inquiétudes relatives aux perturbations dans le secteur bancaire observées début mars, ainsi que par les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs en mars. Les anticipations des marchés relatives aux taux directeurs de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue, mais elles sont encore inférieures à ce qu'elles étaient avant les turbulences bancaires, c'est-à-dire avant la liquidation généralisée d'actifs risqués déclenchée par les difficultés de certaines banques régionales américaines. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont terminé la période sous revue globalement inchangés, demeurant inférieurs à leurs niveaux d'avant les turbulences, et les écarts de rendement souverains sont restés stables. Dans l'ensemble, les actifs risqués de la zone euro se sont améliorés, malgré une volatilité initiale dans un contexte de perturbations du secteur bancaire : les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont resserrés dans les différents compartiments, et les marchés des actions – à l'exception des actions bancaires – ont légèrement monté. Dans les deux cas, cela efface globalement le mouvement observé pendant les turbulences. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont augmenté après la réunion de mars 2023 du Conseil des gouverneurs, les intervenants de marché ayant révisé à la hausse leurs anticipations relatives aux taux directeurs, mais ils demeurent inférieurs à leur niveau d'avant les turbulences.

Au cours de la période sous revue, le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 284 points de base en moyenne, cette moyenne étant passée de 240 points de base entre le 16 mars et le 21 mars à 290 points de base après le 22 mars, c'est-à-dire durant la période de constitution de réserves qui a suivi le relèvement des taux directeurs de la BCE de mars. L'excédent de liquidité est resté stable, avec une hausse de 31 milliards d'euros environ pour s'établir à 4 096 milliards. La réaction initiale des taux sans risque aux décisions de politique monétaire prises en mars par le Conseil des gouverneurs a été relativement contenue pour toutes les échéances. Ensuite, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), basés sur l'€STR, s'est déplacée vers le haut pour les échéances à court terme, reflétant la dissipation des inquiétudes des intervenants de marché concernant le secteur bancaire et le recentrage de leurs préoccupations sur l'activité mondiale et l'inflation. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme des taux OIS avait intégré des relèvements de taux de 34 points de base et de 16 points de base pour les réunions du Conseil des gouverneurs de mai et juin, respectivement, ainsi que des nouvelles hausses de taux s'élevant en termes cumulés à 30 points de base. Cela implique un pic de taux à environ 3,7 % à fin 2023, ce qui est inférieur au pic de taux prévalant le 6 mars, juste avant le début d'une vente massive d'actifs risqués déclenchée par les difficultés de certaines banques régionales américaines.

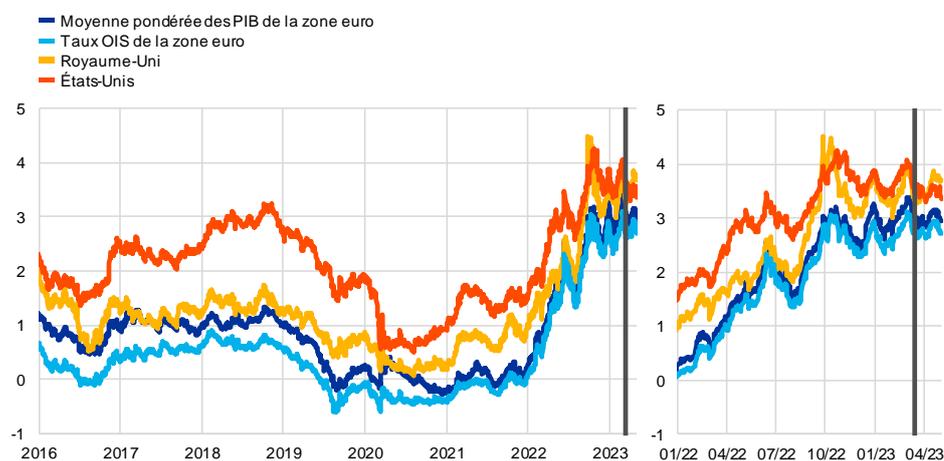
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont terminé la période sous revue globalement inchangés s'établissant à un niveau inférieur

à celui d'avant les turbulences dans le secteur bancaire enregistrées début mars (graphique 16). Le rendement moyen des obligations souveraines à dix ans pondéré par les PIB des pays de la zone euro s'est établi à environ 2,9 %, niveau pratiquement inchangé sur la période sous revue et légèrement inférieur à son niveau observé avant les turbulences. Les rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro ont en général évolué en ligne avec les taux sans risque à long terme, ce qui se traduit par un écart de rendement stable par rapport au taux OIS de la zone euro d'environ 0,2 point de pourcentage. En dehors de la zone euro, le rendement des obligations souveraines à dix ans a baissé de 21 points de base aux États-Unis pour s'établir à 3,4 %, tandis qu'au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines a augmenté de 26 points de base, à 3,7 %.

Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 mars 2023). Les dernières observations se rapportent au 3 mai 2023.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises se sont resserrés, malgré un élargissement initial lié aux perturbations enregistrées dans le secteur bancaire début mars. Pendant les premiers jours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont connu une forte volatilité, principalement imputable aux obligations des sociétés financières et aux compartiments à rendement élevé. À la fin mars, cette volatilité s'était atténuée, et les écarts de rendement se sont resserrés sans heurt par la suite, entraînant une baisse globale sur la période sous revue. Plus précisément, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise à rendement élevé comme sur les obligations d'entreprise bien notées (*investment-grade*) ont baissé d'environ 20 points de base. Au sein du compartiment bien noté, ce sont les obligations émises par les sociétés financières qui ont enregistré le plus fort resserrement de leurs écarts de rendement, de 22 points de base, terminant la période sous revue à un niveau légèrement supérieur à celui d'avant les turbulences bancaires, tandis que les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) ont baissé

de 17 points de base, pour ressortir à la fin de la période sous revue à un niveau légèrement inférieur à celui d'avant les turbulences.

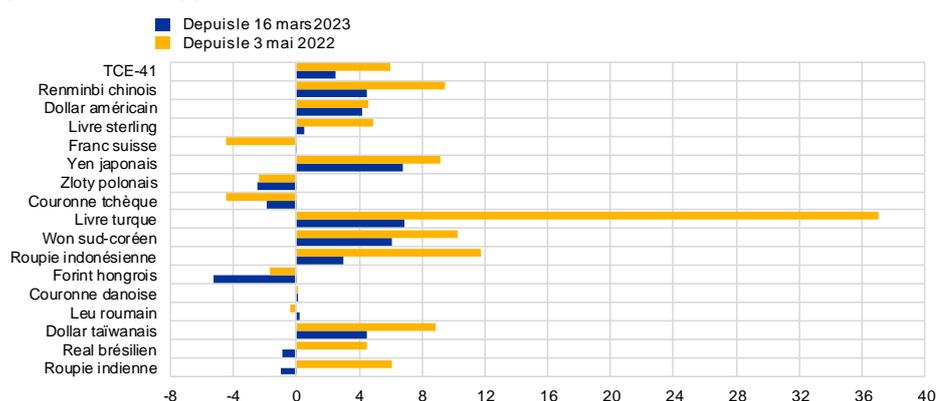
Les marchés d'actions de la zone euro se sont inscrits en hausse, et les mesures prospectives de la volatilité ont baissé. Les prix des actions de la zone euro se sont redressés et les mesures prospectives de la volatilité des marchés d'actions ont baissé après avoir touché leur plus haut sur six mois début mars pendant les turbulences bancaires. Globalement, les prix des actions des SNF ont augmenté d'environ 3,8 % tandis que les prix des actions des banques de la zone euro ont enregistré une hausse plus modeste d'environ 1,2 %, pour ressortir à un niveau nettement inférieur à celui d'avant les turbulences. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF ont augmenté d'environ 3,5 % au cours de la période sous revue, tandis que les cours des actions des banques ont baissé d'environ 4,3 %.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 17). Durant la période sous revue, le taux de change effectif (TCE) nominal de l'euro, mesuré par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 2,5 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principales monnaies, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar (de 4,2 %), dans un contexte de hausse des différentiels de taux d'intérêt et d'atténuation des tensions sur les marchés financiers, et également par rapport au yen japonais (de 6,8 %) et à la livre sterling (de 0,5 %). L'euro s'est aussi renforcé vis-à-vis du renminbi chinois (de 4,5 %) ainsi que vis-à-vis des monnaies de certaines autres grandes économies émergentes, mais il s'est déprécié par rapport aux monnaies de certains pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Graphique 17

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 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 3 mai 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Le coût de financement des banques a significativement augmenté au premier trimestre 2023, les écarts de rendement des obligations bancaires s'étant accrus en mars lors des perturbations sur les marchés financiers. En février 2023, les taux débiteurs bancaires ont continué d'augmenter, reflétant les relèvements des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE). Sur la période allant du 16 mars au 3 mai 2023, le coût du financement par émission d'actions des entreprises et celui du financement par endettement de marché ont légèrement diminué. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en mars, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, de fléchissement de la demande et de durcissement des critères d'octroi. Dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques de la zone euro ont fait état d'un nouveau durcissement significatif de leurs critères d'octroi, supérieur aux anticipations, et d'un important recul de la demande de prêts des entreprises et des ménages, signe d'un affaiblissement durable de la dynamique de prêt. La dynamique monétaire est restée modérée en mars 2023, sous l'effet de ses composantes les plus liquides et du ralentissement de la croissance du crédit.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter en février, reflétant des mouvements des taux de marché et une hausse des taux des dépôts. En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives aux taux des dépôts, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro au 3 mai (date d'arrêt pour ce document) n'a pu être calculé que jusqu'à février. L'indicateur a continué d'augmenter et s'est établi à son niveau le plus élevé depuis dix ans (graphique 18, partie a). Les rendements des obligations bancaires ont augmenté de 48 points de base depuis début 2023 (graphique 18 partie b) et leurs écarts de rendement se sont considérablement accrus lors des perturbations sur les marchés qui se sont produites mi-mars 2023, surtout en ce qui concerne les obligations subordonnées et plus particulièrement les instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 (AT1). Malgré une certaine inversion de l'augmentation initiale, les écarts de rendement demeurent nettement supérieurs à ceux observés avant les perturbations. Le coût des dépôts a maintenu sa trajectoire de hausse régulière, avec toutefois une hétérogénéité observée d'un type de produits à l'autre. Les taux appliqués aux dépôts à terme s'ajustent rapidement aux évolutions des taux directeurs, tandis que les taux des dépôts à vue s'ajustent plus lentement. Même si les déposants réagissent à cet élargissement des écarts de rendement en se réorientant des dépôts à vue vers les dépôts à terme, les dépôts à vue continuent de représenter une part importante de la base de dépôts. Par conséquent, l'écart de rendement entre le taux d'intérêt composite appliqué aux dépôts et les taux directeurs continue de s'élargir, comme cela a été observé lors des cycles précédents de relèvement des taux d'intérêt.

Les remboursements par les banques des fonds empruntés dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont également contribué à l'augmentation des coûts de financement des banques. Depuis le recalibrage des modalités et conditions des

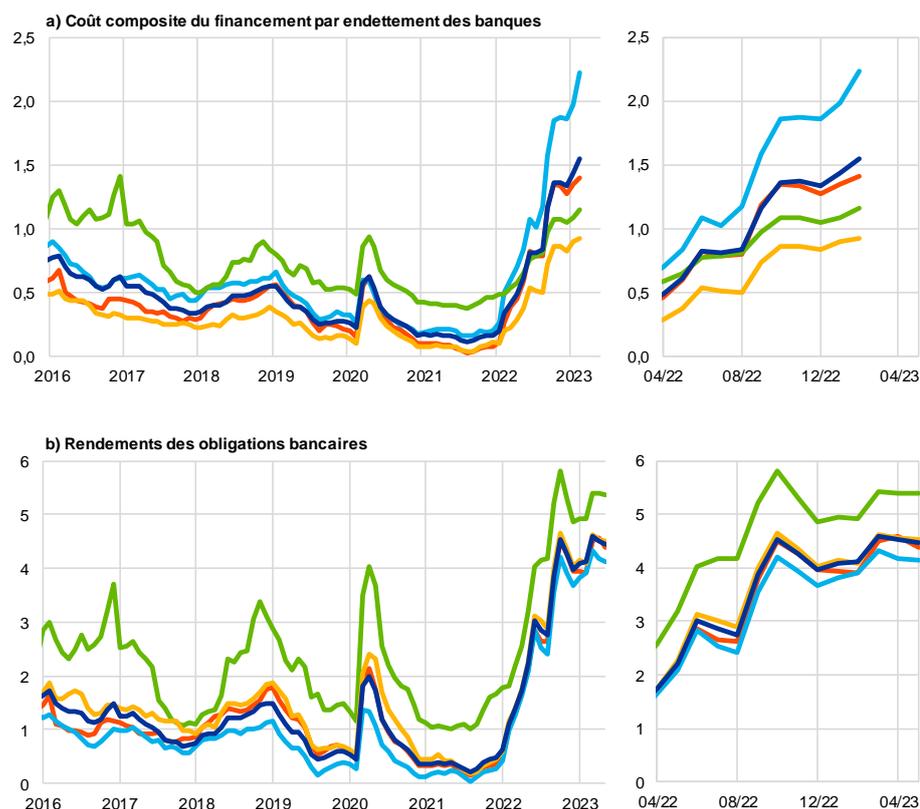
TLTRO III, qui est entré en vigueur le 23 novembre 2022, les banques ont procédé à des remboursements importants (obligatoires, et surtout volontaires) des fonds empruntés dans le cadre du programme. Au total, 1 015 milliards d'euros ont été remboursés, réduisant les encours de 48 % environ⁸. En outre, les banques ont accru leurs émissions d'obligations, qui sont rémunérées à un taux supérieur aux taux appliqués aux dépôts et aux taux directeurs, dans un contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts. Les émissions d'obligations bancaires ont augmenté de près de 170 milliards d'euros depuis septembre 2022, tandis que les dépôts ont diminué d'environ 200 milliards au cours de la même période.

Graphique 18

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

(pourcentages annuels)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à février 2023 pour les taux de financement composites des banques et au 3 mai 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

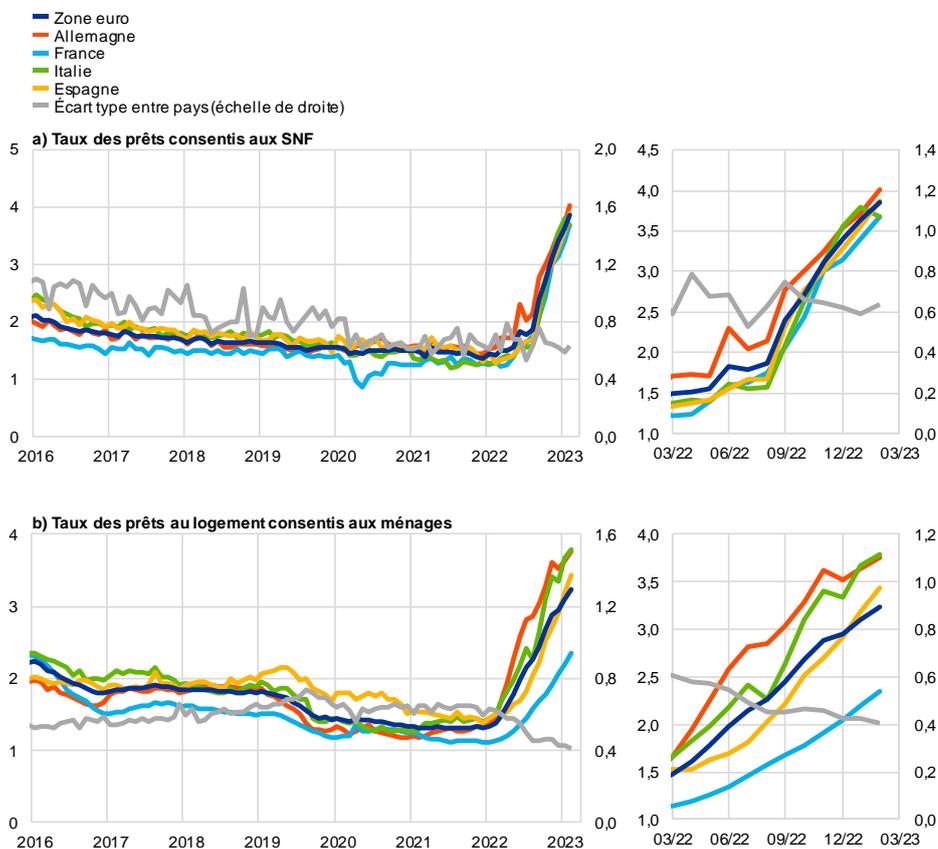
⁸ Cf. le communiqué de presse de la BCE « La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme », Francfort-sur-le-Main, 27 octobre 2022.

Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté en février 2023, reflétant les relèvements des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les modifications apportées aux mesures de politique monétaire de la BCE sont en train de se transmettre aux conditions d'octroi des prêts bancaires, les taux des banques augmentant et les critères d'octroi se durcissant, comme cela est décrit ci-dessous. Les taux des prêts bancaires accordés aux sociétés non financières (SNF) ont encore augmenté, ressortant à 3,85 % en février, contre 3,63 % en janvier et 1,55 % en mai 2022. Les taux des prêts bancaires accordés aux ménages pour l'achat d'un logement se sont également de nouveau inscrits en hausse, ressortant à 3,24 % en février, contre 3,10 % en janvier et 1,78 % en mai 2022. Ces hausses ont été plus rapides que lors des cycles de relèvement précédents, reflétant principalement le rythme plus élevé des relèvements des taux directeurs. D'après les résultats de l'[enquête sur les anticipations des consommateurs](#) menée en février 2023, les consommateurs prévoient que les taux hypothécaires continueront d'augmenter au cours des douze prochains mois. Ils s'attendent également à ce que les prêts au logement soient plus difficiles à obtenir. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé s'est légèrement accru en février, reflétant une hétérogénéité entre les pays, mais il est resté faible dans un contexte historique. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée globalement stable (graphique 19, parties a et b).

Graphique 19

Taux bancaires composites appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages dans une sélection de pays

(pourcentages annuels ; écart type)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à février 2023.

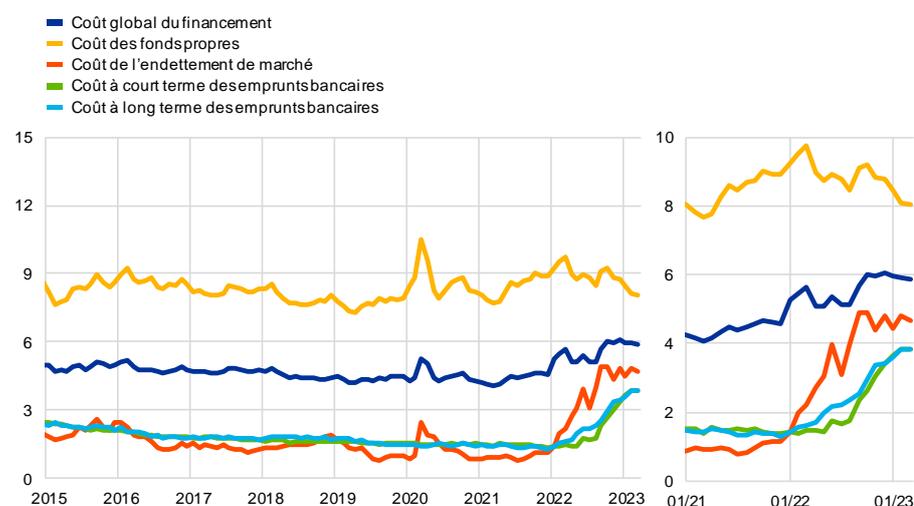
Sur la période allant du 16 mars au 3 mai 2023, le coût du financement par émission d'actions des SNF et celui du financement par endettement de marché ont légèrement diminué. En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, au 3 mai, le coût global du financement des SNF, c'est-à-dire le coût composite de l'endettement bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, n'a pu être calculé que jusqu'à février 2023, où il est ressorti à 5,9 %, pratiquement inchangé par rapport à son niveau du mois précédent (graphique 20). Cela résulte d'une diminution du coût du financement par émission d'actions qui a compensé la hausse du coût de l'endettement de marché – principalement en raison de la hausse des taux sans risque étant donné que les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont très peu évolué – et la hausse du coût du financement par endettement bancaire à court et à long terme. Malgré une légère baisse par rapport à son pic d'octobre 2022, en février 2023, le coût global du financement est resté proche des niveaux élevés observés pour la dernière fois fin 2011. Au cours de la période sous revue, le coût de l'endettement de marché a légèrement diminué, en raison de la stabilité globale des taux sans risque conjuguée à une compression importante des écarts de

rendement des obligations d'entreprise émises par les sociétés non financières sur le compartiment des obligations les mieux notées (*investment-grade*) et, surtout, sur celui des obligations à rendement élevé (*high-yield*). Les taux sans risque à long terme étant restés pratiquement stables, le coût des fonds propres a reflété les évolutions de la prime de risque sur actions, qui a diminué au cours de la période sous revue.

Graphique 20

Coût nominal du financement externe pour les SNF de la zone euro, ventilé par composantes

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût global du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 3 mai 2023 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 28 avril 2023 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et au 28 février 2023 pour le coût global du financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Selon l'enquête d'avril 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement consentis aux ménages ont encore affiché un net durcissement au premier trimestre 2023, signe d'un fléchissement durable de la dynamique de prêt (graphique 21).

Le durcissement a été plus important que les banques ne l'avaient anticipé le trimestre précédent. En outre, dans le cas des entreprises, le rythme de ce durcissement est resté, d'un point de vue historique, le plus soutenu depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2011. Dans un environnement d'incertitude accrue, une perception plus élevée des risques en lien avec la situation économique et, dans une moindre mesure, une plus faible tolérance au risque des banques ont été les principaux facteurs à l'origine du durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages. Dans le contexte des relèvements des taux directeurs de la BCE et de diminution de la liquidité de banque centrale, les coûts de financement et la situation bilancielle des banques ont également entraîné un durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises de la zone euro. Pour le deuxième trimestre 2023, les banques anticipent une poursuite du durcissement des conditions d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages, bien qu'à un rythme plus modéré.

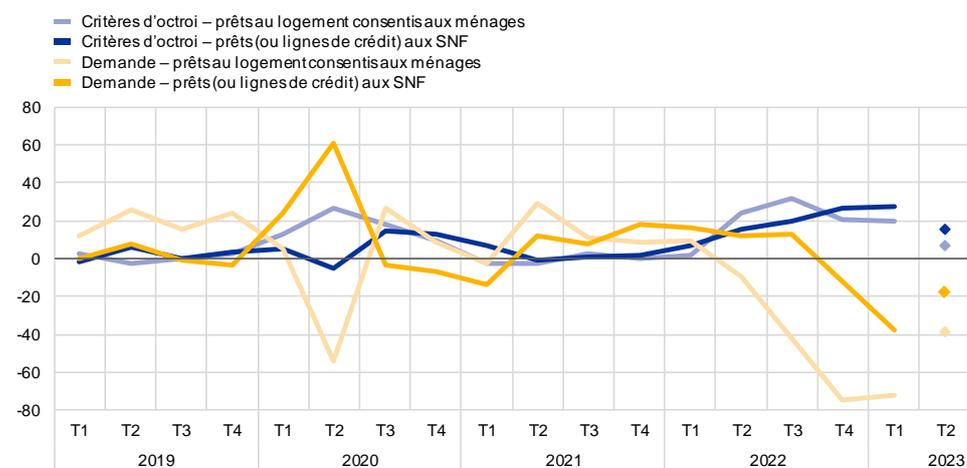
Les banques ont fait état d'une forte baisse de la demande de prêts des entreprises et des ménages au premier trimestre 2023.

Le recul de la demande de prêts des entreprises a été le plus important depuis la crise financière mondiale, tandis que celui des ménages a été le plus prononcé depuis le début de l'enquête en 2003. La diminution de la demande de prêts des entreprises et des ménages a été plus forte que ne l'avaient anticipé les banques le trimestre précédent. Les banques ont indiqué que le niveau général des taux d'intérêt a été le principal déterminant de la baisse de la demande de prêt, dans un environnement de resserrement de la politique monétaire. La diminution des besoins de financement au titre de l'investissement fixe a également fortement freiné la demande de prêts des entreprises. La baisse de la demande de prêts au logement est restée importante et résulte principalement de la hausse des taux d'intérêt, de la détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la faible confiance des consommateurs. Pour le deuxième trimestre 2023, les banques s'attendent à une nouvelle diminution (nette), bien que de moindre ampleur, de la demande de prêts des entreprises et des ménages.

Graphique 21

Variations des critères d'octroi et de la demande nette de prêts aux SNF et de prêts au logement consentis aux ménages

(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 sur les critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023.

En outre, les banques prévoient que les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE contribueront à affaiblir la dynamique de prêt en raison de leur effet sur les positions de financement et de liquidité des banques. L'accès des banques au financement de détail et au financement interbancaire s'est détérioré au premier trimestre 2023, reflétant possiblement les perturbations sur les marchés qui se sont produites en mars 2023 et annulant l'amélioration de l'accès à ces marchés observée à la fin de l'année dernière. Les banques indiquent que la réduction progressive du portefeuille de titres de la BCE

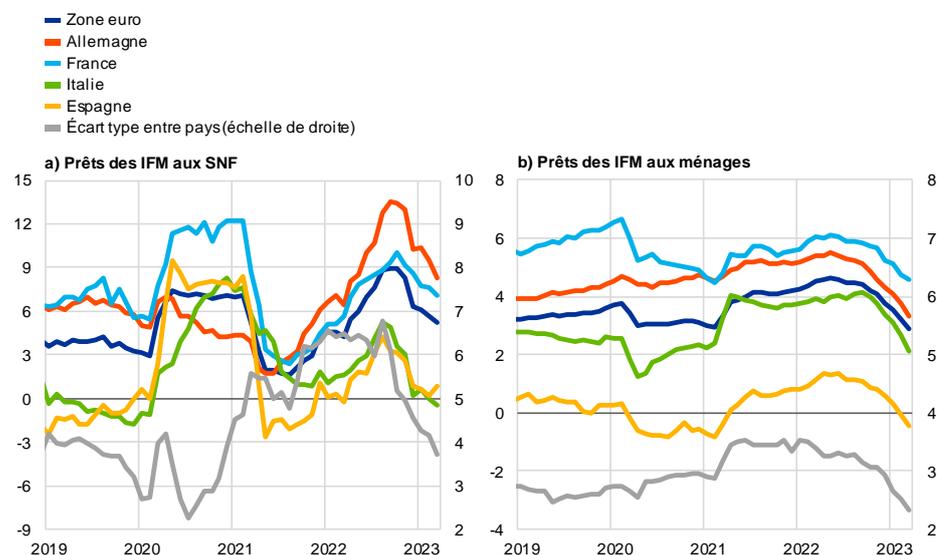
relevant de la politique monétaire et l'arrêt des TLTRO III ont également eu un impact négatif sur leurs conditions de financement de marché et leurs positions de liquidité au cours des six derniers mois. Outre les répercussions liées à l'augmentation des taux directeurs et à l'accentuation de l'aversion au risque, les remboursements des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO III contribuent à réduire les volumes de prêts, les critères d'octroi continuant de se durcir. Dans le même temps, les banques ont indiqué que l'impact des décisions relatives aux taux directeurs de la BCE sur leurs marges nettes d'intérêt a été largement positif, tandis que l'impact sur la rentabilité des banques via leur revenu hors intérêt a été négatif. De plus, les banques ont déclaré un effet modérateur sur leur rentabilité via l'augmentation des provisions et dépréciations, qui pourrait refléter un risque de crédit plus important dû au fait que le resserrement de la politique monétaire freine l'activité économique et accroît la charge d'intérêts des emprunteurs.

Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en mars, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, de fléchissement de la demande et de durcissement des critères d'octroi. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a diminué pour s'établir à 5,2 % en mars, après 5,7 % en février (graphique 22, partie a). Ce ralentissement a été généralisé dans les économies les plus importantes et reflète la hausse des taux d'intérêt, la forte baisse de la demande de prêts et le nouveau durcissement substantiel des critères d'octroi. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a également continué de se modérer, revenant de 3,2 % en février à 2,9 % en mars (graphique 22, partie b) dans un contexte de détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, d'un nouveau durcissement substantiel des critères d'octroi des banques et d'une hausse des taux appliqués aux prêts. Cette évolution résulte principalement du ralentissement actuel de la croissance des prêts au logement, mais depuis début 2023, les autres prêts aux ménages, et en particulier ceux accordés aux entrepreneurs individuels (par exemple, les petites sociétés de personnes), ont affiché d'importants flux nets négatifs et ont donc contribué au fléchissement de la dynamique.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

Notes : Les prêts des institutions financières monétaires (IFM) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à mars 2023.

Les dépôts à vue se sont fortement contractés en mars, sous l'effet de la réallocation des fonds vers des instruments offrant une rémunération plus élevée, en particulier les dépôts à terme mais également les instruments financiers non bancaires. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est

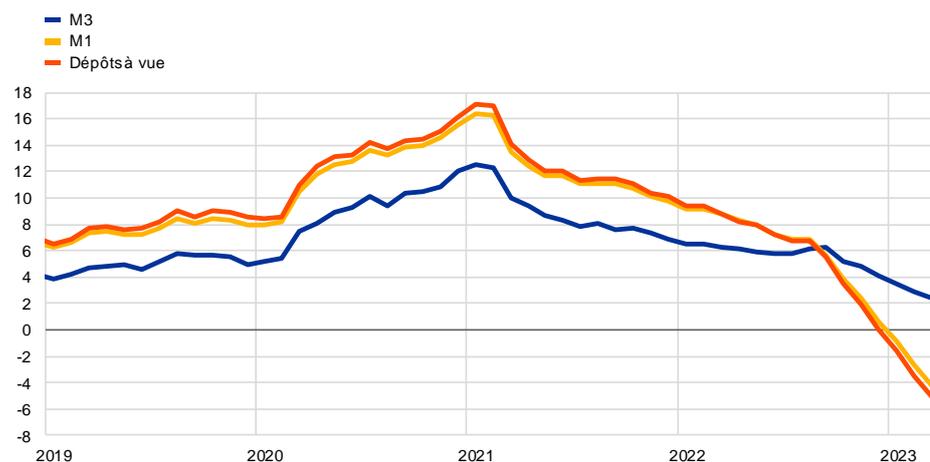
revenu à $-5,1\%$ en mars, après $-3,5\%$ en février. La forte diminution de la croissance des dépôts à vue, et par conséquent de l'agrégat monétaire étroit M1, a constitué la contraction observée la plus importante depuis le début de l'Union économique et monétaire en 1999 (graphique 23). Après avoir enregistré son premier taux de croissance annuel négatif en janvier ($-0,8\%$), la croissance de M1 a continué de se ralentir, revenant de $-2,7\%$ en février à $-4,2\%$ en mars. Cette évolution résulte principalement du remplacement à grande échelle des dépôts à vue par des dépôts à terme, mais elle reflète également la réorientation vers les obligations bancaires et, dans une moindre mesure, vers les parts de fonds d'investissement monétaires. L'absence d'une augmentation significative de la monnaie en circulation suggère qu'il n'y a pas eu de recul généralisé de la confiance du public à l'égard des banques de la zone euro à la suite des perturbations de mars. Ce profil de rééquilibrage des portefeuilles a également été observé lors des cycles précédents de resserrement de la politique monétaire, car la rémunération des dépôts à vue s'ajuste lentement aux évolutions des taux directeurs. En revanche, la rémunération des dépôts à terme et des instruments de marché s'ajuste plus rapidement, entraînant un élargissement des écarts de taux d'intérêt, ce qui incite par conséquent à la réallocation de portefeuille. Ce délaissement important des dépôts à vue dans le cycle de resserrement actuel peut s'expliquer par les principaux facteurs suivants. Premièrement, le rythme de resserrement monétaire de la BCE est plus rapide que lors des cycles précédents, ce qui entraîne un important

accroissement du *spread* entre les dépôts à vue et les dépôts à terme. Deuxièmement, la part accumulée des dépôts à vue a été exceptionnellement élevée après la période de taux d'intérêt bas et la pandémie de COVID-19. Troisièmement, l'affaiblissement significatif de la dynamique de prêt freine la création monétaire dans son ensemble.

Graphique 23

M3, M1 et dépôts à vue

(taux de croissance annuel, corrigé des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2023.

La dynamique monétaire est restée modérée en mars 2023, sous l'effet de ses composantes les plus liquides et du ralentissement de la croissance du crédit.

La croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) a diminué, revenant de 3,4 % en janvier et de 2,9 % en février à 2,5 % en mars, soit le taux le plus bas observé depuis octobre 2014 (graphique 23). En outre, la dynamique à court terme de M3 est proche de son point bas historique, avec des chiffres qui n'ont été observés que début 2010. La diminution actuelle de la croissance monétaire peut s'expliquer par l'augmentation des coûts d'opportunité liés à la détention de monnaie et par l'affaiblissement de la dynamique de crédit dans un contexte de relèvement des taux directeurs, de faiblesse de l'activité économique et de durcissement des critères d'octroi. L'arrêt des achats nets d'actifs par l'Eurosystème et des TLTRO contribue également au ralentissement de la dynamique monétaire, en incitant, dans le cas des TLTRO, à l'émission d'obligations bancaires, ce qui entraîne de la part des détenteurs de monnaie une réallocation de portefeuille au détriment des dépôts.

Encadrés

1 Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis

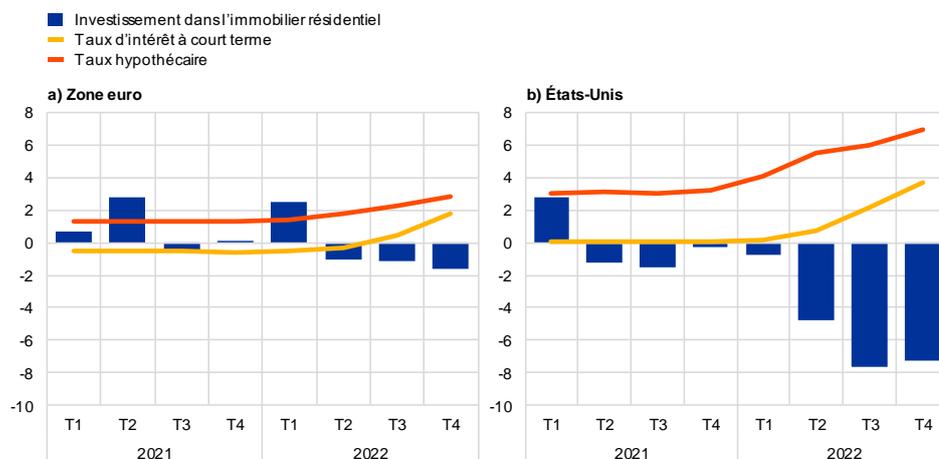
Niccolò Battistini, Simona Delle Chiaie et Johannes Gareis

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a fortement diminué dans la zone euro et aux États-Unis en 2022, le recul étant particulièrement prononcé aux États-Unis. Dans la zone euro, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a commencé à fléchir au deuxième trimestre 2022 et a enregistré une baisse cumulée de 4 % environ au quatrième trimestre 2022 (graphique A, partie a). En revanche, aux États-Unis, la baisse a débuté dès le deuxième trimestre 2021. Depuis, l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans ce pays a diminué de 21 % environ en données cumulées, avec une baisse particulièrement marquée au second semestre 2022 quand la hausse des taux hypothécaires américains a entraîné une forte diminution de l'accessibilité financière du logement pour les acheteurs. Ces baisses sont intervenues dans un contexte de resserrement de la politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique, les taux d'intérêt directeurs aux États-Unis étant relevés plus tôt et atteignant des niveaux plus élevés que ceux de la zone euro. Dans ce contexte, cet encadré analyse la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis et étudie l'impact du resserrement récent de la politique monétaire sur l'évolution future de cette catégorie d'investissement dans la zone euro.

Graphique A

Investissement dans l'immobilier résidentiel, taux d'intérêt à court terme et taux hypothécaires

(variations trimestrielles en pourcentage et pourcentages annuels)



Sources : Eurostat, BCE, US Bureau of Economic Analysis, Wall Street Journal et calculs des services de la BCE.

Notes : Les taux d'intérêt à court terme pour la zone euro correspondent à l'Euribor trois mois et au taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis. Les taux hypothécaires de la zone euro se rapportent à l'indicateur composite des coûts d'emprunt des ménages pour l'achat d'un logement, tandis que pour les États-Unis, ces taux se rapportent au taux hypothécaire fixe sur 30 ans. Tous les taux d'intérêt sont des moyennes trimestrielles.

Si l'investissement dans l'immobilier résidentiel est l'une des composantes de l'activité économique les plus sensibles aux taux d'intérêt, il est généralement beaucoup moins volatil dans la zone euro qu'aux États-Unis. La volatilité de la croissance trimestrielle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro représente la moitié environ de celle observée aux États-Unis (tableau A). De plus, l'investissement dans l'immobilier résidentiel est seulement environ trois fois plus volatil que la production agrégée dans la zone euro, alors qu'il est environ six fois plus volatil aux États-Unis. En dépit de sa contribution plus faible au PIB, l'investissement dans l'immobilier résidentiel représente une part plus importante des fluctuations de la production agrégée aux États-Unis que dans la zone euro. Toutefois, dans la zone euro comme aux États-Unis, l'investissement dans l'immobilier résidentiel est fortement procyclique et a tendance à entraîner le cycle d'activité, soulignant le rôle important du marché de l'immobilier résidentiel dans l'économie ¹.

Tableau A

Propriétés de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, en données trimestrielles

(variations trimestrielles en pourcentage, parts en pourcentage du PIB et pourcentages de la variance expliquée)

	Zone euro	États-Unis
Écart type	1,5	3,3
Part du PIB en %	5,8	4,2
Part de la variance du PIB en %	9,4	10,1

Sources: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis et calculs des services de la BCE.

Notes : Le tableau présente les écarts types de la croissance trimestrielle de l'investissement dans l'immobilier résidentiel ainsi que les parts du PIB et les pourcentages de la variance du PIB expliquée par l'investissement dans l'immobilier résidentiel sur la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2019. Les parts du PIB sont exprimées en termes nominaux, tandis que les parts de la variance expliquée sont exprimées en termes réels. La variance du PIB expliquée par l'investissement dans l'immobilier résidentiel tient également compte de la covariance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel avec la somme des autres composantes de la demande du PIB.

Les marchés hypothécaires sont moins profonds dans la zone euro qu'aux États-Unis, même s'il existe des différences entre les pays au sein de la zone ².

Par rapport à la zone euro, les banques aux États-Unis peuvent plus facilement sortir les prêts au logement de leurs bilans, ce qui leur permet de transférer plus aisément les risques associés vers des tiers, l'État agissant comme garant en dernier ressort au travers de plusieurs entreprises sponsorisées par le

¹ Pour une comparaison des propriétés cycliques de la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis, cf. Musso (A.), Neri (S.) et Stracca (L.), « *Housing, consumption and monetary policy: How different are the US and the euro area?* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, Issue 11, novembre 2011, p. 3019-3041. Pour le rôle joué par l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans le cycle d'activité, cf. entre autres, Leamer (E.), « *Housing is the business cycle* », *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, p. 149-233 ; et Leamer (E.), « *Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, Issue s1, mars/avril 2015, p. 43-50.

² Pour une comparaison des différences institutionnelles entre les marchés hypothécaires dans la zone euro et aux États-Unis, cf., entre autres, Musso *et al. op. cit.* et Calza (A.), Monacelli (T.) et Stracca (L.), « *Housing finance and monetary policy* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, Issue s1, janvier 2013, p. 101-122. Pour une vue d'ensemble plus récente des caractéristiques des marchés hypothécaires dans les pays de la zone euro, cf., par exemple, Albertazzi (U.), Fringuellotti (F.) et Ongena (S.), « *Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from the euro area banks* », *Working Paper Series*, BCE, n° 2322, octobre 2019 ; Corsetti (G.), Duarte (J.) et Mann (S.), « *One money, many markets* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, Issue 1, février 2022, p. 513-548 ; et Battistini (N.), Falagiarda (M.), Hackmann (A.) et Roma (M.), « *Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions* », *Working Paper Series*, BCE, n° 2752, novembre 2022.

gouvernement (*government-sponsored enterprises*, GSE)³. De plus, aux États-Unis, les emprunteurs peuvent recourir à l'extraction hypothécaire (*withdraw mortgage equity*) et ne doivent payer que des frais limités pour les remboursements anticipés et les renégociations, et ils n'ont qu'une responsabilité personnelle limitée en cas d'insolvabilité⁴. S'agissant de la durée classique des prêts hypothécaires, les contrats de prêt à taux fixe sur 30 ans prédominent aux États-Unis, tandis que les échéances fixes plus courtes à 15-25 ans sont communes dans certains pays de la zone euro et que les prêts hypothécaires à taux variables prévalent dans d'autres⁵. L'analyse de divers indicateurs de l'évolution des marchés hypothécaires, qui reflètent les différences entre ces marchés dans la zone euro et aux États-Unis, suggère que le marché hypothécaire américain est en général plus profond que celui de la zone euro. Cette situation est illustrée par l'endettement hypothécaire plus élevé des ménages aux États-Unis (mesuré par le ratio endettement hypothécaire/PIB), la titrisation plus importante (mesurée par le ratio titres adossés à des prêts hypothécaires/PIB) et un levier d'endettement plus élevé (mesuré par le ratio dette hypothécaire/patrimoine immobilier) sur l'ensemble de la distribution du patrimoine net des ménages (graphique B).

³ Deux entreprises sponsorisées par le gouvernement (*government-sponsored enterprises*, GSE) opèrent sur le marché hypothécaire aux États-Unis, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Concernant l'émergence de ces GSE et leur rôle sur le marché hypothécaire aux États-Unis dans un contexte historique, cf., entre autres, Green (R.) et Wachter (S.), « *The American Mortgage in Historical and International Context* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n° 4, 2005, p. 93-114.

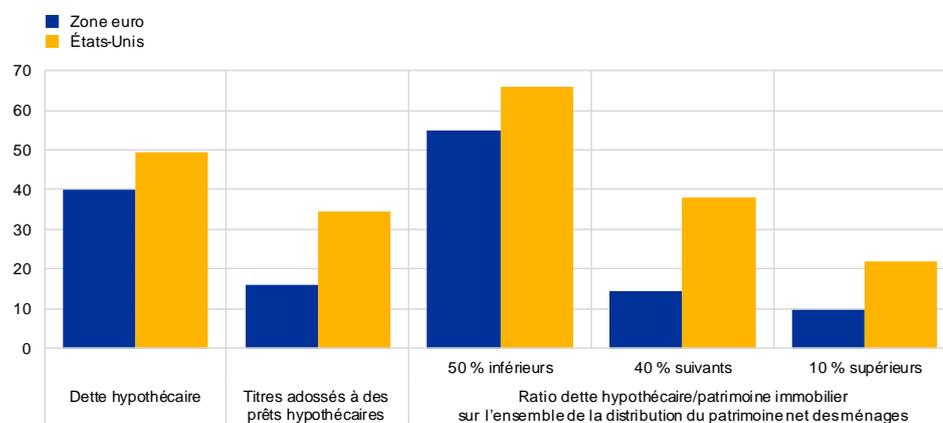
⁴ Cf. l'encadré intitulé « *Institutional differences between mortgage markets in the euro area and the United States* », *Bulletin mensuel*, BCE, août 2009.

⁵ Parmi les principaux pays de la zone euro, l'Italie et l'Espagne comptent traditionnellement une part relativement élevée de prêts hypothécaires à taux variable. S'agissant des évolutions récentes, en Italie, la part des prêts à taux variable dans le total des prêts au logement a augmenté sensiblement pour s'établir, en moyenne, à 55% environ au second semestre 2022, tandis qu'en Espagne, elle est restée relativement faible, à 26 %. En comparaison, la part des prêts hypothécaires à taux variable en Allemagne et en France s'est établie en moyenne à 15 % et 4 %, respectivement, sur la même période. Pour chaque pays de la zone euro, les données relatives à la part des prêts hypothécaires à taux variable dans le total des prêts au logement peuvent être consultées à la page intitulée [Risk Assessment Indicators database in the ECB's Statistical Data Warehouse](#) et sont disponibles selon une périodicité mensuelle.

Graphique B

Indicateurs relatifs à l'évolution des marchés hypothécaires

(pourcentage du PIB nominal et pourcentage du patrimoine immobilier)



Sources : BCE, Comptes distributionnels de patrimoine expérimentaux de la BCE (*Experimental Distributional Wealth Accounts*), Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, US Federal Reserve Board, US Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts calculs des services de la BCE.

Notes : La dette hypothécaire et les titres adossés à des prêts hypothécaires sont mesurés en pourcentage du PIB nominal. Le ratio dette hypothécaire/patrimoine immobilier est mesuré comme le ratio entre la dette hypothécaire et le patrimoine immobilier sur l'ensemble de la distribution du patrimoine net des ménages. Le graphique présente les valeurs moyennes sur la période allant du premier trimestre 2017 au quatrième trimestre 2022. La dette hypothécaire se rapporte aux prêts au logement accordés aux ménages. Les titres adossés à des prêts hypothécaires se rapportent aux prêts au logement détenus par les institutions monétaires et financières (à l'exclusion du Système européen de banques centrales) dans la zone euro et aux prêts hypothécaires titrisés des ménages pour les émetteurs de titres adossés à des actifs, les entreprises sponsorisées par le gouvernement (GSE) et les *pools* de prêts hypothécaires adossés à des agences ou à des GSE aux États-Unis.

La moindre profondeur des marchés hypothécaires dans la zone euro tempère la transmission des chocs de politique monétaire à l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Les données empiriques montrent en général que les chocs de politique monétaire, c'est-à-dire des modifications inattendues des taux d'intérêt directs, ont des effets plus importants sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans les pays où les marchés hypothécaires sont plus profonds, tels que les États-Unis⁶. De fait, les caractéristiques du marché hypothécaire aux États-Unis accentuent l'interaction entre les modifications des taux d'intérêt et l'accès au crédit : des conditions plus souples pour le refinancement hypothécaire et l'hypothèque rechargeable (*equity release*) renforcent les incitations pour les ménages à acquérir des logements quand les taux d'intérêt baissent, tandis que l'endettement plus important qui en résulte signifie que les ménages sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêt quand ceux-ci montent⁷. Toutefois, la sensibilité plus élevée est également influencée par les parts respectives des prêts hypothécaires à taux fixe et à taux variable, la prédominance des premiers aux États-Unis suggérant une transmission plus modérée de la politique monétaire⁸. Par contre, le niveau plus élevé de titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis

⁶ Cf., par exemple, Musso *et al. op. cit.*, Calza *et al. op. cit.*, Corsetti *et al. op. cit.*, et Battistini *et al. op. cit.*

⁷ Cf. Youngju (K.) et Lim (H.), « *Transmission of monetary policy in times of high household debt* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, mars 2022. Des marchés hypothécaires plus profonds peuvent également expliquer la volatilité accrue de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en réponse aux modifications exogènes de la productivité, cf. Nguyen (Q.), « *Housing Investment: What makes it so volatile? Theory and evidence from OECD countries* », *Journal of Housing Economics*, vol. 22, Issue 3, septembre 2013, p. 163-178.

⁸ Pour la zone euro, Corsetti *et al. op. cit.* et Battistini *et al. op. cit.* montrent que la vigueur de la transmission de la politique monétaire à l'économie dans son ensemble est plus forte dans les économies où les prêts hypothécaires à taux variable représentent des parts plus importantes.

a pour effet de lier plus étroitement le marché hypothécaire aux marchés de capitaux au sens large, car la valorisation des titres adossés à des prêts hypothécaires a une influence directe sur les taux hypothécaires. Cela conduit à une transmission plus directe des modifications des taux d'intérêt directs aux taux hypothécaires et donc à l'investissement dans l'immobilier résidentiel ⁹.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a été davantage protégé des récents chocs de politique monétaire dans la zone euro qu'aux États-Unis. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) est estimé pour la zone euro et pour les États-Unis pour la période allant du premier trimestre 1995 au quatrième trimestre 2022 ¹⁰. Le modèle inclut la consommation privée réelle, le déflateur de la consommation, l'investissement dans l'immobilier résidentiel, les prix réels des logements et les taux d'intérêt à court terme, ainsi que les taux hypothécaires. Il identifie trois déterminants structurels de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, à savoir la politique monétaire, le taux hypothécaire et les chocs de demande de logement ¹¹. Selon les résultats de l'estimation, un choc temporaire de politique monétaire qui accroît le taux d'intérêt à court terme de 1 point de pourcentage à l'impact entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro de 5 % environ au bout de trois ans environ (graphique C, partie a). Toutefois, aux États-Unis, le même choc a un impact plus important sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel, entraînant une baisse de 8 % environ au bout de trois ans environ ¹². En cohérence avec ces effets beaucoup plus prononcés aux États-Unis, en particulier au cours de la première année qui suit le choc, et en partie en raison de l'ampleur plus importante des chocs de politique monétaire, on estime que le récent resserrement de la politique monétaire aux États-Unis a eu un impact plus significatif sur la croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel en 2022 que ce qui a été observé dans la zone euro (graphique C, partie b). En outre, les résultats de

⁹ Cf. Estrella (A.), « *Securitisation and the efficacy of monetary policy* », *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 8, n° 1, mai 2022.

¹⁰ Afin d'éviter toute incidence des fluctuations macroéconomiques exceptionnelles durant la pandémie de coronavirus (COVID-19) sur les paramètres estimés du modèle, celui-ci est estimé selon l'approche de Lenza (M.) et Primiceri (G.), « *How to estimate a vector autoregression after March 2020* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688-699.

¹¹ La sélection de la variable du modèle suit largement Musso *et al. op. cit.* et les chocs sont identifiés avec des absences de restriction et des restrictions de signe. En particulier, un choc de politique monétaire a un impact immédiat sur le taux d'intérêt à court terme, mais il est supposé n'affecter l'activité économique (c'est-à-dire la consommation privée et l'investissement dans l'immobilier résidentiel) et les prix (c'est-à-dire les prix à la consommation et les prix des logements) qu'avec un décalage d'un trimestre. On suppose également qu'un choc de taux hypothécaire a un impact immédiat sur le taux hypothécaire, mais seulement des effets décalés sur l'activité économique et les prix, et aucun effet simultané sur le taux d'intérêt à court terme. Le choc de demande de logement est un choc qui affecte l'investissement dans l'immobilier résidentiel et les prix des logements en même temps et dans la même direction, mais n'a pas d'effet simultané sur la consommation privée et les prix à la consommation. Pour ces deux économies, le taux d'intérêt à court terme est temporairement mesuré par un taux d'intérêt à court terme fictif afin d'éviter le problème de la borne zéro des taux d'intérêt contraignante lors de la détermination de l'impact de la politique monétaire. Pour le dispositif d'identification du choc, cf. Jarociński (M.) et Smets (F.), « *House Prices and the Stance of Monetary Policy* », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2008, vol. 90(4), p. 339-65. Les taux à court terme fictifs sont tirés de Wu (J.C.) et Xia (F.D.), « *Time-Varying Lower Bound of Rates in Europe* », *Chicago Booth Research Paper* n° 17-06, 2017.

¹² Comme pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel, les résultats du modèle suggèrent que l'impact d'un choc de politique monétaire sur les prix réels des logements est moins prononcé dans la zone euro qu'aux États-Unis, même si la différence relative est plus faible. Les effets plus importants sur le marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis par rapport à la zone euro se vérifient également pour le choc de taux hypothécaire.

l'estimation montrent que les chocs de taux hypothécaires ont également eu un impact plus important sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel aux États-Unis que dans la zone euro, tandis que les chocs de demande de logement ont pesé sur ce type d'investissement dans des proportions globalement comparables dans les deux juridictions ¹³.

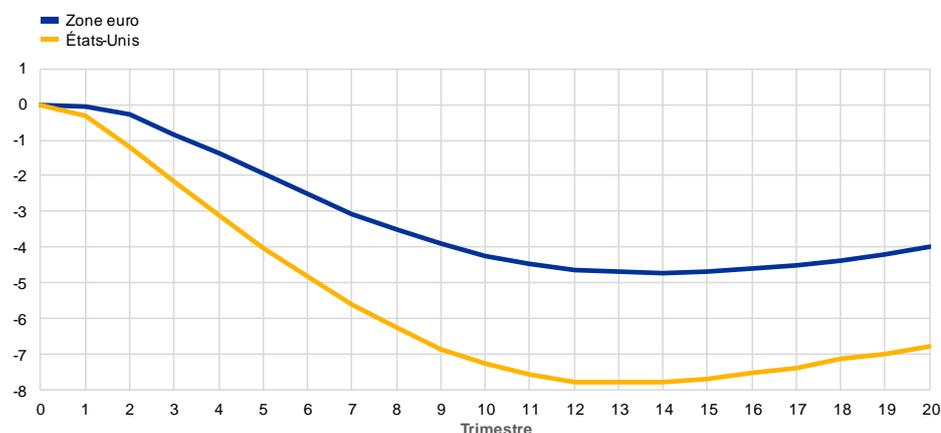
¹³ Selon les résultats du modèle, d'autres facteurs non identifiés jouent également un rôle non négligeable pour expliquer la baisse récente de l'investissement dans l'immobilier résidentiel aux États-Unis, qui pourrait être liée, par exemple, à des facteurs d'offre, à des facteurs financiers plus larges, à l'aversion au risque ou à d'éventuels changements de préférences. Le modèle a pour inconvénient général de ne pas prendre en compte les non-linéarités. Des données récentes montrent que celles-ci pourraient jouer un rôle dans le contexte actuel, les taux d'intérêt s'inscrivant en hausse à partir d'un niveau très bas. Cf. l'encadré intitulé « [L'impact de la hausse des taux hypothécaires sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022, qui examine, pour la zone euro, l'impact d'une hausse de 1 point de pourcentage du taux hypothécaire en raison d'un choc de *spread* hypothécaire, en utilisant des modèles de projections locales linéaires et non linéaires.

Graphique C

Investissement dans l'immobilier résidentiel et ses déterminants

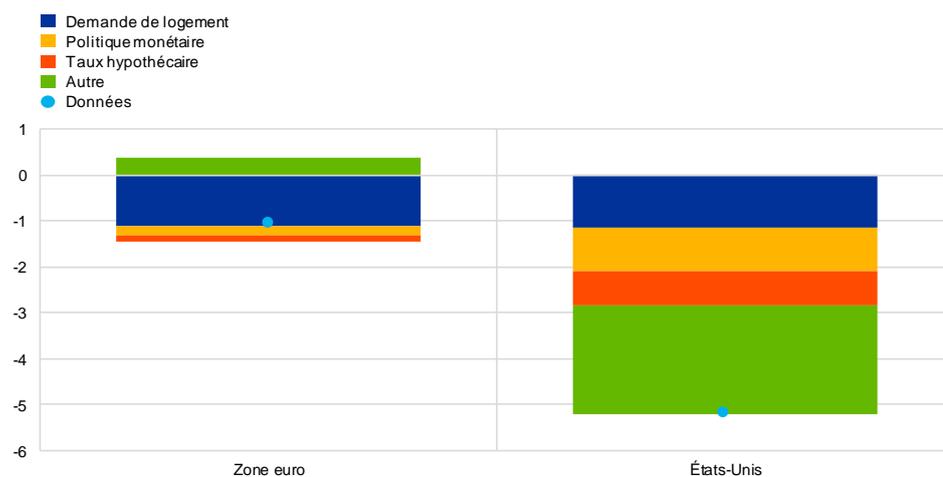
a) Impact sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel d'une hausse de 1 point de pourcentage du taux d'intérêt à court terme en raison d'un choc de politique monétaire

(en pourcentages)



b) Variations de la croissance trimestrielle moyenne de l'investissement dans l'immobilier résidentiel entre 2021 et 2022

(points de pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE, US Bureau of Economic Analysis, Wall Street Journal, Wu et Xia (2017) *op. cit.* et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a) présente l'effet estimé sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel d'une hausse de 1 point de pourcentage du taux d'intérêt à court terme en raison d'un choc de politique monétaire. La partie b) présente la variation de la croissance trimestrielle moyenne de l'investissement dans l'immobilier résidentiel entre 2021 et 2022 et les déterminants estimés. Les résultats sont fondés sur un modèle BVAR estimé séparément pour la zone euro et les États-Unis, les chocs étant identifiés avec des absences de restriction et des restrictions de signe. Les effets présentés dans la partie a) sont significativement différents de zéro à un niveau de confiance de 90 %.

Les perspectives relatives à l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro sont moroses, malgré la résistance affichée récemment.

Si l'investissement dans l'immobilier résidentiel est généralement moins volatil et a été moins affecté par le récent resserrement de la politique monétaire que l'investissement immobilier résidentiel aux États-Unis, les effets négatifs de la hausse des taux directeurs dans la zone euro devraient s'intensifier au fil du temps, compte tenu des effets décalés estimés de la politique monétaire. En effet, les [projections macroéconomiques de mars 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro](#) prévoient une baisse prolongée et substantielle de

l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro cette année et l'année prochaine.

Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro

Malin Andersson, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis et Nico Zorell

Les activités des entreprises multinationales en Irlande affectent de plus en plus la production et les composantes du PIB de la zone euro. Les entreprises multinationales en Irlande contribuent à la production domestique en maintenant d'importantes installations de production, en offrant des emplois à rémunération élevée et en générant des recettes fiscales. Au cours de la dernière décennie, l'Irlande a également connu une relocalisation à grande échelle de droits de propriété intellectuelle par des entreprises multinationales à capitaux étrangers, qui s'est accompagnée dans certains cas de la relocalisation en Irlande du siège social des groupes (« redomiciliation »)¹. Les transactions associées à ces actifs incorporels sont souvent sans lien avec les dynamiques du cycle d'activité de la zone euro, et reflètent plutôt des mesures d'optimisation fiscale mises en place par de grandes entreprises multinationales à capitaux étrangers. Ces transactions peuvent être d'un montant important, irrégulières et instantanées, étant donné que le transfert de ces actifs (tels que les logiciels et les brevets) d'un pays à un autre ne requiert aucune relocalisation physique. Au trimestre où la transaction est réalisée, la volatilité de l'investissement total réel hors construction de l'Irlande et de la zone euro qui en résulte est largement neutre pour le PIB, car elle est compensée par des importations de services en volume². Cependant, les flux entrants de droits de propriété intellectuelle renforcent à la fois le stock de capital et les exportations en Irlande et dans la zone euro, contribuant ainsi positivement à la croissance du PIB en volume au cours des trimestres suivants. Cet encadré analyse ces questions liées aux flux entrants de droits de propriété intellectuelle, en mettant en évidence a) leur impact globalement neutre sur la croissance intra-trimestrielle du PIB de la zone euro, malgré la volatilité des dynamiques de l'investissement et des importations, et b) leur impact positif cumulé sur la croissance du PIB de la zone euro à moyen terme.

Les transactions liées à des actifs incorporels réalisées par des entreprises multinationales résidant en Irlande ont entraîné une volatilité considérable des mesures trimestrielles de l'investissement et des importations de la zone euro, mais l'impact intra-trimestriel sur la croissance du PIB de la zone euro a été globalement neutre. Selon les données de comptes nationaux, l'investissement hors construction et les importations de services de la zone euro ont été

¹ La relocalisation d'actifs incorporels correspond aux flux entrants de droits de propriété intellectuelle, c'est-à-dire le transfert d'actifs, y compris les brevets, marques déposées, droits d'auteur, processus industriels et dessins, depuis un pays étranger vers une entité résidant dans le pays déclarant.

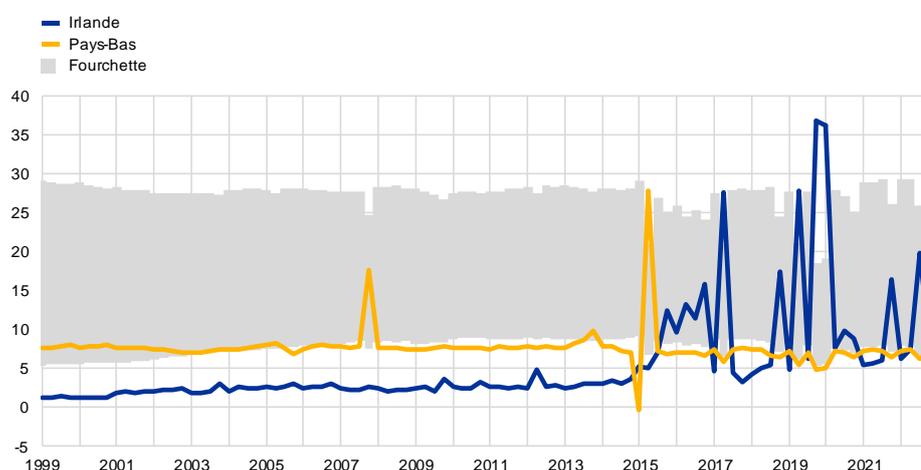
² L'investissement hors construction se définit comme l'investissement total moins l'investissement dans la construction. Il est utilisé comme approximation de l'investissement des entreprises en l'absence d'une telle variable dans les données des comptes nationaux de la zone euro. Pour plus d'informations sur l'impact sur l'investissement de la zone euro de la volatilité trimestrielle de la dynamique des droits de propriété intellectuelle, cf., par exemple, l'encadré 1 de l'article intitulé « [La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

particulièrement volatils ces dernières années³. Cela résulte principalement des flux entrants de droits de propriété intellectuelle en Irlande, qui représentent une part disproportionnellement élevée de l'investissement en droits de propriété intellectuelle dans la zone euro au cours de certains trimestres, brouillant ainsi les signaux relatifs aux déterminants du cycle d'activité de la zone euro (graphique A)⁴. À quelques reprises, les flux entrants de droits de propriété intellectuelle aux Pays-Bas ont aussi été particulièrement importants. L'impact intra-trimestriel sur la croissance du PIB de la zone euro des transactions liées aux droits de propriété intellectuelle en Irlande est habituellement globalement neutre, en raison de l'effet compensateur des augmentations des importations de services (graphique B)⁵.

Graphique A

Parts des pays dans les investissements en droits de propriété intellectuelle de la zone euro

(en pourcentage des investissements en droits de propriété intellectuelle de la zone euro)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La fourchette de pays comprend l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

³ Les activités des entreprises multinationales, en particulier l'investissement en droits de propriété intellectuelle et les importations de droits de propriété intellectuelle, ont une incidence directe sur les mesures des composantes de la dépense du PIB. Cela est dû à des modifications statistiques mises en œuvre notamment afin d'intégrer les activités de recherche et de développement à ces composantes. Cf. Commission européenne (Eurostat), *Système européen des comptes 2010*, Luxembourg, 2013, p. 74.

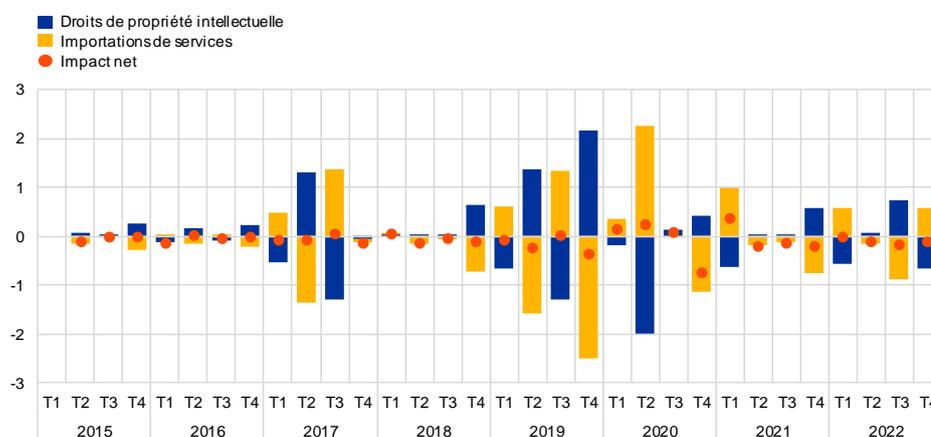
⁴ Pour des informations concernant les activités des entreprises multinationales, cf. Commission Économique des Nations Unies pour l'Europe, « *The impact of globalization on national accounts* », Nations unies, 2011. Bien que des travaux soient en cours dans le domaine des activités des entreprises multinationales, il existe des marges d'amélioration des données de comptes nationaux et de balance des paiements, notamment en ce qui concerne les données sur les sociétés non financières sous contrôle étranger et sur la consolidation transfrontière des groupes d'entreprises multinationales. Pour plus de détails, cf. Lane (P.R.), « *The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges* », discours prononcé lors de la conférence « *Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?* » organisée conjointement par la Banque centrale européenne, le Comité Irving Fisher et le Banco de Portugal, Lisbonne, 17 février 2020.

⁵ À titre d'exemple, une entité d'un groupe d'entreprises multinationales résidant en Irlande pourrait acheter des droits de propriété intellectuelle, tels qu'un logiciel, auprès d'une entité d'un groupe résidant dans une autre juridiction. Cette transaction serait comptabilisée comme une importation de services de recherche et de développement et comme un investissement en droits de propriété intellectuelle au titre de la formation brute de capital fixe.

Graphique B

Contributions des droits de propriété intellectuelle et des importations de services de l'Irlande à la croissance du PIB de la zone euro

(contributions en points de pourcentage aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les valeurs pour le premier et le quatrième trimestre 2020 ont été interpolées. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

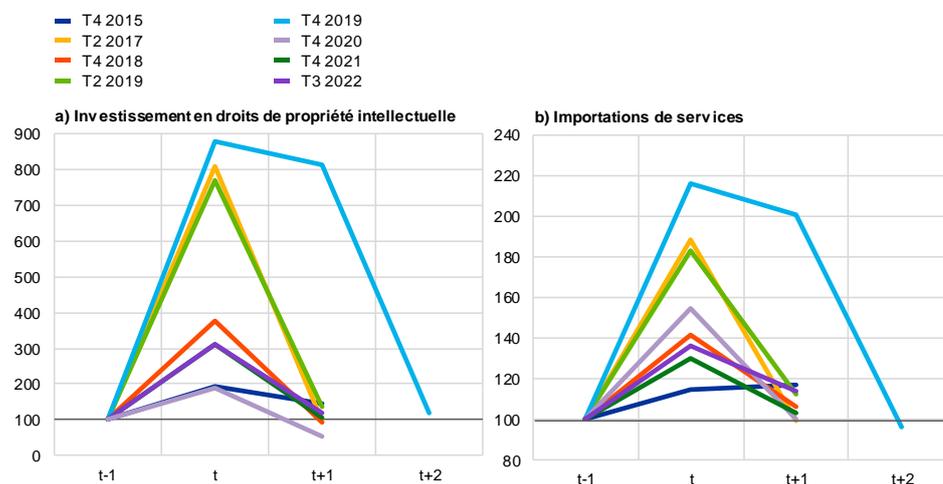
Bien que la survenue d'importants flux entrants de droits de propriété intellectuelle en Irlande soit difficile à prédire *ex ante*, les évolutions *ex post* suivent généralement un schéma relativement régulier. Le moment où

interviennent les importants flux entrants de droits de propriété intellectuelle n'a pas grand-chose à voir avec les dynamiques sous-jacentes du cycle d'activité, mais est souvent lié à des décisions d'optimisation fiscale prises par les différentes entreprises multinationales, qui ne sont pas annoncées au préalable. Cela rend très difficile l'établissement de prévisions à court terme sur les transactions en matière de droits de propriété intellectuelle. Depuis 2015, il y a eu huit épisodes au cours desquels les taux de croissance trimestriels de l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande ont dépassé 80 %. Lors de tous ces épisodes, sauf dans un cas, les taux de croissance trimestriels de l'investissement en droits de propriété intellectuelle et des importations de services sont revenus à leurs taux observés avant le choc au cours du trimestre suivant (graphique C). Au second semestre 2022, la dynamique des droits de propriété intellectuelle en Irlande a été globalement conforme à ces tendances historiques : un flux important d'entrée de droits de propriété intellectuelle en Irlande au troisième trimestre – se traduisant par un taux de croissance trimestriel de l'investissement en droits de propriété intellectuelle de 213 % – a été suivi d'un flux entrant beaucoup plus restreint au quatrième trimestre, impliquant une diminution en glissement trimestriel de 61 % du niveau de l'investissement en droits de propriété intellectuelle. La tendance pour les importations de services a été similaire. En raison de l'effet compensateur des importations de service, l'impact intra-trimestriel des transactions liées aux droits de propriété intellectuelle sur la croissance du PIB de la zone euro a donc été globalement neutre au cours de ces deux trimestres.

Graphique C

Investissement en droits de propriété intellectuelle et niveaux des importations de services en Irlande autour des trimestres ayant enregistré d'importants flux entrants de droits de propriété intellectuelle

(indice : niveau enregistré au cours du trimestre précédant immédiatement des flux entrants significatifs de droits de propriété intellectuelle = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : « t » indique les trimestres où l'Irlande a enregistré des flux entrants significatifs de droits de propriété intellectuelle. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Les séries de données modifiées sur l'investissement et les importations peuvent donner une idée plus claire des dynamiques sous-jacentes dans l'économie réelle que les séries globales. Le bureau central des statistiques (*Central Statistics Office*) d'Irlande calcule et publie une série de données modifiée

qui est conçue pour refléter l'activité dans l'investissement domestique et qui ne tient pas compte de la volatilité erratique observée en ce qui concerne les données relatives aux droits de propriété intellectuelle. La série « investissement modifié » est définie comme l'investissement total moins l'investissement en droits de propriété intellectuelle et l'investissement lié à l'achat d'avions par des entreprises de leasing résidant en Irlande⁶. Une comparaison montre qu'au quatrième trimestre 2022, l'investissement hors construction dans la zone euro a diminué de 0,4 % en glissement trimestriel selon la série corrigée, mais de 5,8 % selon les données officielles (graphique D). Les approximations pour les importations de services, calculées en soustrayant les transactions liées aux droits de propriété intellectuelle des importations de services, montrent une différence similaire. Ces séries modifiées font ressortir des tendances plus uniformes qui facilitent l'évaluation du cycle d'activité. Étant donné que les transactions liées aux droits de propriété intellectuelle à l'origine de la volatilité ont jusqu'à présent principalement été réalisées avec des

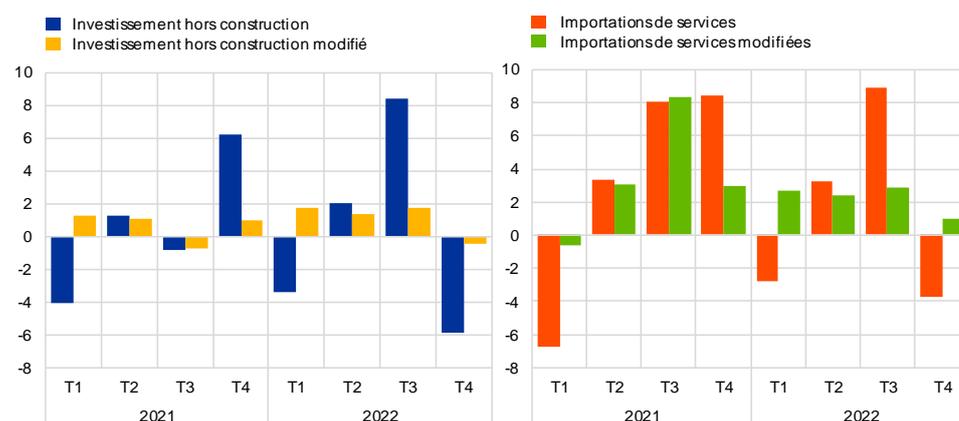
⁶ Les sociétés de *leasing* aéronautique en Irlande sont pour la plupart étrangères et gèrent environ la moitié de la flotte mondiale d'avions commerciaux en leasing. Leurs activités ont principalement une incidence sur les composantes investissement et échanges commerciaux du PIB. En 2021, l'investissement en avions à des fins de *leasing* s'est élevé à 10 % environ de l'investissement total, contre 45 % de l'investissement en droits de propriété intellectuelle. Pour de plus amples détails, cf. Osborne-Kinch (J.), Coates (D.) et Nolan (L.), « *The Aircraft Leasing Industry in Ireland: Cross Border Flows and Statistical Treatment* », *Quarterly Bulletin*, n° 1, Central Bank of Ireland, janvier 2017.

entreprises situées hors de la zone euro, la correction n'entraîne généralement pas de distorsion des échanges commerciaux intra zone euro.

Graphique D

Investissement hors construction et importations de services dans la zone euro avec et sans l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Central Statistics Office d'Irlande et calculs des services de la Central Bank of Ireland et de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Les flux entrants de droits de propriété intellectuelle contribuent toutefois positivement à la croissance du PIB de la zone euro au cours des trimestres suivants.

L'Irlande, qui a représenté 4 % du PIB de la zone euro en 2022, a contribué de façon disproportionnée (environ 18 %) à la hausse cumulée du PIB de la zone euro entre le quatrième trimestre 2014 et le premier trimestre 2023 (graphique E). Cela reflète largement les effets positifs à long terme de la relocalisation de droits de propriété intellectuelle sur la croissance du PIB de la zone euro, car ces droits a) renforcent le stock de capital, ce qui favorise la productivité et la dépréciation (consommation de capital) ; et b) entraînent une augmentation des flux d'exportations⁷. Le revenu généré par les droits de propriété intellectuelle détenus en Irlande bénéficie principalement à des résidents étrangers. Le revenu national brut (RNB*) modifié, un indicateur qui corrige le revenu national brut (RNB) des flux sortants de revenus liés à des entreprises multinationales et des coûts de dépréciation supportés des résidents étrangers, ne représente actuellement que la moitié environ du PIB en volume⁸.

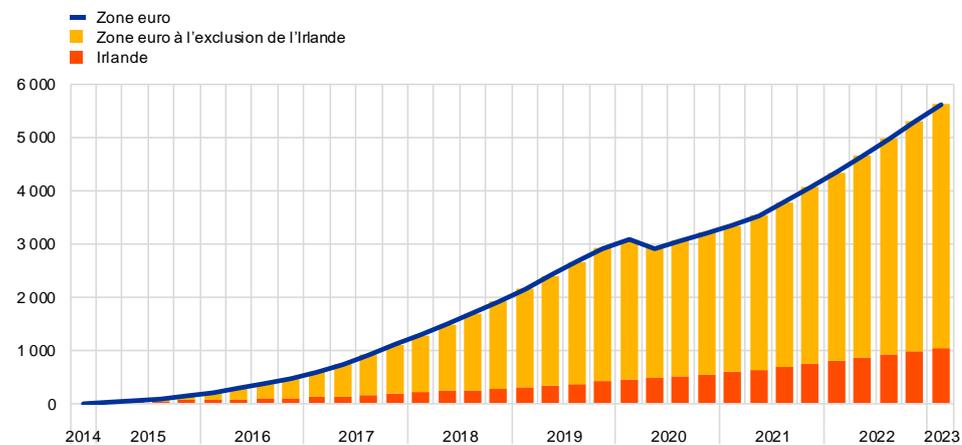
⁷ Les flux d'exportations liés aux droits de propriété intellectuelle peuvent résulter soit d'une augmentation des exportations de services (par exemple des licences logicielles) soit d'une augmentation des exportations de biens via la sous-traitance. Dans le cadre de la sous-traitance, une société fait appel à une entreprise étrangère pour produire un bien, mais conserve la propriété des consommations intermédiaires, notamment des droits de propriété intellectuelle. Les exportations provenant d'Irlande produites via la sous-traitance ont habituellement été compensées par les importations associées (en particulier par les paiements de redevances pour l'utilisation de la propriété intellectuelle). Toutefois, la relocalisation de certains droits de propriété intellectuelle réduit la nécessité de tels paiements et les importations de services n'augmentent donc plus de pair avec les exportations produites par les entreprises sous-traitantes. Cf., par exemple, Irish Fiscal Advisory Council, « *Pre-Budget 2017 Statement* », Box A, septembre 2016.

⁸ Plus spécifiquement, l'indicateur du RNB* publié par le bureau central des statistiques (*Central Statistics Office*) d'Irlande corrige le RNB des bénéfices non distribués des entreprises redomiciliées et de la dépréciation des droits de propriété intellectuelle et des avions en leasing.

Graphique E

PIB de la zone euro et contributions de l'Irlande

(PIB cumulé de la zone euro de T4 2014 à T1 2023, en millions d'euros ; contributions de l'Irlande et du reste de la zone euro)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023.

3 Choc énergétique, compétitivité-prix et performance des exportations de la zone euro

Lorenz Emter, Vanessa Gunnella et Tobias Schuler

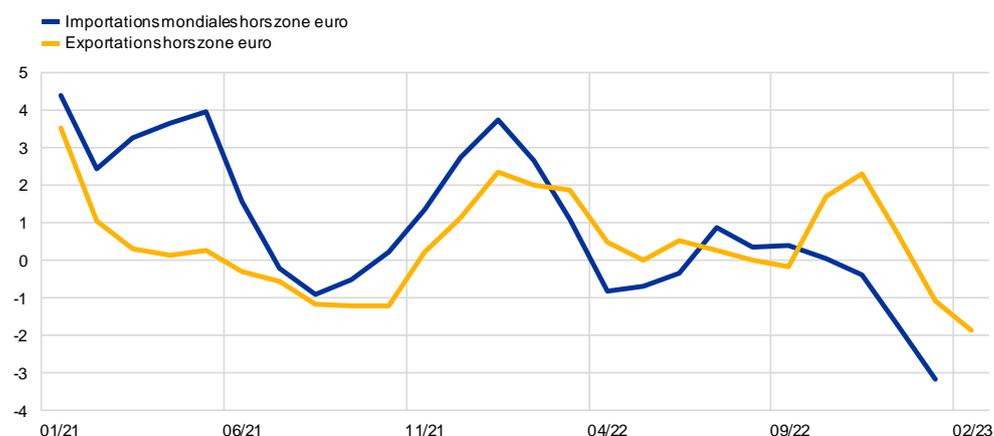
Une demande mondiale modeste, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des coûts de l'énergie en forte hausse ont pesé sur les performances à l'exportation de la zone euro au cours de l'année passée. Si les exportations de la zone euro ont nettement rebondi immédiatement après la pandémie de coronavirus (COVID-19), les deux dernières années ont affiché une croissance des exportations de la zone euro relativement anémique. La faiblesse des exportations de la zone euro reflète en partie l'atonie de la dynamique du commerce mondial, les entreprises étant aux prises avec des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Toutefois, malgré le redressement observé à l'été de l'année dernière, les exportations de la zone euro ont eu tendance à rester en décalage par rapport à la reprise des échanges commerciaux au niveau mondial, les exportateurs de la zone ne parvenant pas à regagner les parts de marché perdues pendant la pandémie (graphique A). La récente atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre devrait contribuer à renforcer les perspectives du commerce mondial à court terme, y compris pour la zone euro. Toutefois, les entreprises exportatrices, en particulier celles qui sont situées dans la zone euro, sont également confrontées aux difficultés posées par des coûts de l'énergie toujours élevés. Cet encadré examine des données empiriques sur la manière dont le choc sur les prix de l'énergie a affecté la compétitivité-prix et les performances à l'exportation de la zone euro.

Si les exportations de la zone euro ont nettement rebondi immédiatement après la pandémie de coronavirus (COVID-19), les deux dernières années ont affiché une croissance des exportations de la zone euro relativement anémique. La faiblesse des exportations de la zone euro reflète en partie l'atonie de la dynamique du commerce mondial, les entreprises étant aux prises avec des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Toutefois, malgré le redressement observé à l'été de l'année dernière, les exportations de la zone euro ont eu tendance à rester en décalage par rapport à la reprise des échanges commerciaux au niveau mondial, les exportateurs de la zone ne parvenant pas à regagner les parts de marché perdues pendant la pandémie (graphique A). La récente atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre devrait contribuer à renforcer les perspectives du commerce mondial à court terme, y compris pour la zone euro. Toutefois, les entreprises exportatrices, en particulier celles qui sont situées dans la zone euro, sont également confrontées aux difficultés posées par des coûts de l'énergie toujours élevés. Cet encadré examine des données empiriques sur la manière dont le choc sur les prix de l'énergie a affecté la compétitivité-prix et les performances à l'exportation de la zone euro.

Graphique A

Exportations de biens hors zone euro et importations mondiales

(croissance en pourcentage en glissement sur 3 mois)



Sources : Eurostat et Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB).

Les contraintes d'approvisionnement énergétique affectent les exportations de la zone euro via deux canaux principaux. Premièrement, la hausse des prix mondiaux de l'énergie tend à freiner la demande mondiale, les revenus étant

redistribués des pays consommateurs d'énergie vers les pays producteurs d'énergie, qui ont généralement une propension marginale à dépenser moins élevée. Deuxièmement, les coûts de l'énergie étant une composante essentielle des coûts de production, le renchérissement de l'énergie peut également nuire à la capacité de la zone à affronter la concurrence sur les marchés mondiaux. Cet aspect a été particulièrement important récemment, car le récent choc énergétique a affecté la zone euro de manière disproportionnée. Si les prix mondiaux de l'énergie ont fortement augmenté en 2021 et 2022, les prix de l'énergie dans la zone euro ont augmenté bien davantage. Par exemple, en 2022, les prix de gros du gaz dans la zone euro ont été en moyenne 13 fois plus élevés qu'en 2020, tandis qu'aux États-Unis et en Asie, ils ont été 3,5 fois et 9 fois plus élevés que leurs niveaux respectifs de 2020 ¹.

Les données empiriques suggèrent que le choc sur les prix de l'énergie a freiné les exportations de la zone euro au cours de l'année passée.

Une décomposition des chocs historiques tirée d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) pour les exportations de biens hors zone euro agrégées montre que les principaux déterminants de la dynamique des exportations au cours de l'année passée ont été des modifications des conditions de la demande mondiale et les effets des goulets d'étranglement au niveau de l'offre (graphique B). Le choc sur l'offre d'énergie a joué un rôle moins significatif dans la modération de la croissance des exportations, abaissant celle-ci d'environ 0,6 point de pourcentage en moyenne au cours de l'année passée. Ce choc étant identifié par le biais des variations des prix et de la production mondiaux de pétrole – il ne capture pas complètement l'effet de la crise énergétique qui apparaît clairement dans les fortes hausses des prix du gaz à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ². De fait, une analyse transversale montre que les exportations de la zone euro ont diminué fortement dans les secteurs à forte intensité en énergie au cours de l'année passée (graphique C). La contraction des exportations a été particulièrement évidente pour les industries métallurgiques et chimiques de base, qui sont très intensives en énergie et ont enregistré des contractions de 18 % et 14 %, respectivement, au quatrième trimestre 2022 ³.

¹ Les séries de référence qui ont été utilisées sont le *Natural Gas at the Title Transfer Facility (TTF) Virtual Trading Point* pour la zone euro, le *Henry Hub Natural Gas Spot Price* pour les États-Unis et le *Japan Korea Marker (JKM) spot price index for liquified natural gas (LNG)* pour l'Asie.

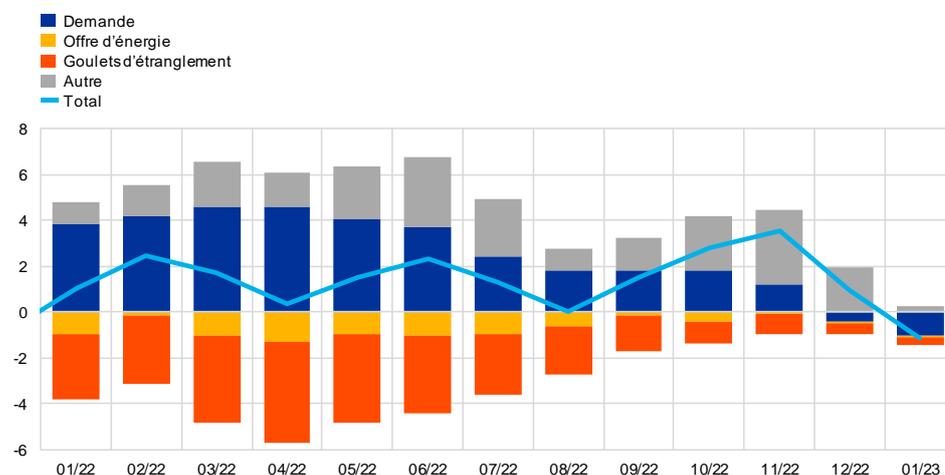
² Nous obtenons des résultats similaires en utilisant un indice synthétique des prix de l'énergie pour les prix du pétrole et du gaz dans la zone euro. Avec cette identification alternative, les chocs de goulets d'étranglement sont distingués des chocs sur l'offre d'énergie en faisant l'hypothèse d'un effet positif sur le ratio production industrielle de la zone euro dans les secteurs intensifs en énergie par rapport à celle dans les secteurs à faible intensité en énergie pour les premiers et un signe négatif pour les seconds. Selon cette spécification, le choc sur l'offre d'énergie a réduit la croissance des exportations d'environ 0,8 point de pourcentage en moyenne au cours de l'année passée.

³ Dans certains secteurs, le choc énergétique peut avoir exacerbé les tendances de long terme en cours. De plus, les données empiriques montrent que dans les secteurs à forte intensité énergétique, les importations se sont substituées à la production dans la mesure où les prix de l'énergie étaient plus élevés dans le pays. Cf. l'encadré intitulé « [Comment la hausse des prix de l'énergie a-t-elle affecté la production industrielle et les importations ?](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

Graphique B

Décomposition historique des volumes des exportations de biens hors zone euro à l'aide d'un modèle SVAR

(moyenne mobile sur 3 mois des variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage)



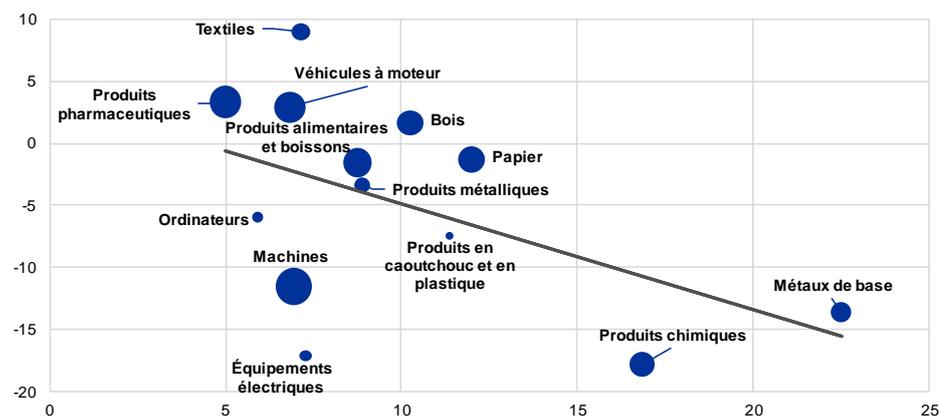
Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), CPB, Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), Banque fédérale de réserve de New York et calculs de la BCE.

Notes : Le modèle SVAR est fondé sur les données au niveau mondial et pour la zone euro de janvier 2003 à janvier 2023. Les hypothèses de restrictions de signe à l'impact sont les suivantes : les chocs de demande affectent le Brent (+), la production de pétrole (+), les importations mondiales (+), l'indice des prix à la consommation (IPC) mondial (+), les tensions sur les chaînes d'approvisionnement (+), les exportations de la zone euro (+) ; les chocs de goulets d'étranglement affectent les importations mondiales (-), l'IPC mondial (+), les tensions sur les chaînes d'approvisionnement (+), les exportations de la zone euro (-) ; les chocs sur l'offre d'énergie affectent le Brent (+), la production de pétrole (-), les importations mondiales en volume (-), l'IPC mondial (+), les tensions sur les chaînes d'approvisionnement (0), les exportations de la zone euro (-).

Graphique C

Intensité en énergie et croissance des exportations hors zone euro

(axe des abscisses : intensité en énergie, en pourcentage ; axe des ordonnées : croissance annuelle pour T4 2022, en pourcentage)



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

Notes : L'intensité en énergie est calculée comme les intrants énergétiques en pourcentage de la production totale. Les données relatives aux intrants énergétiques se rapportent à 2018. La croissance des exportations hors zone euro pour chaque secteur fait référence aux quantités. La taille des bulles correspond à la part de chaque secteur dans la valeur des exportations hors zone euro.

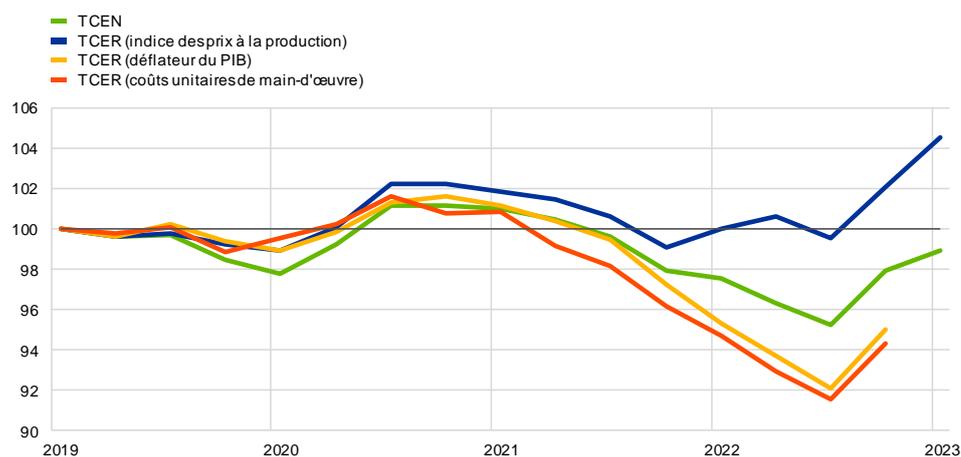
Les indicateurs reflétant les prix à la production font état d'une détérioration de la compétitivité-prix des exportations.

Les mesures du taux de change effectif réel de l'euro – fondées sur le déflateur du PIB ou les coûts unitaires de main-d'œuvre – suggèrent que la compétitivité-prix de la zone euro s'est améliorée en 2021 et pendant la première partie de 2022, avant que la récente appréciation de l'euro n'efface en partie cet effet (graphique D). Plusieurs facteurs expliquent ces

évolutions : (1) les exportateurs extérieurs en concurrence sur les mêmes marchés ont également observé une hausse des coûts des intrants, les prix des matières premières et de l'énergie ayant fortement augmenté à l'échelle mondiale ; (2) les autres coûts de production (la rémunération du travail et du capital) sont demeurés contenus par rapport aux concurrents ; et (3) la forte dépréciation de l'euro au début de la crise énergétique a soutenu la compétitivité-prix de la zone euro (graphique D, courbe verte)⁴. Toutefois, la mesure fondée sur l'indice des prix à la production, qui reflète mieux les tensions sur les prix relatifs pour les biens échangeables, suggère un impact plus important sur la compétitivité de la zone euro. En 2022, les gains de compétitivité résultant de la dépréciation de l'euro ont été annulés par les hausses des prix tirés de l'indice des prix à la production relatifs, ce qui suggère un rôle plus généralisé du choc sur les prix de l'énergie pour la zone euro que pour ses concurrents.

Graphique D
Taux de change effectif de l'euro

(indice : mars 2019 = 100)



Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le TCER et le TCEN sont les taux de change effectifs réel/nominal de l'euro par rapport aux devises des 18 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro.

Les perspectives à moyen terme en matière de compétitivité pourraient être moins favorables. Au plus fort de la récente crise énergétique, les prix du gaz ont davantage augmenté dans la zone euro qu'aux États-Unis ou en Asie. Malgré la baisse des prix de l'énergie (en particulier des prix du gaz) depuis l'été 2022, les prix de l'énergie restent élevés par rapport aux niveaux d'avant la pandémie (les prix du gaz TTF, la série de référence utilisée pour la zone euro, sont actuellement trois fois plus élevés, tandis que la référence américaine est au même niveau qu'en décembre 2019). De plus, la zone euro est toujours confrontée à d'importants défis liés à l'offre d'énergie. Si le tableau à court terme est relativement favorable après un hiver doux, la zone euro doit encore trouver un remplacement durable à moyen terme à l'approvisionnement en gaz russe. Les sources alternatives pourraient entraîner une hausse structurelle des prix (les contrats à terme sur le gaz pour 2025 sont trois fois plus élevés dans la zone euro que leur équivalent aux États-Unis) et

⁴ S'agissant des autres coûts de production pour les concurrents, cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

des prix à l'importation plus volatils. Dans le même temps, à moyen terme, la zone euro doit également intégrer les coûts potentiels de la nécessaire transition vers une énergie verte qui, en Europe, pourraient s'élever à 6,5 % du PIB entre 2021 et 2050 – soit la dépense la plus importante parmi les économies avancées ⁵. Ces investissements créeront probablement des gains d'efficacité et auront sans doute des effets positifs à long terme, y compris par le biais d'une forte baisse des coûts de l'énergie ⁶. Toutefois, pendant la phase de transition, une hausse des coûts des intrants énergétiques entraînerait une hausse des coûts de production, qui pourrait affaiblir la compétitivité-prix de la zone euro à moyen terme, comme le suggèrent les récentes évolutions des mesures du taux de change effectif réel de l'euro tirées de l'indice des prix à la production.

⁵ Estimation fondée sur un scénario zéro émission nette d'ici 2050 et faisant référence aux dépenses en actifs physiques pour les systèmes énergétiques et d'aménagement du territoire. Cf. « *The net-zero transition: What it would cost, what it could bring* », McKinsey Global Institute, 2022. Les estimations varient en fonction du scénario retenu (référence de l'Accord de Paris ou scénario zéro émission nette d'ici 2050), des hypothèses sous-jacentes et de la manière dont sont définis les coûts. La Commission européenne estime que les besoins d'investissement annuels moyens dans le système d'énergie et pour les transports dans l'UE s'élèvent à 1 240 milliards aux prix de 2022 (cf. « *Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity* », *Commission Staff Working Document*, Commission européenne, mars 2023).

⁶ Pour une évaluation d'impact, cf. « *Stepping up Europe's 2030 climate ambition – Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people* », COM(2020) 562 final, Commission européenne, 17 septembre 2020.

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

Gabe de Bondt, Friderike Kuik, Gwenaël Le Breton, Richard Morris et Sara Romaniega Sancho

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 61 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 30 mars et le 13 avril 2023 ¹.

En termes agrégés, ces contacts ont fait état d'une stagnation ou d'une croissance seulement modérée de l'activité au premier trimestre, mais avec des évolutions variables selon les secteurs. À cet égard, les évolutions ont été, en moyenne, en ligne avec les anticipations exprimées lors des derniers échanges qui se sont tenus en janvier. La plupart des sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation, du commerce de détail et de la construction ont indiqué une baisse de l'activité, mais cela a été contrebalancé par des indications d'une croissance de la demande de services aux consommateurs et de la production de biens d'équipement.

L'activité dans le secteur industriel a continué d'être influencée par des forces agissant en sens opposés. D'une part, l'inflation élevée, conjuguée à la saturation de la demande de consommation de certains articles pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), a continué de faire baisser la demande de nombreux biens de consommation. En outre, depuis mi-2022, de nombreuses entreprises auraient réduit leurs stocks et on estime que cette réduction se poursuit dans certains secteurs, donnant lieu à des évolutions divergentes de la demande des biens intermédiaires associés. L'activité dans la construction a été négativement affectée par la baisse de la demande dans l'immobilier résidentiel, reflétant la hausse des coûts des consommations intermédiaires et des coûts de financement. D'autre part, une atténuation relativement rapide des perturbations antérieures de l'offre a facilité l'augmentation de la production, en particulier dans le secteur des biens d'équipement. Selon les contacts, les chaînes d'approvisionnement sont en grande partie revenues à la normale. La production liée à l'automobile s'est par conséquent redressée (bien qu'elle se situe encore à un niveau bas), tandis que les fabricants de machines et équipements ont fait état de niveaux de production élevés ou en augmentation afin de remédier aux arriérés de commandes qui demeurent importants, en particulier ceux qui répondent aux besoins d'investissement des clients en lien avec la transition vers la neutralité carbone. L'activité dans le secteur agroalimentaire a été soutenue par une demande généralement inélastique, un recul des importations et des prix élevés incitant à accroître la production. Dans le secteur de l'énergie, la production d'énergie éolienne et solaire a augmenté ces derniers mois.

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.

Les sociétés contactées dans le secteur des services ont fait état d'une activité modérée dans le commerce de détail et le transport de marchandises, mais d'une forte croissance de la demande de services liés aux voyages, au tourisme et à l'informatique. La plupart des commerçants, en particulier ceux qui vendent des biens non essentiels, ont indiqué une contraction de l'activité, en ligne avec l'évaluation pessimiste des contacts dans le secteur des biens de consommation. Cette situation est cohérente avec les déclarations des sociétés contactées dans le secteur du transport, l'activité dans le transport routier et maritime ayant été décrite comme étant soit en baisse soit se stabilisant à des niveaux légèrement inférieurs à ceux observés il y a quelques trimestres. En revanche, les sociétés contactées dans les secteurs des voyages et du tourisme se sont montrées très optimistes, évoquant une forte hausse de la demande de services liés aux voyages, malgré l'augmentation des prix, tant au cours de l'hiver qu'à Pâques et en ce qui concerne les réservations pour la saison estivale. Les services informatiques ont continué de soutenir la croissance du secteur des services, bénéficiant en partie de la demande liée aux exigences en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) ainsi qu'aux exigences réglementaires.

De l'avis général, les tendances actuelles de l'activité devraient se poursuivre au deuxième trimestre, tandis que les perspectives pour le reste de l'année restent entourées d'une forte incertitude. Les anticipations d'un nouveau redressement de l'activité au second semestre ont été modérées compte tenu des signaux contrastés concernant la demande mondiale et de la persistance de l'incertitude entourant l'offre et les prix de l'énergie, auxquels s'est ajoutée une certaine nervosité causée par les problèmes récents que rencontrent certaines banques.

Graphique A

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

(moyennes des scores attribués par les services de la BCE)



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent la moyenne des scores attribués par les services de la BCE à leur évaluation des déclarations des contacts à propos des évolutions trimestrielles de l'activité (ventes, production et commandes) et des prix. Les scores vont de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit. La ligne pointillée représente les anticipations pour le prochain trimestre.

Les évolutions – et les perspectives à court terme – en matière d’emploi ont été relativement stables dans l’ensemble. Il n’a été fait état d’une forte croissance de l’emploi que dans un nombre relativement restreint de secteurs, principalement l’énergie (soutenu par l’investissement dans les énergies renouvelables et les infrastructures d’énergie propre) et les voyages (compte tenu de la forte reprise actuelle du tourisme). S’agissant des licenciements et des licenciements anticipés, les sociétés qui en ont fait état étaient également peu nombreuses et appartenaient principalement aux secteurs des biens intermédiaires à forte intensité énergétique. Les entreprises qui souhaitent réduire leurs effectifs y sont généralement parvenues par le biais des départs naturels, même si certaines d’entre elles prévoient un suivi croissant des coûts de main-d’œuvre au fil des années compte tenu de la hausse des salaires et de la modération de la croissance des prix. Les agences pour l’emploi ont fait état d’évolutions légèrement contrastées, avec une faible activité dans l’intérim, mais une croissance toujours forte des recrutements en poste permanent. Les contacts d’une série de secteurs ont continué d’évoquer des difficultés de recrutement compte tenu des pénuries de différentes compétences, tandis que certains contacts ont également fait état de freins à l’activité et d’une augmentation des coûts de main-d’œuvre en raison des taux élevés de congés maladie.

Les contacts ont indiqué une modération globale du taux d’augmentation des prix de vente, comme anticipé dans l’ensemble au début de l’année. Cette modération reflète dans une large mesure la stabilisation des coûts des consommations intermédiaires hors main-d’œuvre et le rééquilibrage de l’offre et de la demande pour de nombreux biens depuis l’été dernier. Toutefois, cette évolution a en partie été compensée par l’accroissement des tensions sur les coûts en lien avec les salaires. Les sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail (au moins celles produisant et/ou vendant des articles non essentiels) ont constaté une détérioration de l’environnement en matière de fixation des prix dans un contexte de recul de la demande et de forte concurrence. Toutefois, dans de nombreux secteurs, les contacts ont encore fait état de fortes hausses des prix de vente, au moins au cours du premier semestre 2023. Dans le secteur industriel, malgré le fait que les prix de l’énergie et de nombreux biens intermédiaires en amont de la chaîne aient diminué au cours des derniers mois, ces prix sont pour la plupart demeurés à des niveaux historiquement élevés. Par conséquent, les prix de nombreuses consommations intermédiaires ont continué d’augmenter à mesure que les hausses passées des coûts des consommations intermédiaires et/ou des salaires ont été répercutées. Les contacts dans les pans à plus forte intensité de main-d’œuvre des secteurs des services aux entreprises et aux consommateurs ont anticipé la poursuite d’une forte croissance des prix compte tenu de la croissance élevée des salaires. Les prix dans les secteurs des voyages et du tourisme ont également continué de bénéficier d’une demande exceptionnellement forte, caractérisée par une inélasticité aux prix.

Les anticipations salariales sont restées globalement inchangées depuis la dernière enquête, et la croissance des salaires a continué de représenter la principale inquiétude en matière de coûts. En prenant une moyenne simple des points médians des indications quantitatives fournies, les contacts ont anticipé une

croissance d'environ 5 % en 2023 (contre 3 % environ en 2022). De nombreuses entreprises ont également réalisé des versements ponctuels significatifs à leurs salariés en 2022 et/ou 2023.

Malgré l'environnement récemment favorable en matière de fixation des prix dans de nombreux secteurs, les contacts ont indiqué une relative stabilité des marges bénéficiaires dans l'ensemble, en particulier si l'on tient compte à la fois des évolutions en 2022 et des anticipations pour 2023. En 2022, les marges ont augmenté de manière assez significative dans les secteurs de l'énergie, du transport et de l'agroalimentaire, reflétant les évolutions exceptionnelles des marchés dans ces secteurs. Toutefois, au moins en ce qui concerne l'énergie et le transport de marchandises, cette situation était déjà en train de s'inverser. Dans les secteurs axés sur les entreprises (biens d'équipement, biens intermédiaires, services aux entreprises), la plupart des contacts ont indiqué qu'en 2022 l'environnement a été favorable pour transmettre les hausses des coûts aux prix, en partie en raison des perturbations d'approvisionnement qui ont fait que les clients se sont plus concentrés sur la disponibilité que sur le prix. L'effet de cette augmentation des prix et des coûts sur les marges a varié selon la rapidité à laquelle les prix ont pu être ajustés compte tenu des obligations contractuelles, et le tableau d'ensemble pour 2022 et 2023 se caractérise par des marges globalement stables. En revanche, dans les secteurs axés sur les consommateurs (biens de consommation et services, notamment le commerce de détail), de nombreux contacts ont indiqué qu'il a été difficile de répercuter entièrement les hausses des coûts aux prix, et le tableau d'ensemble se caractérise par une compression des marges, en particulier en 2022, et, dans une certaine mesure, cela devrait aussi se poursuivre en 2023.

5 Indicateurs relatifs à l'impact des tensions sur les prix à la production sur le renchérissement des biens de consommation

leva Rubene

L'accélération du renchérissement des biens de consommation dans la zone euro ces deux dernières années a été précédée d'une forte augmentation des prix à la production. Les propriétés d'indicateur avancé que présentent les prix à la production industrielle pour les prix à la consommation forment un élément bien établi et central de l'analyse des tensions en amont réalisée par la BCE ¹. Une précédente analyse a introduit un cadre visant à obtenir un profil temporel de l'impact exercé par les prix à la production sur les prix à la consommation ². Le présent encadré approfondit cette analyse en utilisant le profil temporel de ces impacts pour calculer des indicateurs relatifs aux tensions sur les prix à la production (*indicators for producer price pressures*, IPPI), qui résument les tensions globales sur les prix provenant des prix à la production et s'exerçant sur les prix à la consommation des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques au fil du temps. Ces IPPI complètent une large gamme de mesures variées qui sont utiles pour anticiper et évaluer l'ampleur des tensions sous-jacentes s'exerçant sur les prix dans l'économie ³.

Les indices des prix à la production (IPP) rendent compte des prix des biens au moment de la sortie d'usine. Les IPP reflètent les coûts de production et les marges sur ces coûts, alors que les prix à la consommation incluent aussi les impôts et les taxes, ainsi que les coûts et les marges des secteurs de la distribution et du commerce de détail. Il existe différents indicateurs relatifs aux IPP, qui capturent les prix à différents stades de la chaîne de production. Par exemple, les IPP pour l'énergie et les biens intermédiaires capturent les prix en amont de la chaîne de production. Pour les prix des biens industriels non énergétiques, l'IPP immédiatement pertinent est celui des ventes intérieures des secteurs des biens de consommation non alimentaires, tandis que pour les prix à la consommation des produits alimentaires, c'est l'IPP des ventes intérieures des secteurs des produits alimentaires ⁴. Ces IPP capturent les évolutions des prix en amont et en aval de la chaîne de production. En raison de différences conceptuelles, de pondérations différentes des sous-composantes dans les indices des prix à la production et à la consommation et du fait que les prix à la consommation reflètent également les prix des biens importés en plus de ceux des biens produits dans le pays, il n'y a pas d'alignement complet entre les évolutions des IPP et celles de leur contrepartie

¹ Cf. les encadrés intitulés « Prix à la production relatifs aux ventes sur les marchés intérieurs et extérieurs », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2013 ; et « [Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

² Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

³ Cf. Lane (P.R.), « [Underlying inflation](#) », conférence, Trinity College Dublin, 6 mars 2023.

⁴ L'indice des prix à la production pour la zone euro est une agrégation de données de différents pays, qui se rapportent uniquement au marché intérieur (autrement dit, elles ne se rapportent pas au marché intérieur de la zone euro dans son ensemble).

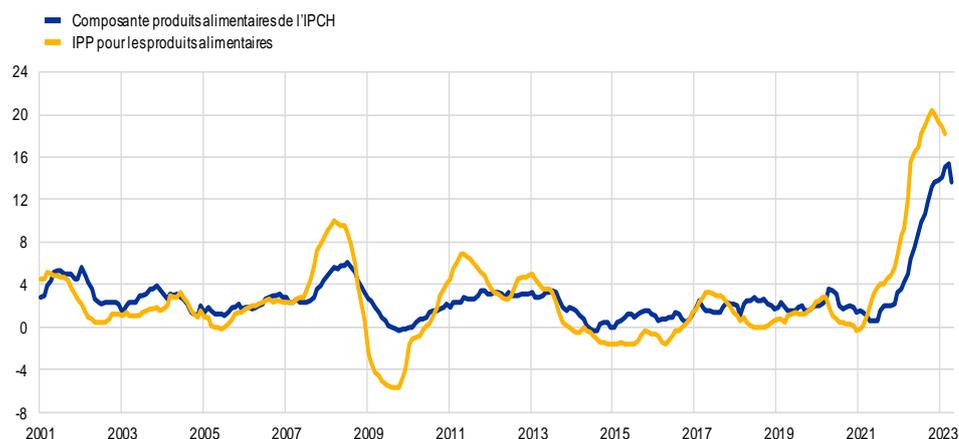
respective dans l'IPCH (graphique A). Le rôle de ces différences peut être observé, par exemple, dans l'amplitude légèrement plus forte des évolutions des prix à la production au cours des cycles d'inflation.

Graphique A

Évolutions des indices des prix à la production (IPP) dans la zone euro et des IPCH respectifs

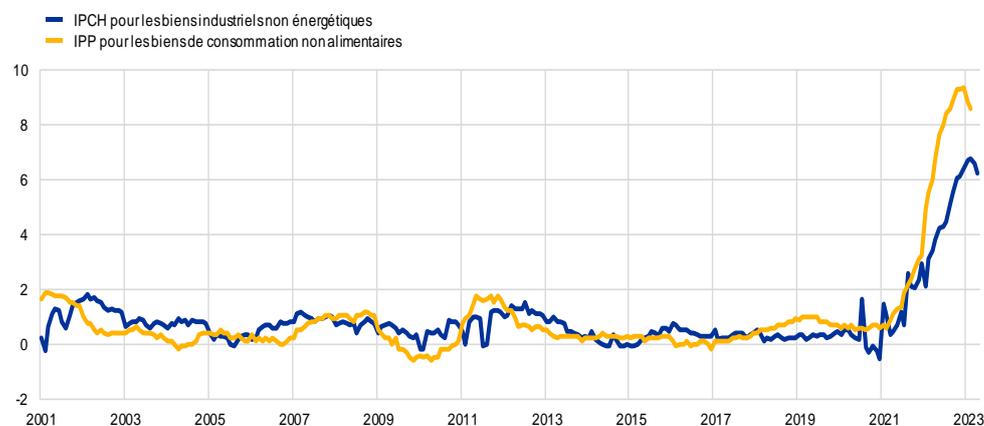
a) Prix des produits alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



b) Prix des biens industriels non énergétiques

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023 (estimation rapide) pour l'IPCH et à février 2023 pour les prix à la production.

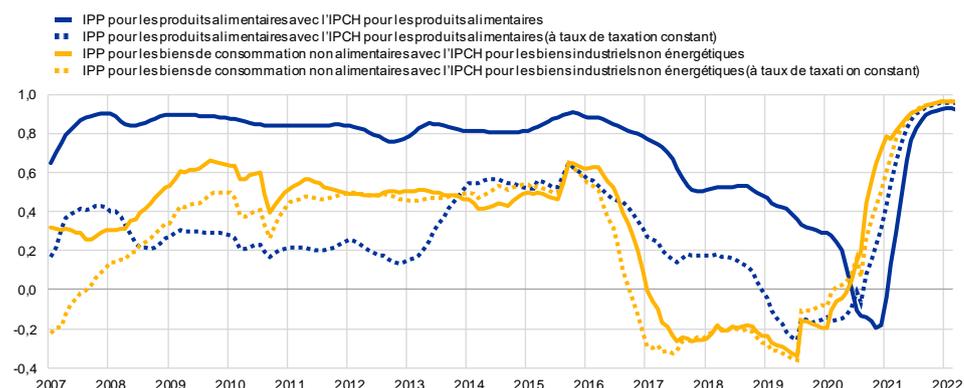
Une analyse de corrélation simple suggère que l'intensité du lien entre les indices des prix à la production et les indices des prix à la consommation varie dans le temps (graphique B). Les coefficients de corrélation simultanée entre l'IPP et l'IPCH ont fortement augmenté en 2022 pour les biens de consommation tant alimentaires que non alimentaires. Cela suggère que la flambée sous-jacente exceptionnelle des coûts de l'énergie et des coûts liés aux goulets d'étranglement depuis début 2021 a ravivé le lien entre les prix à la production et les prix à la consommation après un découplage apparent pendant les années de faible

inflation ⁵. La récente hausse indique également que l'ampleur des tensions sous-jacentes a réduit la capacité des entreprises à amortir ces coûts nettement plus élevés en ajustant leurs bénéfices et a entraîné un ajustement des prix à la consommation plus prononcé que dans l'environnement de faible inflation, contribuant ainsi à la flambée de l'inflation observée ces deux dernières années.

Graphique B

Corrélation simultanée dans le temps

(coefficient de corrélation ; moyenne mobile sur cinq ans)



Sources : Eurostat, calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2023. Le coefficient de corrélation est calculé pour les taux de variation annuels.

Les IPPI sont construits en utilisant les réponses impulsionnelles dynamiques des prix à la consommation aux prix à la production (élasticités) obtenues avec la méthode d'estimation des projections locales ⁶. Les équations relient les prix à la consommation des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques à leurs propres décalages et aux variations simultanées et décalées des IPP respectifs. De plus, l'équation pour les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques inclut les prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et, pour refléter les conditions de la demande, le taux de chômage. Les résultats de l'estimation suggèrent que les prix des biens industriels non énergétiques réagissent aux prix à la production de manière progressive, mais la vitesse de ces réactions a probablement augmenté fortement

⁵ Au plan conceptuel, le lien entre les IPP et les variations des prix à la consommation serait plus pertinent si les variations de la fiscalité indirecte pouvaient être exclues de la série de l'IPCH mesuré. Toutefois, l'approche adoptée pour le calcul des tensions sur les prix à la production dans cet encadré est fondée sur l'IPCH incluant l'impact des variations de la fiscalité indirecte. Néanmoins, lorsqu'on utilise la série de l'IPCH publiée par Eurostat à taux de taxation constants, les résultats sont globalement comparables à ceux présentés dans cet encadré.

⁶ La méthode des projections locales génère des estimations pour chaque horizon de prévision H en effectuant une régression de la variable dépendante à T+H sur l'ensemble d'informations disponibles au moment T à l'aide de données à fréquence trimestrielle. Cette approche reflète celle utilisée par Colavecchio (R.) et Rubene (I.) dans « *Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach* », *Working Paper Series*, n° 2362, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020. Les estimations établies à partir de données jusqu'en 2019 suggèrent qu'une hausse de 1 % des prix à la production entraînerait une hausse des prix à la consommation des biens industriels non énergétiques d'environ 0,8 % pour les deux années suivantes. Les estimations utilisant des données jusqu'au deuxième trimestre 2022 indiquent un impact bien plus rapide des IPP sur les prix des biens industriels non énergétiques – plus précisément, une répercussion intégrale au cours des deux premiers trimestres, ce qui implique un net renforcement du lien entre les prix à la production et les prix à la consommation plus récemment.

au cours des deux dernières années ⁷. Les résultats intégrant les données pour la période plus récente s'accompagnent également d'un intervalle de confiance bien plus large, reflétant en partie l'intégration, dans une spécification, d'un régime d'inflation précédemment plus faible et du régime d'inflation actuellement élevée, que le modèle interprète comme une hausse de l'incertitude. Cet élargissement des intervalles de confiance et une hausse du coefficient de corrélation peuvent indiquer des modifications des stratégies de fixation des prix des entreprises dans le contexte des importants chocs sur les coûts observés depuis 2021.

Les résultats des projections locales pour les prix à la consommation des produits alimentaires montrent une réaction plus rapide aux variations des prix à la production que dans le cas des biens industriels non énergétiques.

De plus, l'ampleur et la vitesse de l'impact semblent être restées inchangées lorsque l'on a élargi l'échantillon retenu pour l'estimation à l'aide des données des deux dernières années ⁸. Examiner si la réaction des prix à la consommation des produits alimentaires est différente après des hausses ou des baisses des prix à la production montre que la réaction après des hausses est plus rapide. Après une hausse de 1 % des prix à la production des produits alimentaires, un impact de 1 % équivalent sur les prix à la consommation des produits alimentaires se matérialise déjà au cours de la première année, tandis qu'après une baisse de 1 % des prix à la production, l'impact est plus progressif et n'est que de 0,8 % au cours des deux années suivantes ⁹. Cette asymétrie des réactions n'était pas évidente dans le cas des prix des biens de consommation non alimentaires.

Les IPPI construits suggèrent que les tensions sous-jacentes sur les coûts se sont nettement accrues en 2022 et sont demeurées élevées pour les biens de consommation non alimentaires comme pour les produits alimentaires début 2023. Les élasticités pour les impacts des prix à la production sur les prix à la consommation peuvent être transformées en vue de construire des indicateurs qui capturent l'impact cumulé des variations des prix à la production sur le taux d'inflation annuel pour les biens de consommation non alimentaires et les produits alimentaires au fil du temps ¹⁰. Les IPPI présentés dans le graphique C incluent les tensions sur les prix à la consommation sur la base des variations des prix à la

⁷ La fréquence plus élevée de variations des prix au cours de la période récente a également été signalée par de grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Cf. l'encadré intitulé « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », Bulletin économique, n° 1, BCE, 2023.

⁸ La réaction plus rapide des prix à la consommation des produits alimentaires est estimée en utilisant l'échantillon jusqu'à 2019, tandis que quand on prolonge l'échantillon de l'estimation jusqu'au deuxième trimestre 2022, la vitesse de la réaction des biens industriels non énergétiques à l'IPP respectif se rapproche de celle des produits alimentaires.

⁹ L'estimation des projections locales peut également être utilisée pour examiner si les variations positives de l'IPP respectif ont les mêmes répercussions sur les prix à la consommation que les variations négatives. Cette analyse est réalisée en introduisant des variables muettes – cf. l'approche figurant dans Colavecchio et Rubene, *op. cit.*

¹⁰ Les régressions des projections locales fournissent une estimation de l'impact cumulé d'une variation de 1 % de l'IPP sur les prix à la consommation. Les réactions estimées semblent se stabiliser au bout de huit trimestres – c'est donc cet horizon qui est utilisé pour le calcul de l'IPPI. Pour obtenir une estimation de l'impact sur les taux d'inflation annuels, les résultats des projections locales pour l'impact sur les niveaux des prix à la consommation sont transformés en impact sur le taux de variation annuel. Les impacts sont ensuite redécoupés pour obtenir les taux de variation trimestriels pour chaque période et affectés en conséquence aux huit trimestres à venir. Par la suite, l'impact total sur les prix à la consommation pour un trimestre donné est obtenu en additionnant les impacts de l'IPP (avec un impact décalé approprié) aux huit trimestres précédents.

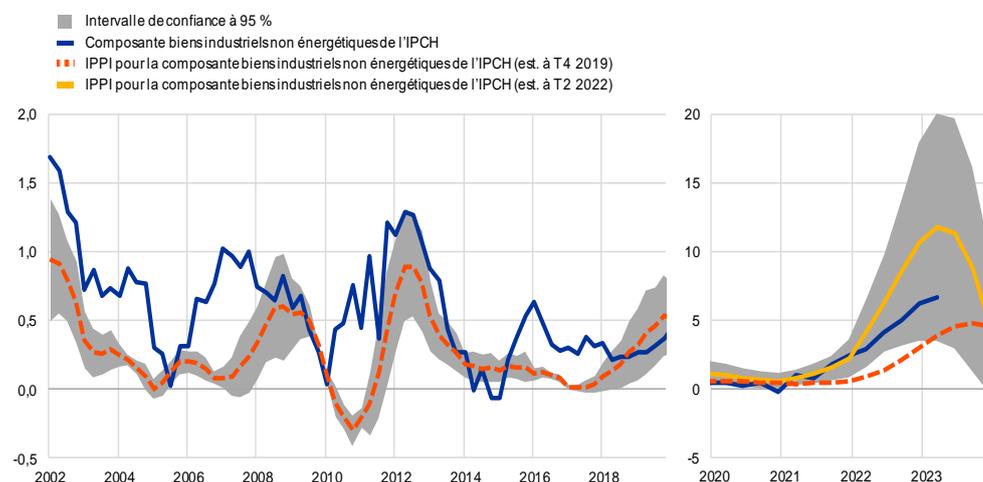
production au cours des huit trimestres précédents. Selon ces indicateurs, les évolutions des prix à la production en 2021 et 2022 impliquent que le pic des tensions à la hausse s'exerçant sur les prix à la consommation pour les biens industriels non énergétiques et les produits alimentaires peut avoir été atteint au premier et au deuxième trimestre 2023, respectivement (graphique C). Si l'indice des prix à la production cesse d'augmenter, voire commence à baisser par rapport au trimestre précédent, les tensions sous-jacentes devraient s'atténuer par la suite. Historiquement, il existe des différences notables entre les IPPPI et les prix à la consommation, qui reflètent en partie une amplitude différente de la volatilité des prix à la production par rapport aux prix à la consommation.

Graphique C

Indicateurs relatifs aux tensions sur les prix à la production (IPPI) pour les prix des biens de consommation

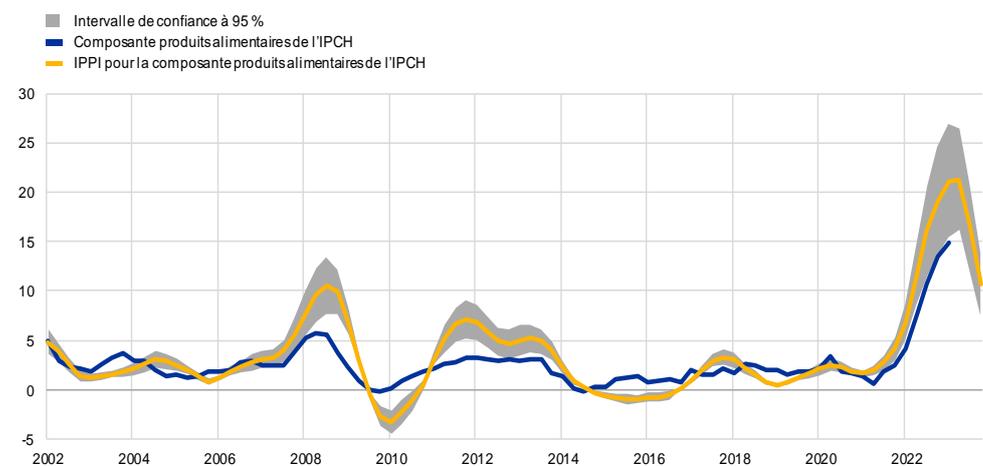
a) IPPI pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



b) IPPI pour la composante produits alimentaires de l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à T1 2023 pour l'IPCH et T4 2023 pour l'IPPI (calculés à l'aide des données relatives à l'IPP, pour T1 2023, qui font référence à la moyenne pour janvier et février). L'IPPI est calculé à l'aide d'élasticités sur une période de huit trimestres obtenues avec la méthode d'estimation des projections locales. La méthode d'estimation des projections locales produit des élasticités pour une variation des prix à la consommation par rapport à la variation des prix à la production. Pour obtenir l'IPPI, ces élasticités sont transformées afin de produire l'impact d'un indice sur les taux d'inflation annuels. Ensuite, pour une variation donnée de l'IPP, l'impact sur les prix à la consommation est calculé pour les sept trimestres suivants (en prenant la variation en glissement trimestriel de l'IPP et en la multipliant par le profil temporel des impacts). Puis les trajectoires des variations de l'IPP sur les huit trimestres consécutifs précédents sont additionnées pour obtenir l'impact conjoint sur les prix à la consommation pour un trimestre donné. Pour la partie a), l'indicateur IPPI fondé sur l'échantillon de l'estimation jusqu'à fin 2019 (courbe rouge) est également calculé pour la période qui suit, afin de montrer les différences dues aux variations des élasticités lorsque l'indicateur est obtenu à partir d'un échantillon élargi (courbe jaune). L'intervalle de confiance à 95 % se rapporte à l'IPPI sur la base des estimations des projections locales jusqu'à T4 2019 dans la partie gauche et à l'IPPI estimé jusqu'à T2 2022 dans la partie droite. L'IPPI dans la partie b) est obtenu en utilisant les réactions plus fortes des prix à la consommation des produits alimentaires aux variations des prix à la production après les hausses de l'IPP par opposition avec les baisses de l'IPP (la trajectoire des impacts sur les prix à la consommation sur huit trimestres d'une variation sur un trimestre de l'IPP est obtenue en multipliant les élasticités plus fortes quand la variation de l'IPP est positive et les élasticités plus faibles quand la variation est négative).

Globalement, les IPPI peuvent aider à évaluer l'intensité et le sens des tensions sous-jacentes sur les prix des biens industriels non énergétiques et des produits alimentaires. Toutefois, il convient de tenir compte d'un certain nombre de limites quand on analyse ces indicateurs. Bien qu'ils soient conçus pour

généraliser un supplément d'informations dans des périodes comme celle que nous traversons, les fluctuations exceptionnellement importantes des évolutions des prix à la production et à la consommation entraînent des estimations entourées d'incertitude. La hausse significative de la réaction des prix à la consommation aux IPP quand on inclut les deux dernières années, en particulier pour les biens industriels non énergétiques, suggère que les stratégies de fixation des prix des entreprises peuvent avoir évolué vers une transmission plus rapide et une moindre atténuation via les bénéfices lorsqu'elles réagissent à l'ampleur et la longueur exceptionnelles des récents chocs sur les coûts (comme l'indique l'écart entre les courbes rouge et jaune dans le graphique C, partie a). Le suivi continu de la relation entre les IPP et les prix à la consommation s'impose. Les IPPI sont, par construction, des indicateurs rétrospectifs, car ils sont fondés sur les évolutions des IPP jusqu'à leur dernière observation seulement. Si les IPP baissaient au cours des prochains trimestres, les IPPI s'ajusteraient à la baisse en conséquence. Plus généralement, les IPPI ne devraient pas être évalués séparément, mais toujours en même temps que l'ensemble des autres informations concernant les tensions sous-jacentes sur les prix dans l'économie.

6 Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021

Matthieu Darracq-Paries, Roberto Motto, Carlos Montes-Galdón, Annukka Ristiniemi, Arthur Saint Guilhem et Srečko Zimic

La normalisation de la politique monétaire qui a débuté en décembre 2021 a fait passer l'orientation de politique monétaire de la BCE, jusqu'alors très accommodante, en territoire restrictif. En décembre 2021, la BCE a annoncé qu'elle amorcerait la normalisation de son orientation de politique monétaire en ralentissant le rythme des achats nets d'actifs, les achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) prenant fin en mars 2022 et juin 2022, respectivement¹. L'orientation de la BCE sur les taux d'intérêt a été révisée en juin 2022 et ses taux directeurs ont été relevés de 350 points de base au total entre juillet 2022 et mars 2023, resserrant rapidement la politique monétaire et faisant passer *in fine* les taux en territoire restrictif. Même si la vitesse et l'ampleur de ce resserrement sont importantes d'un point de vue historique, la politique monétaire se transmet à l'économie avec un décalage, ce qui implique que le plein impact du resserrement sera visible au cours des prochaines années. Cet encadré utilise différents cadres de modélisation macroéconomique empirique pour illustrer l'impact du resserrement sur l'activité économique et l'inflation dans la zone euro.

L'incertitude concernant l'impact de la politique monétaire sur l'économie peut être prise en compte en ayant recours à une suite de modèles. Cet encadré présente les détails d'un exercice stylisé analysant l'impact exercé jusqu'à présent par le resserrement de la politique monétaire et illustre les difficultés analytiques entourant une telle évaluation. Il existe deux principales difficultés pour évaluer l'impact du resserrement de la politique monétaire. Premièrement, les variables financières et macroéconomiques sont déterminées par de nombreux facteurs du côté tant de la demande que de l'offre. Ces facteurs doivent être distingués de l'impact de la politique monétaire elle-même, ce qui nécessite une approche d'identification fondée sur des modèles. Et deuxièmement, il existe une incertitude quant aux canaux et aux délais de transmission de la politique monétaire ; il est donc nécessaire d'envisager plusieurs méthodologies avec des mécanismes de transmission différents, dans un souci de robustesse. Pour ces raisons, la présente évaluation utilise une suite de modèles : deux modèles structurels DSGE (NAWM II

¹ De plus, en décembre 2022, la BCE a annoncé son intention de réduire la taille du portefeuille de l'APP en ne réinvestissant pas certains des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Le portefeuille de l'APP sera réduit de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023, puis le Conseil des gouverneurs prévoit de cesser tous les réinvestissements par la suite.

et MMR) et un modèle semi-structurel à grande échelle (ECB-BASE)². Cette approche est en ligne avec les conclusions de la récente évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, qui a souligné l'importance de la robustesse lorsque l'on réalise des analyses fondées sur des modèles au sein de l'Eurosystème³.

L'évaluation est réalisée en deux temps : premièrement, on estime l'impact que la politique monétaire exerce sur la courbe des rendements et deuxièmement, on traduit cet impact en effets macroéconomiques à l'aide de modèles macroéconomiques. La première étape consiste à identifier les variations des taux d'intérêt à court et à long terme induites par la politique monétaire. L'impact sur les taux à court terme est calibré sur la base du déplacement vers le haut observé pour la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) sur les échéances courtes à moyennes depuis décembre 2021, déplacement qui reflète à la fois les relèvements effectifs des taux directeurs et l'anticipation de hausses futures. L'impact sur les taux à long terme est tiré de la pression à la hausse exercée sur les rendements par les révisions des détentions attendues au titre de l'APP et du PEPP. Dans un second temps, les effets liés à la politique monétaire s'exerçant sur les taux d'intérêt et le bilan de l'Eurosystème sont traduits en effets macroéconomiques à l'aide de la suite de modèles macroéconomiques, soit directement, soit indirectement via l'impact que les anticipations en matière de bilan ont sur les taux à long terme⁴. Dans les modèles DSGE, le conditionnement sur les taux d'intérêt à court terme s'effectue par le biais de chocs de politique monétaire, qui sont partiellement anticipés dans le MMR et inattendus dans le NAWM II. Dans le modèle ECB-BASE, on fait l'hypothèse que les taux d'intérêt à court et à long terme sont exogènes et l'hypothèse contrefactuelle est imposée comme trajectoire alternative par rapport à la référence (à savoir la trajectoire de taux d'intérêt attendue en décembre 2021). En pratique, les hypothèses financières extraites des instruments

² Pour les détails du modèle NAWM II, cf. Coenen (G.), Karadi (P.), Schmidt (S.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, BCE, novembre 2018 (révisé en décembre 2019) ; pour des informations sur le modèle MMR, cf. Mazelis (F.), Motto (R.) et Ristinieniemi (A.), « *Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB* », *Working Paper Series*, n° 2797, BCE, mars 2023 ; pour les détails du modèle ECB-BASE, cf. 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. Le NAWM II est un modèle de petite économie ouverte intégralement microfondé avec (a) un canal de substitution intertemporelle explicite, (b) un secteur bancaire comprenant un mécanisme d'accélérateur financier, (c) des achats d'actifs par les banques centrales, (d) des décisions d'investissement sensibles au taux d'intérêt et (e) un bloc d'économies extérieures permettant des effets de contagion internationaux. Le modèle MMR est un modèle DSGE d'économie fermée avec (a) des entreprises et des ménages optimisateurs, (b) des achats d'actifs par les banques centrales et (c) un taux d'intérêt neutre variable dans le temps. Il estime également le degré d'attention à la communication de banque centrale, contribuant ainsi à résoudre l'énigme de la *forward guidance* rencontrée dans les modèles DSGE standard. Le modèle ECB-BASE est un modèle semi-structurel de grande taille conçu de manière à combiner les considérations théoriques avec une bonne adéquation empirique et une structure complète, ce qui reflète son rôle décisif (*workhorse model*) dans le cadre des projections et des simulations de politique monétaire de la BCE. Son mécanisme de transmission de la politique monétaire est plus puissant que dans les modèles semi-structurels standard, grâce au rôle (fondé sur des VAR) explicite joué par les anticipations et à la présence d'une multitude de canaux financiers.

³ Cf. « *Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement* », *Occasional Paper Series*, n° 267, BCE, septembre 2021.

⁴ Les deux modèles structurels capturent les achats d'actifs directement via l'inclusion du bilan de la banque centrale. Dans le modèle ECB-BASE, les achats d'actifs sont pris en compte indirectement via leur effet sur les taux à long terme, donc l'impact de la normalisation de la politique monétaire est calculé à l'aide des taux d'intérêt à court et à long terme.

de marché varient également en tant que réaction endogène à d'autres déterminants, tels que les prix de l'énergie. Afin de calculer l'impact de la politique monétaire, cet exercice quantifie l'incidence macroéconomique de la politique monétaire si elle n'avait pas suivi les régularités historiques capturées par les hypothèses financières extraites des marchés. Cet exercice contrefactuel est établi à l'aide de chocs de politique monétaire. La sensibilité à ces hypothèses est explorée plus en détail dans la suite de cet encadré, en particulier s'agissant du rôle du processus de formation des anticipations.

Les résultats montrent que le resserrement de la politique monétaire devrait exercer une importante pression à la baisse sur l'activité réelle et l'inflation au cours de la période 2023-2025. Depuis décembre 2021, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté d'environ 270 points de base en moyenne sur l'horizon de projection 2022-2025. Les prévisions de taux d'intérêt à long terme, qui prennent en compte l'anticipation, ont augmenté d'environ 230 points de base sur le même horizon (dont un pourcentage significatif peut être attribué à des changements dans les anticipations relatives à l'APP et au PEPP, comme le montre le tableau A)⁵. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme ont commencé à se déplacer vers le haut avant même le premier relèvement de taux directeurs en juillet 2022 (graphique A), ce qui montre l'importance de la prise en compte des anticipations relatives à la politique monétaire. Le déplacement vers le haut de la courbe de rendement qui y est associé exerce, à son tour, un effet sur les conditions de financement au sens large et a un impact tangible sur l'économie. Si l'on fait la moyenne des résultats des trois modèles, cette évaluation suggère que la normalisation de la politique monétaire a exercé une pression à la baisse significative sur l'inflation et la croissance du PIB en volume sur l'ensemble de l'horizon de projection (graphique B). La majeure partie de l'impact sur l'inflation devrait être observé à partir de 2023, avec un pic en 2024. Selon les estimations, le resserrement de la politique monétaire a réduit l'inflation d'environ 50 points de base en 2022, et, sur la période 2023-2025, l'impact baissier devrait s'établir à environ 2 points de pourcentage en moyenne, les estimations étant sensiblement différentes entre les trois modèles. La transmission à l'activité économique est plus rapide : l'impact sur la croissance du PIB devrait atteindre un pic en 2023 et il devrait

⁵ L'impact de la politique monétaire sur les taux à court terme est calculé sur la base du déplacement vers le haut observé pour la courbe à terme de l'€STR sur l'horizon 2022-2025. Les relèvements des taux directeurs se transmettent généralement à raison de un pour un au taux au jour le jour, on fait l'hypothèse que l'ensemble des variations de la courbe à terme de l'€STR peut être attribué au resserrement de la politique monétaire. Pour les taux à long terme, l'effet de resserrement découle des changements dans les anticipations relatives à la réduction du bilan. L'impact des réductions du bilan est calculé en faisant correspondre les changements dans les anticipations relatives au bilan tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires à des rendements à l'aide d'une moyenne sur deux modèles : (a) un modèle de la structure par terme avec une variable de quantité et un risque de duration (cf. Eser (F.), Lemke (W.), Nyholm (K.), Radde (S.) et Vladu (A.), « *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve* », *Working Paper Series*, n° 2293, BCE, juillet 2019) ; et (b) un modèle BVAR de grande taille dans lequel l'impact de la politique monétaire est identifié à l'aide d'une étude d'événement dense (cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.) et Saint Guilhem (A.), « *Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies* », *Working Paper Series*, n° 2564, BCE, juin 2021). Le taux de change est autorisé à évoluer de manière endogène.

y avoir un impact baissier de 2 points de pourcentage en moyenne sur la période 2022-2025 ^{6 7}.

Tableau A

Impact sur les hypothèses de taux à court et à long terme pour l'horizon 2022-2025

(points de base)

	Impact de la normalisation de la politique monétaire jusqu'en mars/mai 2023
Taux d'intérêt à court terme	91 en 2022 373 en 2023 336 en 2024 277 en 2025
Rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro - variations effectives	228
dont : changements dans les anticipations relatives à l'APP et au PEPP	55

Sources : Bloomberg, Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'impact sur les taux d'intérêt à court terme est calculé comme la différence moyenne entre les taux d'intérêt à court terme attendus en décembre 2021 et les projections de l'exercice de projection macroéconomique de mars 2023. La courbe des taux à court terme est fondée sur les contrats à terme sur l'€STR datés des réunions de politique monétaire. L'impact sur les rendements à dix ans est calculé sur la base des changements dans les anticipations relatives au bilan tirées de l'enquête auprès des analystes monétaires. L'impact estimé sur les rendements à dix ans pour la période allant d'octobre 2021 (afin de prendre en compte l'anticipation) à mai 2023 est d'environ 65 points de base, tandis que l'impact moyen sur les rendements à dix ans attendus sur la période allant de 2022 à 2025 est de 55 points de base. L'impact est calculé comme la moyenne sur deux modèles : un modèle de la structure par terme (cf. Eser *et al.*, *op. cit.*) et un modèle BVAR (cf. Rostagno *et al.*, *op. cit.*).

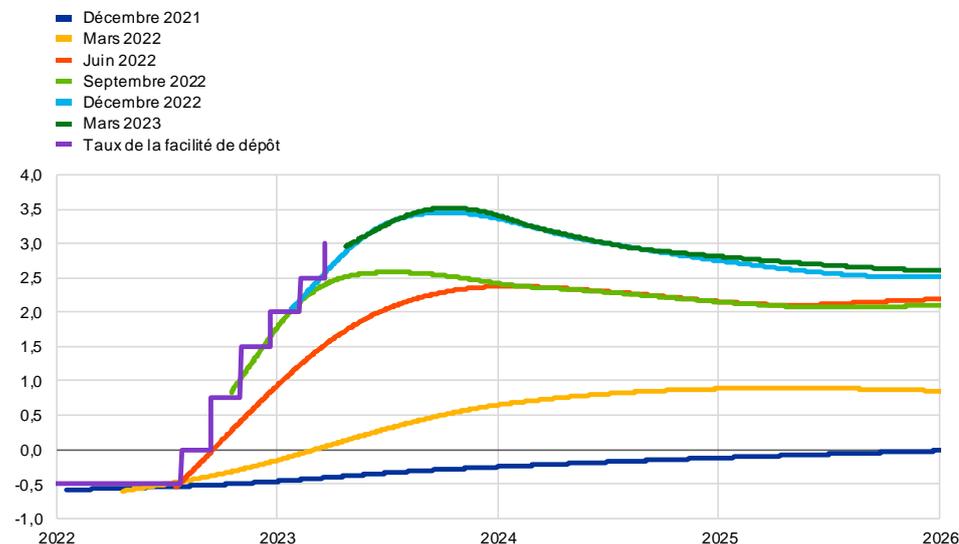
⁶ Dans tous les modèles, la politique monétaire est neutre sur le long terme. Cela implique que la croissance du PIB deviendra *in fine* positive après l'impact négatif initial. Cela se produit plus tôt avec le modèle MMR, l'exercice étant réalisé avec des chocs attendus, c'est pourquoi l'impact de la politique monétaire est davantage concentré en début de période. C'est ce qu'illustre le graphique C, qui montre que, lorsque les chocs sont inattendus, le profil de la croissance du PIB est plus proche de ceux des autres modèles.

⁷ Les anticipations médianes de mai 2023 pour le resserrement du bilan de la BCE sont globalement cohérentes avec l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP à partir de juillet 2023. Le resserrement des anticipations relatives au bilan devrait, à lui seul, abaisser l'inflation annuelle d'un peu plus de 10 points de base chaque année sur la période 2023-2025 et réduire la croissance du PIB du même montant sur la période 2022-2025.

Graphique A

Impact sur la courbe à terme de l'€STR datée des réunions de politique monétaire

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente, pour chaque réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs avec projections économiques actualisées, la courbe à terme de l'€STR au premier jour disponible de la période de constitution qui suit la réunion. La ligne violette représente les valeurs effectives du taux de la facilité de dépôt, les données étant corrigées de l'écart empirique de 8 points de base entre le taux de la facilité de dépôt et l'€STR. Les dates d'arrêt pour les données utilisées pour les différentes courbes sont fondées sur les dates d'arrêt finales suivantes pour les projections : 23 novembre 2021 (décembre 2021), 28 février 2022 (mars 2022), 17 mai 2022 (juin 2022), 22 août 2022 (septembre 2022), 25 novembre 2022 (décembre 2022) et 15 février 2023 (mars 2023).

Graphique B

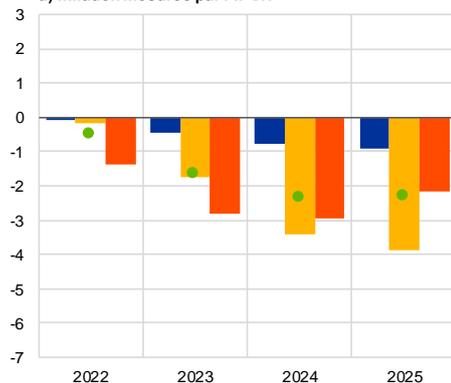
Impact du resserrement de la politique monétaire selon une suite de modèles

(en points de pourcentage)

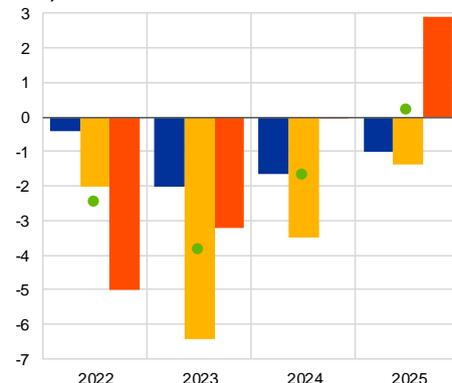
Legend:

- ECB-BASE
- NAWM II
- MMR
- Moyenne

a) Inflation mesurée par l'IPCH



b) Croissance du PIB en volume



Source : Calculs de la BCE sur la base des modèles NAWM II (cf. Coenen *et al.*, *op. cit.*), MMR (cf. Mazelis *et al.*, *op. cit.*) et ECB-BASE (cf. Angelini *et al.*, *op. cit.*).

Notes : Ce graphique présente les résultats d'une simulation impliquant des évolutions des anticipations des taux à court terme entre décembre 2021 et mars 2023 et les changements dans les anticipations relatives au bilan de la BCE entre octobre 2021 et mai 2023. Les valeurs déclarées font référence aux taux de croissance en glissement annuel. « Moyenne » se rapporte à la moyenne sur les trois modèles.

Les estimations de l'impact sont entourées d'une forte incertitude, qui reflète les différences de canaux de transmission entre les modèles, les modèles structurels affichant un impact plus prononcé. Les modèles structurels sont spécialement conçus dans le but de calculer des corrélations conditionnelles entre des impulsions de politique monétaire identifiées et des agrégats macroéconomiques, tandis que les modèles semi-structurels visent à atteindre une combinaison satisfaisante d'identification et d'adéquation empirique. Cela peut se traduire par un impact plus limité du resserrement de la politique monétaire, dans la mesure où l'impact estimé fondé sur ces modèles mêle probablement l'effet d'une impulsion de politique monétaire « pure » et l'incidence d'autres déterminants non liés à la politique monétaire. En pratique, un arbitrage doit être opéré entre l'échelle du modèle et le nombre de déterminants pouvant être identifiés, car faire abstraction d'un grand nombre des restrictions inter-équations nécessaires à une identification structurelle complète permet d'obtenir une structure de modèle plus riche (en ce qui concerne la consommation par exemple). Dans les modèles DSGE utilisés pour les simulations, la consommation est étroitement liée aux taux à court terme futurs attendus via l'équation d'Euler. D'autre part, la modélisation plus riche de la consommation dans le modèle ECB-BASE inclut un risque individuel lié au revenu et des propensions différentes à consommer des sources de revenus différentes⁸. Cela implique que la dynamique de la consommation est moins dépendante des taux d'intérêt à court terme attendus, mais capture mieux la persistance observée de la consommation.

L'impact plus important de la politique monétaire dans les modèles structurels reflète également des canaux des anticipations plus puissants. En particulier, alors que les modèles structurels sont prospectifs, les modèles semi-structurels impliquent généralement des anticipations plus rétrospectives, ce qui se traduit par une propagation plus lente des chocs⁹. De même, dans les modèles DSGE, une baisse endogène des anticipations d'inflation en réponse à un relèvement de taux entraîne une nouvelle hausse des taux réels, créant ainsi une boucle qui se renforce – canal qui n'est pas présent dans les modèles semi-structurels, dans la mesure où ceux-ci n'intègrent pas directement les anticipations relatives à l'inflation future. Ce rôle joué par les anticipations peut être illustré à l'aide d'une analyse de sensibilité. Si l'on fait l'hypothèse que les agents n'anticipent pas les décisions de politique monétaire, l'impact de la normalisation de la politique monétaire sur l'inflation est divisé par deux dans le modèle MMR (barres rouge pâle dans le graphique C), ce qui rapproche ses estimations de celles tirées du modèle ECB-BASE. De même, dans le cas du modèle NAWM II, si le mécanisme d'anticipations prospectives est modifié afin d'intégrer un dispositif d'apprentissage adaptatif qui rend les anticipations des ménages et des entreprises plus rétrospectives, l'impact de la politique monétaire sur l'inflation est atténué (barres jaune pâle dans le graphique C). À l'inverse, utiliser des anticipations plus réactives et renforcer l'impact des prix des actifs sur la valorisation de la richesse dans le modèle ECB-BASE

⁸ En revanche, il y a moins de différences entre le modèle ECB-BASE et les deux modèles DSGE quant à la modélisation du secteur de l'investissement, le modèle ECB-BASE intégrant un mécanisme d'accélérateur financier.

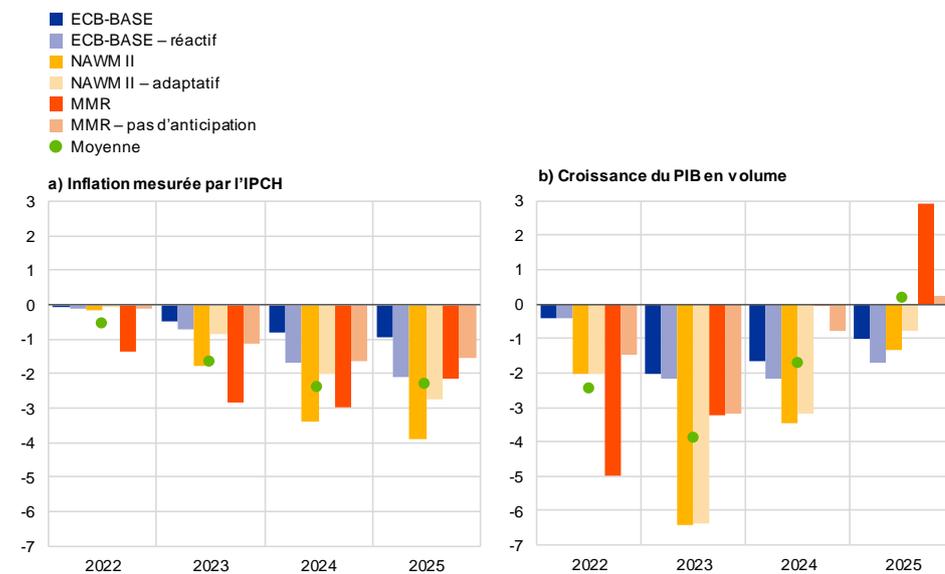
⁹ Dans le modèle ECB-BASE, les anticipations sont modélisées à l'aide de VAR.

(barres bleu pâle dans le graphique C) rapproche ses réponses de celles produites par les deux modèles DSGE dans le cadre d'un canal des anticipations tempéré ¹⁰.

Graphique C

Sensibilité au processus de formation des anticipations

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE fondés sur les modèles NAWM II, MMR et ECB-BASE.

Notes : Les valeurs présentées font référence aux taux de croissance en glissement annuel. « Moyenne » se rapporte à la moyenne sur les trois modèles calculée à l'aide du canal des anticipations standard dans chaque modèle et est donc équivalente à la moyenne du graphique B.

Cette évaluation fondée sur des modèles peut servir de recoupement utile, mais ne remplace pas une approche dépendante des données pour la détermination de la politique monétaire et le suivi de sa transmission dans le temps. Premièrement, la situation actuelle se caractérise par des niveaux exceptionnellement élevés d'incertitude concernant les relations économiques. La pandémie, l'important choc sur l'énergie, les réponses budgétaires apportées à ces deux événements et le rythme sans précédent du resserrement de la politique monétaire sont autant de facteurs qui affecteront probablement les décisions et les structures économiques d'une manière qui dépasse les régularités historiques capturées par les modèles disponibles. Cette incertitude est accentuée par le fait que les résultats macroéconomiques reflètent des chocs provenant de nombreuses sources différentes au-delà de la politique monétaire, et ces chocs se propageront différemment selon les divers modèles. Deuxièmement, ces estimations ne prennent pas en compte la prévention de toute dynamique non linéaire adverse qui pourrait s'être matérialisée en l'absence de resserrement de la politique monétaire, telle que le risque de déstabilisation des anticipations d'inflation. Enfin, les résultats montrent

¹⁰ Des anticipations plus réactives sont obtenues en augmentant l'élasticité des anticipations d'inflation à court terme par rapport aux mouvements des taux d'intérêt (on obtient une plus forte élasticité en estimant la VAR sous-jacente utilisée pour la formation des anticipations à l'aide d'un échantillon différent et d'un estimateur des moindres carrés ordinaires) et en permettant aux évolutions effectives de l'inflation d'avoir un effet plus prononcé sur la cible d'inflation à long terme perçue. L'impact des prix des actifs sur la valorisation de la richesse est renforcé par l'endogénéisation des prix des logements et par l'accroissement de l'élasticité du terme de revalorisation de la richesse financière par rapport aux mouvements des rendements des actifs financiers.

d'importants délais de transmission de la politique monétaire à l'économie. Pour toutes ces raisons, même si cette évaluation fondée sur des modèles peut servir de recoupement complémentaire, il est nécessaire de suivre des indicateurs tels que les variables financières et de crédit, ainsi que des indicateurs avancés relatifs à l'activité et aux prix, afin d'établir des perspectives d'inflation à moyen terme rapides et complètes.

Les dépenses publiques dans la zone euro pendant la crise sanitaire – indications tirées des données de la classification des fonctions des administrations publiques

Marta Rodríguez-Vives et Hans Olsson

Le 22 février 2023, Eurostat a publié les données 2021 sur les dépenses des administrations publiques selon la classification des fonctions des administrations publiques (CFAP). Cet ensemble de données couvre tous les États membres de l'UE sur la période allant de 1995 à 2021. Les données sont publiées tous les ans avec un décalage d'environ 14 mois et apportent un éclairage sur la composition des dépenses publiques dans l'UE et la zone euro. En particulier, les données de la CFAP regroupent les données sur les dépenses provenant des comptes nationaux en fonction d'objectifs économiques semblables des pouvoirs publics, ce qui améliore la comparabilité d'un pays à l'autre ¹. Le ratio des dépenses publiques de la zone euro par rapport au PIB a considérablement augmenté ces dernières années, passant de 46,9 % en 2019 – la référence antérieure à la pandémie – à 52,6 % en 2021 et 50,7 % en 2022. Au vu du niveau élevé des dépenses publiques dans la zone euro, ainsi que de la multiplicité des cadres organisationnels et institutionnels de l'administration publique, les données de la CFAP fournissent des informations précieuses sur les tendances communes et divergentes des mesures publiques dans les différents pays. Dans ce contexte, cet encadré présente une vue d'ensemble de la composition fonctionnelle des dépenses publiques dans la zone euro et entre les pays de la zone euro en 2021. Il examine également l'effet de la pandémie de COVID-19 sur les dépenses publiques ².

Bien que les dépenses consacrées aux différentes fonctions des administrations publiques soient hétérogènes d'un pays à l'autre, certaines tendances communes ressortent. Sur la base des données de la CFAP, le graphique A montre comment les gouvernements des pays de la zone euro ont réparti leurs budgets entre différentes fonctions économiques en 2021. La première fonction est la redistribution, avec la protection sociale comme principale composante des dépenses publiques dans tous les pays de la zone euro (21,2 % du PIB en moyenne). Les versements des retraites représentent en moyenne 60 % environ de ces dépenses. La deuxième catégorie la plus importante est celle des dépenses de santé, qui représentent 8,3 % du PIB. Parmi les autres fonctions clés

¹ Un gouvernement peut effectuer des dépenses directes (par exemple en matière de logement) qui bénéficient à une partie de la population, ou affecter des subventions à des groupes cibles ou rendre leurs dépenses privées déductibles des impôts. Ainsi, les données relatives aux dépenses publiques peuvent varier considérablement lorsqu'on utilise la classification standard des comptes nationaux. Dans les données de la CFAP, toutefois, ces dispositifs seraient classés ensemble sous la fonction logements. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

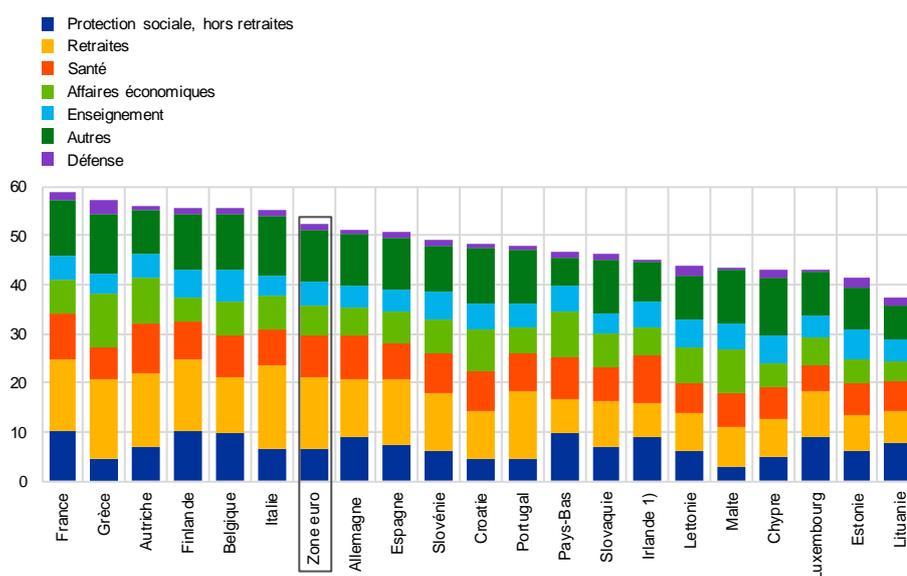
² Si des efforts importants ont été réalisés pour harmoniser l'enregistrement des mesures gouvernementales destinées à atténuer l'impact économique et social de la pandémie de COVID-19, les données pour les années de référence 2020 et 2021 ne sont cependant pas encore complètement harmonisées. La probabilité de révisions futures est plus élevée que d'habitude et les données sont provisoires. Pour plus de détails, cf. « [General government expenditure by function in 2021](#) », *Eurostat*, 2023.

figurent a) les affaires économiques, qui couvrent l'énergie, les infrastructures de transport et les communications, entre autres ; b) l'enseignement ; et c) les services généraux des administrations publiques, qui comprennent l'aide extérieure, les ambassades, la dette et l'administration fiscale, entre autres, et qui sont inclus dans le graphique A sous la catégorie « autres ». Les dépenses publiques en matière de défense représentaient environ 1,3 % du PIB dans la zone euro en 2021.

Graphique A

Composition des dépenses publiques dans les pays de la zone euro en 2021

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Notes : Les retraites comprennent les pensions de vieillesse et de survivants. « Autres » comprend les services généraux des administrations publiques, l'ordre et la sécurité publics, la protection de l'environnement, les logements et équipements collectifs, ainsi que les loisirs, la culture et le culte. Les données agrégées pour la zone euro incluent la Croatie. En Irlande, les dépenses publiques sont mesurées en pourcentage du RNB*, une mesure modifiée du revenu national brut.

1) Pourcentage du RNB*.

Les principaux changements intervenus dans la composition des finances publiques pendant la crise de la COVID-19 ont concerné les catégories des affaires économiques, de la protection sociale et de la santé.

Le graphique B donne une indication de l'évolution des dépenses publiques consacrées aux fonctions clés dans l'ensemble de la zone euro et dans les quatre plus grandes économies de la zone euro en 2021 par rapport à 2019. Il est important de noter que les changements dans la composition des finances publiques au cours de cette période ont été affectés par les politiques mises en œuvre par les différents gouvernements afin de stabiliser leurs économies respectives à la suite du choc de la COVID-19. Les gouvernements ont adopté d'importantes mesures budgétaires en 2020 et 2021 pour soutenir les ménages et les entreprises³, et ces interventions se reflètent dans les données de la CFAP. Par rapport à 2019, les dépenses publiques consacrées aux affaires économiques ont augmenté de 2,3 points de pourcentage

³ Le soutien budgétaire dans la zone euro (principalement du côté des dépenses) a représenté environ 4 % du PIB en 2020 et 2021, dont environ deux tiers ont consisté en un soutien direct aux entreprises et aux salariés. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [Le rôle des pouvoirs publics à l'égard du secteur des sociétés non financières pendant la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

du PIB en 2021, principalement en raison des dispositifs de chômage technique et d'autres dispositifs de soutien aux entreprises. Ces mesures de soutien relèvent de la tutelle de l'économie générale, des échanges et de l'emploi – une sous-catégorie des affaires économiques – qui a augmenté de 1,4 point de pourcentage du PIB ⁴. Le graphique B montre également que les dépenses consacrées à la protection sociale et à la santé publique ont fortement augmenté dans les pays de la zone euro, principalement comme conséquence directe de la crise de la COVID-19. De fait, le ratio des services de santé publique en 2021 est le plus élevé des séries de données disponibles ⁵. Dans le cas de la protection sociale, sa croissance récente dans les dépenses s'explique en partie par les indemnités de chômage, bien que leurs parts varient d'un pays à l'autre pour des raisons comptables ⁶. Bien qu'elles ne soient pas directement liées à la crise sanitaire, les dépenses relatives aux retraites, qui relèvent de la protection sociale, ont augmenté en moyenne d'environ 0,8 point de pourcentage du PIB, avec de fortes différences d'un pays à l'autre. Il est important de noter que les parts de l'enseignement et de la protection de l'environnement sont demeurées globalement stables entre 2019 et 2021. Cela est particulièrement important du fait que ces catégories de dépenses sont relativement propices à la croissance économique ⁷. Ces évolutions entre 2019 et 2021 diffèrent de celles observées pendant la crise financière mondiale, lorsque les gouvernements ont réduit les dépenses en matière d'éducation et de santé en réduisant la rémunération des salariés, en particulier entre 2011 et 2013.

⁴ La catégorie des affaires économiques est influencée par des opérations de nature exceptionnelle, telles que les injections de capitaux enregistrées comme transferts en capital, qui ont notamment bénéficié aux sociétés non financières pendant la pandémie de COVID-19, et les subventions accordées aux producteurs, y compris les dispositifs de chômage technique comptabilisés comme subventions à l'employeur, ainsi que d'autres subventions introduites dans le contexte de la pandémie de COVID-19.

⁵ La catégorie santé de la CFAP couvre les produits, appareils et matériels médicaux, les services ambulatoires, les services hospitaliers et de santé publique, ainsi que la recherche et le développement dans le domaine de la santé. Les dépenses élevées en matière de santé enregistrées en 2021 s'expliquent, entre autres, par la pandémie de COVID-19 (avec une augmentation des dépenses consacrées aux traitements associés, aux équipements de protection individuels et aux vaccins) et par le fait que le nombre de personnes suivant des traitements réguliers sans lien avec la pandémie de COVID-19 a été plus élevé en 2021 qu'en 2020.

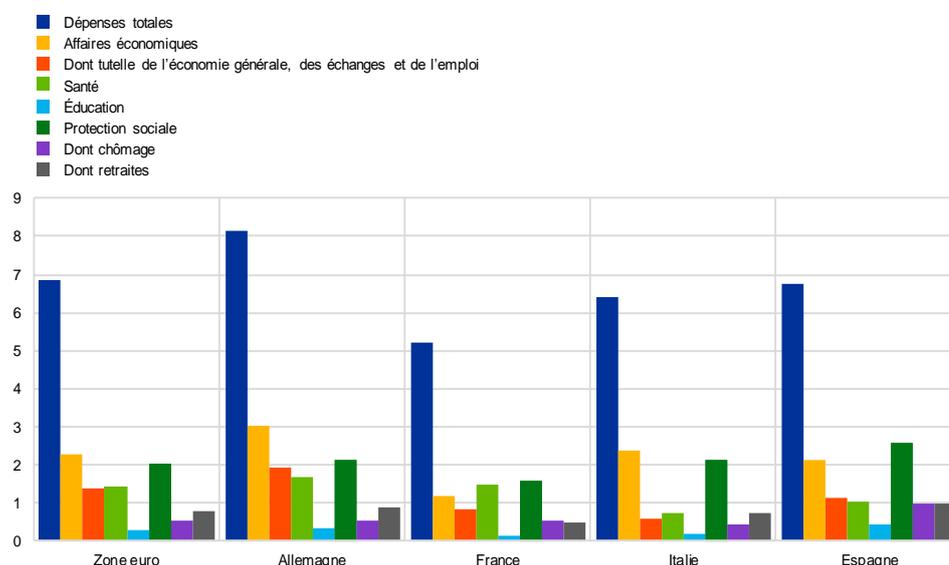
⁶ Selon les modalités des dispositifs de chômage technique, les montants versés pendant la crise de la COVID-19 ont généralement été classés sous la rubrique des indemnités de chômage dans les données de la CFAP, mais aussi parfois sous la rubrique de la tutelle de l'économie générale, des échanges et de l'emploi.

⁷ La qualité des dépenses publiques renvoie au concept d'une composition budgétaire qui favorise idéalement la croissance de la production à long terme, tout en préservant certains niveaux d'équité dans la distribution des revenus. Cela comprend la préconisation d'instruments budgétaires favorables à la croissance et à l'équité, tels que la santé ou l'éducation. Pour plus de détails, cf. Rodríguez-Vives (M.), « *The quality of public finances: where do we stand?* », *Economics and Business Letters*, vol. 8, n° 2, 2019, p. 97-105.

Graphique B

Évolution de la composition fonctionnelle des dépenses publiques 2019-2021 (zone euro et les quatre grands de la zone euro : Allemagne, France, Italie et Espagne)

(variations cumulées, en points de pourcentage du PIB 2019)



Source : Eurostat.

Notes : Une ventilation des affaires économiques est présentée pour refléter le soutien apporté aux entreprises et à la main-d'œuvre (par exemple, par des dispositifs de maintien de l'emploi). De même, la protection sociale est ventilée entre les retraites (pensions de vieillesse et pensions de survivants) et les indemnités de chômage. Les montants relatifs aux dispositifs de chômage technique mis en place durant la crise de la COVID-19 ont été généralement classés dans la catégorie des indemnités de chômage dans les données de la CFAP, mais aussi parfois dans la catégorie de la tutelle de l'économie générale, des échanges et de l'emploi. L'agrégat de la zone euro inclut la Croatie.

Au vu des tensions qui pèsent sur les finances publiques, les choix sur la manière de mieux allouer les ressources publiques deviennent encore plus importants dans l'élaboration de la politique budgétaire, et la disponibilité des données demeure fondamentale. À l'heure actuelle, certains gouvernements sont confrontés à davantage de contraintes (par exemple, un stock d'endettement public plus élevé, les effets croissants du vieillissement de la population sur les finances publiques) et de nouvelles difficultés économiques pèsent sur les finances publiques (par exemple, les tendances à la numérisation, le changement climatique, les tendances à la démondialisation, l'augmentation des budgets alloués aux dépenses en matière de défense). Il sera donc encore plus important de renforcer le caractère propice à la croissance des finances publiques⁸.

⁸ Par exemple, la nouvelle initiative du G20 sur les lacunes en matière de données appelle à améliorer la disponibilité et la fourniture de données sur le changement climatique.

8 Les tendances démographiques EUROPOP2023 et ce qui en résulte pour l'économie de la zone euro

Maximilian Freier, Benoit Lichtenauer et Joachim Schroth

La récente pandémie de coronavirus (COVID-19) et l'afflux de migrants laissent leur empreinte sur les perspectives démographiques de la zone euro, avec des implications pour les perspectives économiques à long terme. Cet encadré

analyse les tendances démographiques ressortant des dernières projections démographiques EUROPOP2023, publiées par Eurostat le 30 mars 2023. Ces projections portent sur la taille et la structure de la population de l'ensemble des États membres de l'UE pour la période 2022-2100. Les révisions des projections démographiques sont liées à des changements récents des taux de natalité et de mortalité ainsi que des flux migratoires. Compte tenu de l'horizon à long terme, les projections sont entourées d'un degré élevé d'incertitude. Cet encadré se concentre sur les révisions par rapport à la précédente actualisation des projections démographiques, publiées en 2019, et sur leur impact sur les perspectives de croissance économique et la soutenabilité budgétaire dans la zone euro ¹.

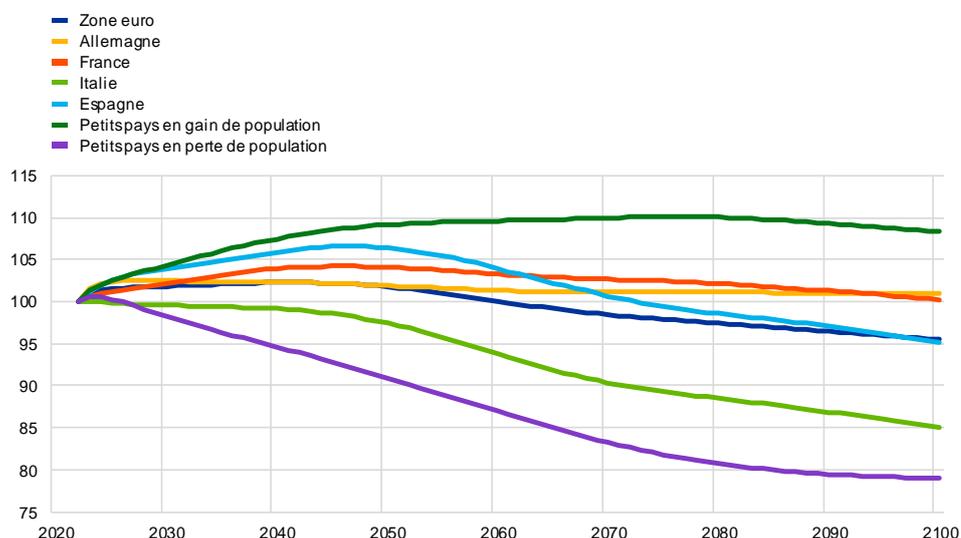
En ligne avec les tendances de long terme précédemment anticipées, la population de la zone euro devrait continuer de vieillir et de diminuer significativement au cours des prochaines générations. Selon les projections actualisées d'Eurostat, la population de la zone euro devrait diminuer de 4,5 % entre 2022 et 2100, soit une réduction de 16 millions de personnes, cette baisse étant particulièrement prononcée dans certains pays (graphique A). En raison du vieillissement de la population, la diminution de la population en âge de travailler dans la zone euro (personnes âgées de 15 à 64 ans) sera plus importante que celle de la population totale. Le nombre de personnes en âge de travailler devrait baisser de 19 %, revenant de 221 millions en 2022 à 180 millions en 2100. Cela entraînera une hausse rapide du ratio de dépendance des personnes âgées, de 34 % en 2022 à environ 51 % en 2050 et 60 % en 2100, ce qui équivaut à passer d'une personne âgée pour trois personnes en âge de travailler en 2022 à juste un peu moins de deux personnes âgées pour trois personnes en âge de travailler en 2100.

¹ Les projections démographiques EUROPOP2023 sont calculées de manière déterministe sur la base de l'hypothèse de la continuation des tendances actuelles, ainsi que d'une convergence partielle vers la moyenne de l'UE. Les révisions sont principalement réalisées sur la base d'une fonction de trois événements démographiques : les naissances, les décès et les flux migratoires, qui déterminent la structure de la population au fil du temps. Cf. « [Population projections in the EU - methodology](#) », Eurostat (2023). Certaines révisions peuvent également avoir été faites sur la base de modifications de la méthodologie utilisée pour les projections.

Graphique A

Projections démographiques pour la zone euro

(indice 100 = population en 2022)



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

Notes : Les perspectives démographiques sont fondées sur les projections démographiques EUROPOP2023. La population totale correspond à la population au 1^{er} janvier de chaque année, telle qu'elle ressort de la collecte de données statistiques démographiques annuelles d'Eurostat. Les « petits pays en gain de population » correspondent à la moyenne pondérée de la population de la Belgique, de l'Irlande, de Chypre, du Luxembourg, de Malte, des Pays-Bas et de l'Autriche (les populations de ces pays devraient s'accroître entre 2022 et 2100). Les « petits pays en perte de population » correspondent à la moyenne pondérée de la population de l'Estonie, de la Grèce, de la Croatie, de la Lettonie, de la Lituanie, du Portugal, de la Slovénie, de la Slovaquie et de la Finlande (les populations de ces pays devraient décroître entre 2022 et 2100).

La pandémie et l'afflux de migrants ont affecté de différentes manières les perspectives démographiques pour la zone euro par rapport aux projections démographiques de 2019, avec un impact net positif.

La population de la zone euro, Croatie incluse, devrait passer de 347 millions en 2022 à un pic de 355 millions en 2041, soit quatre ans plus tard que prévu dans les projections précédentes, et son nombre a été révisé en hausse de 0,7 % en 2025 et de 1,4 % à l'horizon 2050 par rapport aux projections précédentes. L'essentiel des révisions des tendances démographiques s'explique par une immigration nette bien plus importante, en provenance d'Ukraine et d'autres pays (graphique B). Le solde migratoire devrait se normaliser d'ici 2025, mais il demeure légèrement supérieur au niveau des estimations EUROPOP2019 sur l'ensemble de l'horizon de projection². Étant donné que la plupart des migrants sont en âge de travailler, cela tend à atténuer la pression démographique sur l'offre de main-d'œuvre et les finances publiques. Dans le même temps, la pandémie a significativement accru le taux de mortalité dans les pays de la zone euro, en particulier chez les personnes âgées³. Ces évolutions compensent les effets négatifs de la pandémie sur les taux de fécondité dans la plupart des

² La révision à la hausse de l'immigration nette est fondée sur des hypothèses mécaniques établies à partir des migrations passées et motivée par des facteurs tels que les flux migratoires attendus résultant du changement climatique. Pour les Ukrainiens placés sous protection temporaire, on suppose un retour progressif des deux tiers de cette population sur dix ans à partir de 2025.

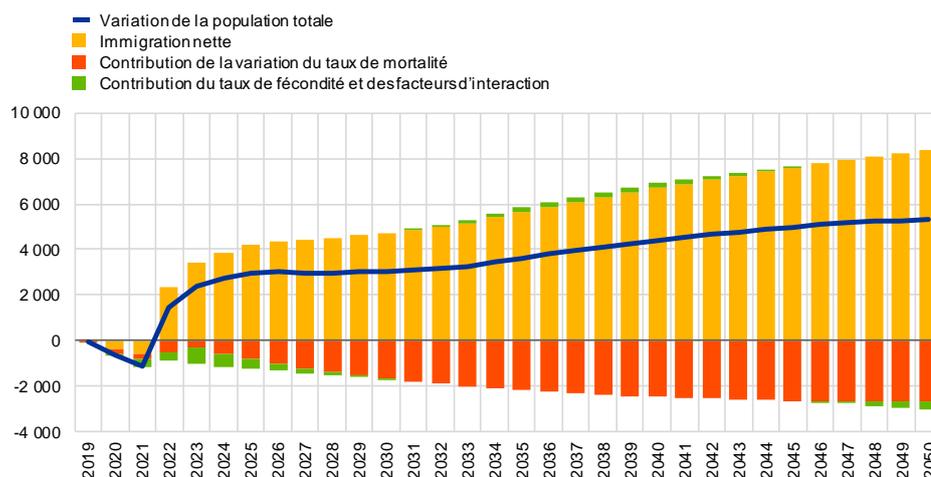
³ Avec des espérances de vie qui ne cessent d'augmenter, les taux de mortalité ont affiché une tendance baissière au fil du temps dans l'UE. La COVID-19 a provoqué un recul soudain et temporaire de l'espérance de vie dans l'UE, qui est passée de 81,3 ans en 2019 à 80,1 ans en 2021. Cf. « *The impact of demographic change in a changing environment* », Commission européenne, 2023. On suppose que les taux de mortalité convergent progressivement vers la trajectoire antérieure de diminution des taux de mortalité qui ressort des projections EUROPOP2019 établies par Eurostat.

pays⁴. En tenant compte de l'ensemble des différentes évolutions récentes, le ratio de dépendance des personnes âgées devrait s'améliorer de 0,6 point de pourcentage d'ici 2025 et de 1,4 point de pourcentage (à 51 %) d'ici 2050 par rapport aux projections de 2019. Certains pays de la zone euro ont davantage bénéficié de ces récentes évolutions démographiques que d'autres (graphique C)⁵.

Graphique B

Révisions des perspectives démographiques pour la zone euro

(en millions)



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

Notes : Les perspectives démographiques révisées sont calculées comme la différence entre les projections démographiques EUROPOP2019 et EUROPOP2023. La variation de la population totale combine l'immigration nette et le solde naturel. Le solde naturel est la différence entre le nombre de naissances vivantes et de décès enregistrés au cours d'une période donnée.

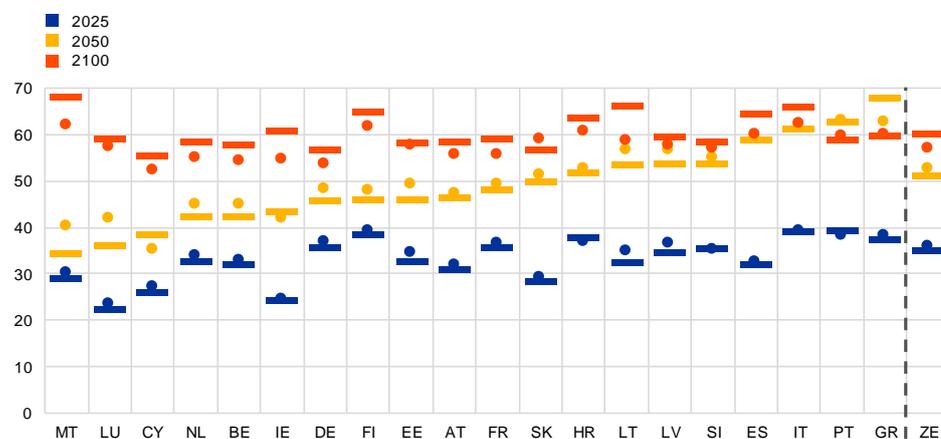
⁴ Bien que les taux de fécondité se soient largement redressés dans la plupart des pays fin 2021, les dernières projections EUROPOP prévoient des augmentations moins importantes des taux de fécondité sur l'horizon que ce qui avait été supposé précédemment. Celles-ci sont partiellement compensées au fil du temps par une croissance plus vigoureuse de la population du fait de l'immigration.

⁵ Les projections démographiques ont été révisées le plus favorablement pour la Lituanie, où l'on prévoit désormais que la population s'accroîtra au lieu de se réduire à l'horizon 2025. D'ici 2050, la population devrait désormais augmenter de 39 % au Luxembourg (+ 20 points de pourcentage) et de 43 % à Malte (+ 15,0 points de pourcentage). En revanche, on prévoit désormais que d'autres pays connaîtront un affaiblissement de la dynamique démographique. Les projections relatives à la croissance démographique cumulée au cours des 30 prochaines années ont été révisées à la baisse, à 9 % pour Chypre (- 7,0 points de pourcentage) et à - 14 % pour la Grèce (- 5,0 points de pourcentage). Le changement des perspectives démographiques se reflète dans des projections légèrement moins moroses en ce qui concerne le ratio de dépendance des personnes âgées dans de nombreux pays. D'ici 2050, le ratio a été révisé à la baisse et ressort désormais à 34 % pour Malte (- 6,0 points de pourcentage) et à 36 % pour le Luxembourg (- 5,6 points de pourcentage). Dans le même temps, les projections pour le ratio ont été révisées à la hausse, à 38 % pour Chypre (+ 3,0 points de pourcentage) et à 68 % pour la Grèce (+ 5,3 points de pourcentage).

Graphique C

Projections des ratios de dépendance des personnes âgées dans les pays de la zone euro

(en pourcentage)



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

Notes : Les barres représentent les ratios de dépendance des personnes âgées selon les projections démographiques EUROPOP2023. Les points représentent les ratios de dépendance des personnes âgées selon les projections démographiques EUROPOP2019. Les pays sont classés selon le ratio de dépendance des personnes âgées en 2050 ressortant des projections démographiques EUROPOP2023. Le ratio de dépendance des personnes âgées se définit comme le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus pour 100 personnes en âge de travailler (âgées de 15 à 64 ans).

L'amélioration des perspectives démographiques par rapport à EUROPOP2019 devrait avoir des effets positifs sur les perspectives de croissance de la zone euro au cours des 30 prochaines années.

Le vieillissement et la diminution de la population ont des répercussions négatives sur les perspectives économiques via différents canaux⁶. En particulier, ces évolutions devraient freiner la croissance potentielle de la production, principalement via une réduction de l'offre de main-d'œuvre et éventuellement via d'autres composantes de la croissance potentielle telles que la croissance de la productivité du travail. Une augmentation relative du nombre de travailleurs âgés au sein de la population active, conjuguée à l'observation d'un profil en forme de bosse de la productivité spécifique à l'âge, entraînerait un impact baissier sur la production potentielle. Toutefois, des changements structurels, tels qu'une augmentation de la part des métiers pouvant être exercés à un âge plus élevé, déplacent également le profil de productivité spécifique à l'âge. En outre, étant donné que le vieillissement de la population a aussi une incidence sur la productivité du travail via d'autres canaux, tels que l'accumulation du capital physique et humain ainsi que les tendances de consommation, l'impact global sur la productivité agrégée n'est pas clair⁷. Les perspectives démographiques peuvent également avoir des répercussions importantes sur la conduite de la politique monétaire via leur impact sur le taux d'intérêt neutre et les tensions inflationnistes⁸. Les perspectives légèrement plus

⁶ Cf. l'encadré intitulé « L'impact de l'afflux de réfugiés ukrainiens sur la population active de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

⁷ Cf. Bodnár (K.) et Nerlich (C.), « *The macroeconomic and fiscal impact of population ageing* », *Occasional Paper Series*, n° 296, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2022.

⁸ Cf. Goodhart (C.) et Pradhan (M.), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.

positives en ce qui concerne la démographie de la zone euro devraient alléger ces tensions dans une certaine mesure.

Dans le même temps, l'amélioration des perspectives démographiques devrait également atténuer les tensions liées au coût du vieillissement de la population sur les finances publiques. Le rapport 2021 sur le vieillissement de la population montre que les dépenses liées à l'âge (dépenses publiques de retraite, de santé, de soins de longue durée et d'éducation) devraient augmenter de 2,4 points de pourcentage dans le scénario de référence, passant d'environ 24,6 % du PIB de la zone euro en 2019 à plus de 27 % en 2050 ⁹. Cela résulte principalement de l'augmentation des dépenses de santé et de soins de longue durée, tandis que les hausses des dépenses de retraite sont contenues du fait des précédentes réformes des régimes de retraite, notamment des mesures visant à réduire le taux de prestations et à repousser l'âge de départ à la retraite ¹⁰. Selon EUROPOP2023, les perspectives démographiques plus favorables devraient légèrement atténuer les tensions sur les dépenses liées à l'âge. La hausse du taux de mortalité résultant de la pandémie a eu des conséquences négatives à court terme, mais elle réduira les besoins futurs en matière de santé et de soins de longue durée, car elle a principalement touché les personnes âgées. Dans le même temps, la migration de personnes en âge de travailler vers des États membres de l'UE améliore le ratio de dépendance des personnes âgées et réduit les tensions sur le financement des systèmes de retraite.

Les estimations fondées sur des modèles suggèrent un léger impact positif sur la croissance potentielle du PIB et les finances publiques au cours des prochaines décennies. Les résultats sont obtenus à l'aide du modèle à générations imbriquées de de la Croix et Docquier (2007), calibré pour la zone euro avec des données historiques effectives et les projections EUROPOP2019 et EUROPOP2023 (tableau A) ¹¹. Les simulations suggèrent un gain d'environ 0,1 point de pourcentage par rapport aux projections EUROPOP2019 pour la croissance potentielle annuelle jusqu'à 2050 lié à la trajectoire de la structure de la population intégrée aux projections révisées. Cela résulte principalement de l'impact positif de l'immigration nette sur la population active. Le renforcement de l'offre de main-d'œuvre, en supposant une intégration progressive des migrants dans le marché du travail, a également un effet baissier minime sur la croissance des salaires. Enfin, la modification de la structure de la population a un léger impact favorable sur les dépenses de retraite, les réduisant à un niveau de pension donné de 0,2-0,3 point de pourcentage du PIB de la zone euro jusqu'à 2050 ¹².

⁹ Commission européenne, « *The 2021 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (20192070)* », *Institutional Paper*, n° 148, mai 2021.

¹⁰ Dans l'intervalle, certaines des réformes des régimes de retraite incluses dans le rapport 2021 sur le vieillissement de la population ont été annulées et donneront probablement lieu à des projections plus pessimistes en ce qui concerne les dépenses liées à l'âge dans la zone euro dans le prochain rapport 2024 sur le vieillissement de la population.

¹¹ Il s'agit d'un modèle d'équilibre général calculable à générations imbriquées d'individus, cf. de la Croix (D.) et Docquier (F.), « *School Attendance and Skill Premiums in France and the US: A General Equilibrium Approach* », *Fiscal Studies*, vol. 28, n° 4, 2007, p. 383-416.

¹² Après 2060, avec le vieillissement des migrants et l'accentuation des effets de la baisse des taux de fécondité, l'impact positif lié à l'évolution des perspectives démographiques s'inverse et tous les impacts changent de signe, bien que progressivement.

Tableau A

Impact des projections actualisées sur la croissance du PIB annuel en volume, les salaires et les dépenses de retraite

(en points de pourcentage)

	2020	2030	2040	2050
Croissance en volume	-0,04	0,13	0,13	0,08
Croissance de la rémunération par tête	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
Économies de dépenses de retraite	-0,04	0,20	0,32	0,32

Sources : Calculs des auteurs à partir de de la Croix et Docquier, (2007).

Dans l'ensemble, une diminution et un vieillissement de la population européenne continuent toutefois de représenter des défis considérables pour l'économie de la zone euro. Les réformes des marchés du travail et des régimes de retraite devraient avoir pour objectif d'accroître le taux d'activité. Dans le même temps, les gouvernements devraient accélérer les progrès technologiques et la transformation numérique, en cohérence avec les mesures énoncées dans les plans nationaux pour la reprise et la résilience. Une hausse des dépenses liées à l'âge et une baisse de l'assiette fiscale de la population en âge de travailler pourraient accentuer les tensions sur les finances publiques. En particulier, les pays qui présentent déjà des finances publiques vulnérables devraient s'abstenir de revenir sur les réformes passées des régimes de retraite qui ont significativement amélioré la soutenabilité de leurs systèmes de retraite. La reconstitution des coussins budgétaires qui ont diminué pendant la pandémie et la crise de l'énergie contribuerait à répondre à la hausse des coûts de santé et des soins de longue durée.

Articles

1 L'impact du Brexit sur les échanges commerciaux et le marché du travail du Royaume-Uni

Katrin Forster-van Aerssen et Tajda Spital

1 Introduction

Près de deux ans et demi se sont écoulés depuis que le Royaume-Uni a signé son accord commercial post-Brexit avec l'Union européenne (UE), dont on attendait des conséquences multiformes sur l'économie du Royaume-Uni.

L'accord de commerce et de coopération entre l'Union européenne et le Royaume-Uni signé le 30 décembre 2020 est entré en vigueur à titre provisoire le 1^{er} janvier 2021. Le fait de quitter le marché unique et l'union douanière de l'UE a profondément modifié la relation économique. On prévoyait que ce changement aurait un impact sur les flux commerciaux entre l'UE et le Royaume-Uni, mais également sur les flux migratoires, les investissements directs étrangers, la réglementation, le secteur financier, la science et l'éducation, ainsi que sur d'autres domaines de l'économie britannique.

Même s'il faudra du temps pour que tous les effets apparaissent, cet article se concentre sur les évolutions récentes des échanges commerciaux et du marché du travail au Royaume-Uni, où les répercussions du Brexit ont fait l'objet de vastes débats. La pandémie de coronavirus (COVID-19) constitue un facteur de confusion, mais les données disponibles permettent de dresser un premier bilan des effets du Brexit. Des incertitudes significatives demeurent en ce qui concerne les ampleurs précises demeurent, mais les données disponibles suggèrent que le Brexit a freiné les échanges commerciaux du Royaume-Uni et contribué à un recul de l'offre de main-d'œuvre, ce qui pèsera probablement sur le potentiel de croissance à long terme du Royaume-Uni ¹.

2 Évolutions des flux commerciaux du Royaume-Uni depuis la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération

Même si la pandémie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement ont affecté le commerce au niveau mondial ces dernières années, le Brexit a eu un impact supplémentaire sur les échanges commerciaux du Royaume-Uni.

La récession mondiale et la reprise qui a fait suite à la pandémie, conjuguées aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, ont généralement accru la volatilité des échanges commerciaux à l'échelle mondiale ces dernières années.

¹ Pour une discussion plus détaillée sur l'impact sur la croissance potentielle, cf. « *Monetary Policy Report* », Bank of England, février 2023.

Pour le Royaume-Uni, les négociations longues et poussées sur les modalités du retrait et sur la future relation commerciale avec l'UE ont généré une incertitude encore plus grande, comme le reflète également la forte dépréciation du taux de change du pays, qui avait déjà eu des répercussions négatives sur l'investissement, les importations et les exportations pendant la période qui a précédé la sortie officielle du Royaume-Uni de l'UE ². Le taux de croissance de l'investissement au Royaume-Uni était bas bien avant le Brexit, ce qui souligne également la stagnation de la croissance de la productivité dans ce pays. Après le référendum sur le Brexit, une période prolongée d'incertitude concernant la relation entre l'UE et le Royaume-Uni a encore freiné l'investissement. Les exportations ont également pâti du recul de l'attractivité du Royaume-Uni comme destination des investissements des entreprises étrangères ³.

Depuis janvier 2021, les échanges commerciaux entre l'UE et le Royaume-Uni sont régis par l'accord de commerce et de coopération entre l'Union européenne et le Royaume-Uni, qui a formalisé les relations commerciales et réglementaires. L'accord de commerce et de coopération garantit l'absence de droits de douane et de contingents pour les marchandises échangées entre l'UE et le Royaume-Uni. Cependant, pour être éligibles à un accès sans droits de douane, les marchandises britanniques doivent satisfaire aux règles d'origine, telles qu'énoncées dans les annexes détaillées à l'accord. Ainsi, à la différence de ce qui existait avec le marché unique, les entreprises font désormais face à des charges administratives et des retards supplémentaires à la frontière en raison des contrôles douaniers et réglementaires. Le Royaume-Uni et l'UE ont mis en œuvre l'accord à des rythmes différents. Si les pays de l'UE ont immédiatement appliqué l'ensemble des exigences et contrôles douaniers aux importations provenant du Royaume-Uni, ce dernier a retardé l'application intégrale des exigences douanières pour les importations britanniques provenant de l'UE jusqu'à janvier 2022, et les contrôles sanitaires, de sûreté et de sécurité supplémentaires ont été différés jusqu'à fin 2023.

Les volumes d'échanges de biens britanniques avec l'UE ont significativement diminué après la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération, demeurant jusqu'à début 2022 au-dessous de leur niveau d'avant la pandémie. S'agissant des importations, malgré l'application différée des dispositions de l'accord de commerce et de coopération par le Royaume-Uni, les importations britanniques provenant de l'UE ont considérablement diminué au cours des premiers mois de 2021, ce qui a contrasté avec une augmentation des importations de biens provenant de pays hors UE (graphique 1, parties a et c). Cela pourrait indiquer une substitution entre les importations provenant de l'UE et celles provenant de pays hors UE, les biens étant redirigés afin de ne pas transiter par des pays de l'UE.

² Cf., par exemple, Graziano (A.G.), Handley (K.) et Limão (N.), « *Brexit uncertainty and trade disintegration* », *The Economic Journal*, vol. 131, n° 635, avril 2021, p. 1150-1185. Pour un examen des évolutions de la demande d'importations du Royaume-Uni et de la balance des paiements depuis le référendum, cf. l'article intitulé « [Comprendre la faiblesse de la demande d'importations du Royaume-Uni dans l'après-référendum et les risques que la balance des paiements du Royaume-Uni représente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021. Au lieu de bénéficier de la forte dépréciation de la livre sterling, les exportations ont également été affectées, étant donné la grande incertitude et le fait que les entreprises ont anticipé la nécessité d'un découplage.

³ Cf. Driffield (N.) et Karoglou (M.), « *Brexit and Foreign Investment in the UK* », *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society*, vol. 182, n° 2, octobre 2018, p. 559-582.

Toutefois, des conditions conjoncturelles différentes pendant la pandémie (en raison des différences concernant le nombre de cas et les restrictions mises en œuvre) et les expositions différentes aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre pourraient également avoir joué un rôle majeur. Comme l'écart entre les importations provenant de partenaires de l'UE et celles provenant de partenaires hors UE s'est résorbé ces derniers mois, l'impact de tous ces facteurs semble avoir été de courte durée ⁴. En ce qui concerne les exportations, celles du Royaume-Uni vers des pays de l'UE ont nettement diminué immédiatement après l'introduction de l'accord de commerce et de coopération, car de nombreux exportateurs rencontraient des difficultés pour satisfaire aux nouvelles exigences administratives permettant d'attester de la conformité de leurs marchandises avec les normes de l'UE (graphique 1, partie b). Les exportations de biens du Royaume-Uni vers l'UE se sont ensuite légèrement redressées et évoluent depuis globalement en ligne avec les exportations vers des partenaires hors UE, même si elles demeurent relativement modérées par rapport aux tendances observées avant le Brexit (graphique 1, partie d). Le Brexit reste par conséquent un facteur majeur. Selon une enquête récente réalisée par la British Chambers of Commerce auprès de plus de 1 100 entreprises deux ans après la signature de l'accord de commerce et de coopération, 77 % des entreprises ayant des relations commerciales avec l'UE ont déclaré que l'accord ne les aidait pas à accroître leurs ventes ou à développer leur activité. Plus de la moitié des entreprises ont fait état de difficultés pour s'adapter aux nouvelles règles relatives aux exportations de biens (45 % pour les services) ⁵.

⁴ Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec une certaine prudence, car les données sur les importations de biens provenant de l'UE ont été gonflées au premier semestre 2022 par les retards de déclarations en douane au second semestre 2021. Plus généralement, lorsque l'on interprète les évolutions récentes du commerce du Royaume-Uni, il est important de noter qu'en janvier 2022, HM Revenue and Customs a modifié la méthode de collecte des données, ce qui a eu une incidence sur les données relatives aux importations de l'UE vers le Royaume-Uni. Cela a fait suite à une modification similaire de la méthode de collecte des données en janvier 2021 pour les données sur les exportations de biens du Royaume-Uni vers l'UE. L'Office for National Statistics (ONS) a appliqué des ajustements aux importations de l'UE en 2021 afin de comparer les statistiques relatives aux importations et aux exportations sur une base comparable. La série temporelle complète pour les importations provenant de l'UE comprend néanmoins une discontinuité à partir de janvier 2021.

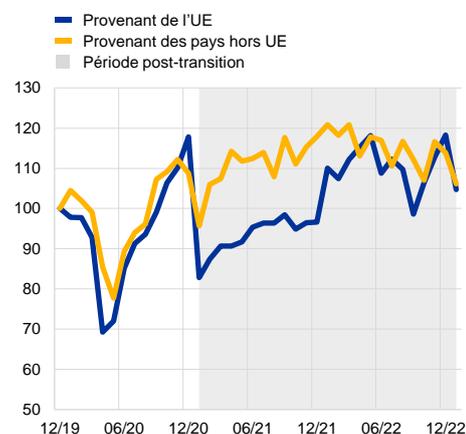
⁵ Cf. « *The Trade and Cooperation Agreement: Two Years On – Proposals for Reform by UK Business* », British Chambers of Commerce, 2022.

Graphique 1

Échanges de biens entre le Royaume-Uni et les pays de l'UE et hors UE

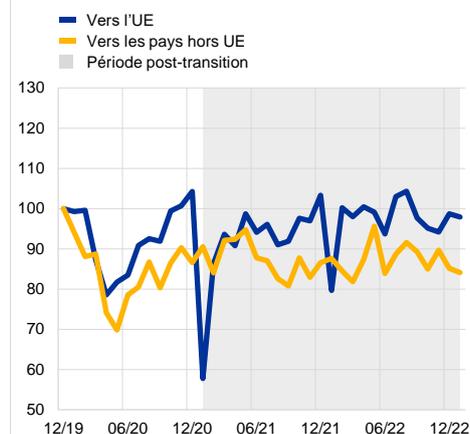
a) Volumes des importations

(indice : 2019 = 100, données mensuelles)



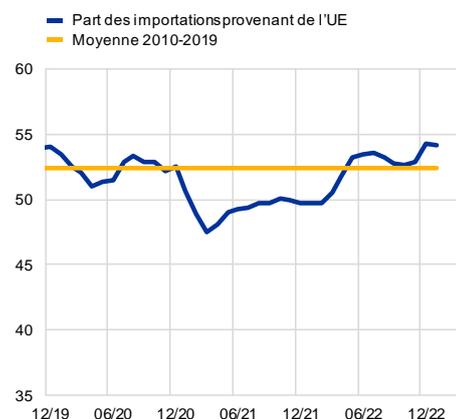
b) Volumes des exportations

(indice : 2019 = 100, données mensuelles)



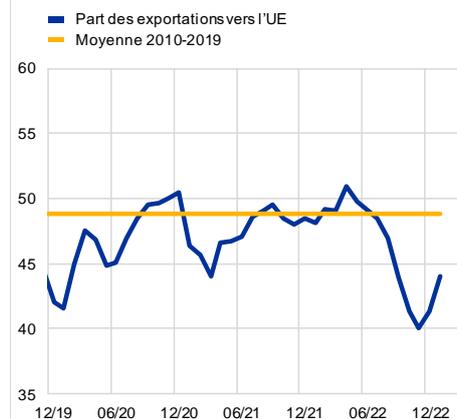
c) Part des importations provenant de l'UE dans les importations totales du Royaume-Uni

(en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



d) Part des exportations vers l'UE dans les exportations totales du Royaume-Uni

(en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : ONS.

Notes : La période post-transition a débuté en janvier 2021, lorsque l'accord de commerce et de coopération est entré en vigueur à titre provisoire. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

Les échanges de services avec l'UE sont demeurés légèrement plus faibles que les échanges avec des partenaires hors UE.

La baisse initialement plus prononcée des échanges de services avec l'UE semble être essentiellement liée à la pandémie, en particulier parce que les secteurs des voyages et du transport représentent une part plus importante du commerce avec l'UE que du commerce avec des pays hors UE et compte tenu des restrictions de déplacement pendant la pandémie (graphique 2). La reprise du tourisme s'est accompagnée d'un rebond des échanges de services au Royaume-Uni, à des niveaux bien supérieurs à ceux d'avant la pandémie. Cela reflète également la hausse des prix des voyages après la pandémie. D'autres catégories importantes d'exportations de services vers l'UE, notamment les services financiers, ont diminué davantage, ou n'ont pas réussi à croître autant que les exportations vers le reste du monde jusqu'à fin 2021, et sont

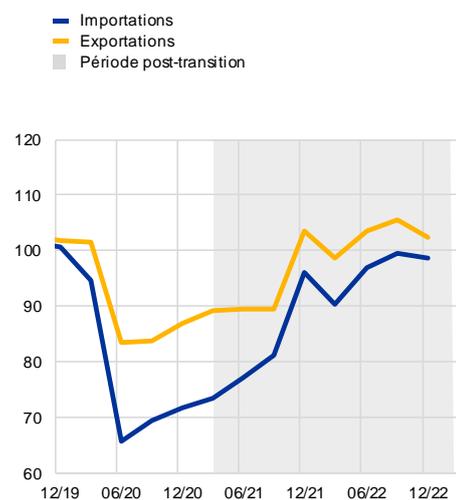
demeurées au-dessous de leurs niveaux pré-pandémie. Le Brexit semble donc avoir joué un rôle, probablement aussi en raison de l'absence d'accords sur les échanges de services. Dans le domaine des services financiers, qui représentent environ 20 % des exportations totales de services du Royaume-Uni, les dispositions de l'accord de commerce et de coopération sont limitées. Le Royaume-Uni et l'UE sont convenus de conclure, en plus de l'accord de commerce et de coopération, un protocole d'accord sur la coopération réglementaire, mais celui-ci n'a pas encore été signé. Depuis le Brexit, l'importance de l'UE en tant que partenaire commercial du Royaume-Uni a diminué, l'UE représentant 29 % des exportations totales de services financiers du Royaume-Uni en 2022, contre 37 % en 2019.

Graphique 2

Échanges de services et exportations de services du Royaume-Uni pour une sélection de secteurs

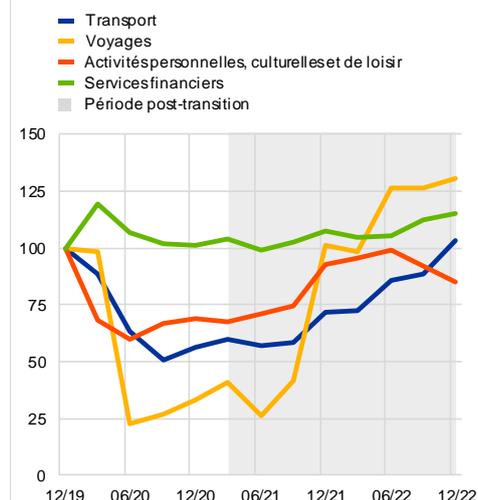
a) Volumes totaux des exportations et des importations de services

(indice : 2019 = 100, données mensuelles)



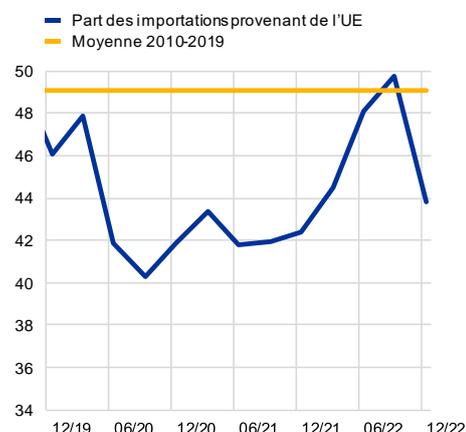
b) Exportations (en valeur) de services pour une sélection de secteurs

(indice : T4 2019 = 100, données trimestrielles)



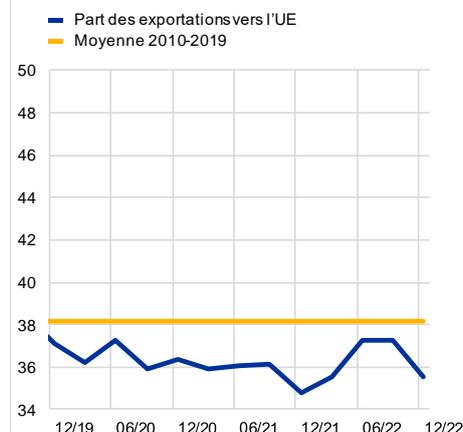
c) Part des importations de services provenant de l'UE dans les importations totales de services du Royaume-Uni

(en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



d) Part des exportations de services vers l'UE dans les exportations totales de services du Royaume-Uni

(en pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : ONS.

Notes : La ventilation des échanges de services entre les exportations vers des partenaires de l'UE et hors UE et les importations provenant de partenaires de l'UE et hors UE n'est disponible qu'en valeur. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023 pour les volumes et au quatrième trimestre 2022 pour les exportations de services en valeur.

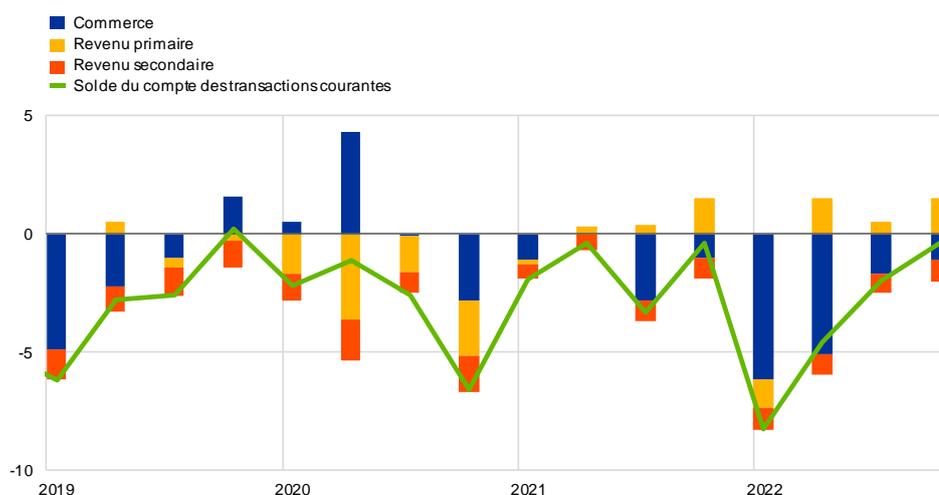
Le déficit du compte des transactions courantes du Royaume-Uni s'est creusé depuis la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération, principalement en raison des évolutions du solde des échanges de biens. Au premier trimestre 2022, le déficit du compte des transactions courantes du Royaume-Uni a atteint un niveau record de 7,7 % du PIB, du fait d'une détérioration du déficit commercial et du solde des revenus (graphique 3). Si l'essentiel du creusement récent du déficit commercial peut être attribué aux prix élevés de l'énergie, c'est principalement la détérioration du solde des échanges de biens

depuis la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération qui explique les évolutions du compte des transactions courantes du Royaume-Uni. Le solde des échanges de services est resté relativement stable depuis début 2021, à environ 6 % du PIB du Royaume-Uni, mettant fin à la tendance précédemment observée d'augmentation des excédents au titre des services dans ce pays.

Graphique 3 Compte des transactions courantes du Royaume-Uni

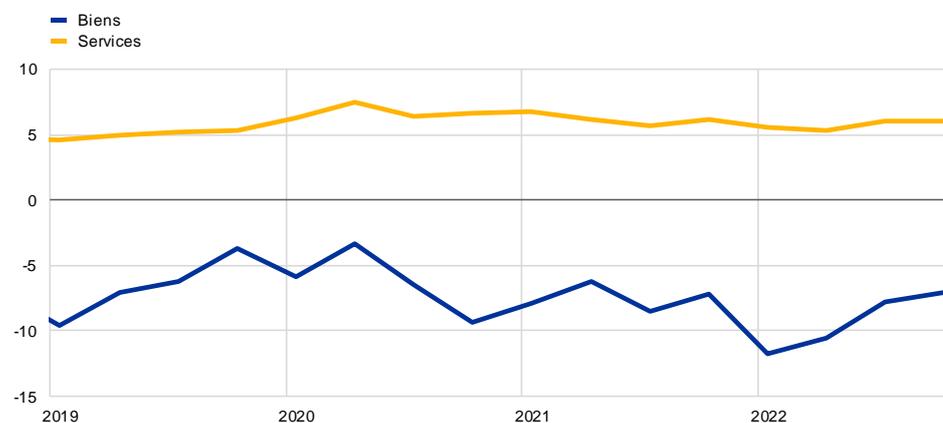
a) Ventilation du compte des transactions courantes du Royaume-Uni

(en pourcentage du PIB)



b) Soldes des échanges de biens et de services

(en pourcentage du PIB)



Source : ONS.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

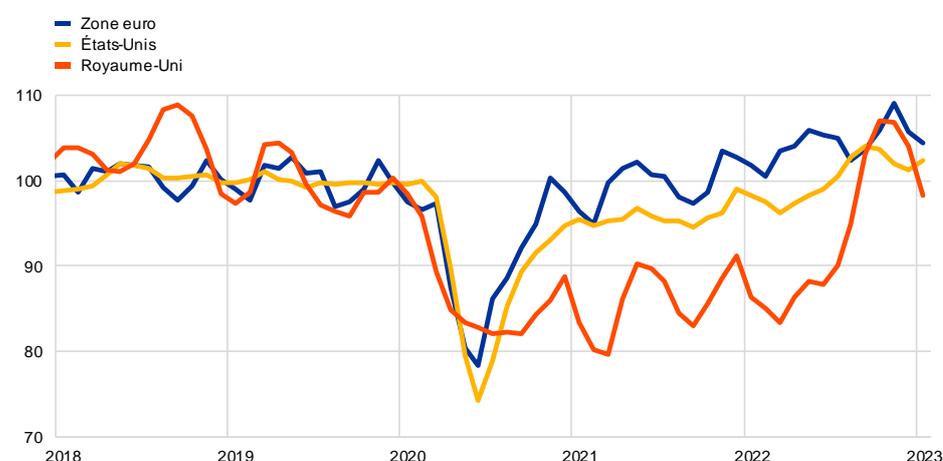
La reprise du commerce britannique après la pandémie a pris du retard par rapport à celle d'autres économies avancées. Même si le Royaume-Uni a enregistré un effondrement de ses exportations comparable à celui d'autres pays au début de la pandémie, il a bien moins bénéficié de la reprise du commerce mondial qui s'est ensuivie (graphique 4). Fin 2021, les exportations des autres économies avancées ont rebondi pratiquement à leurs niveaux d'avant la pandémie, tandis que celles du Royaume-Uni sont restées environ 10 % inférieures à ce niveau. Par conséquent, le commerce britannique en pourcentage du PIB a reculé de 11 % entre

2019 et fin 2021, soit une diminution considérablement plus importante que celle observée dans la zone euro ou aux États-Unis. Fin 2022, l'écart entre les exportations du Royaume-Uni et celles des autres économies avancées semble s'être comblé, ce qui pourrait indiquer que les perturbations liées à la période de transition post-Brexit sont en train de s'atténuer. Ces éléments doivent toutefois être interprétés avec prudence. Les effets de rattrapage temporaires après la pandémie et les modifications récentes des statistiques relatives au commerce britannique peuvent également en rendre compte.

Graphique 4

Exportations de biens en volume dans les économies avancées

(indice : 2019 = 100, données mensuelles)



Source : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
 Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

3 La faiblesse du commerce britannique par rapport à d'autres économies avancées : le rôle du Brexit

Deux approches principales ont été adoptées dans la littérature pour isoler l'impact du Brexit des effets liés à la pandémie. De nombreux chercheurs ont utilisé la méthode des doubles différences (*difference-in-differences*), en utilisant des spécifications et des ensembles de données différents. À titre d'exemple, Freeman *et al.*, Du et Shepotylo, et Du *et al.* comparent l'évolution des échanges commerciaux entre Royaume-Uni et l'UE avec les échanges commerciaux du Royaume-Uni avec le reste du monde. Kren et Lawless, en revanche, utilisent les échanges commerciaux de l'UE avec le reste du monde comme groupe de comparaison ⁶. En utilisant des données à haute fréquence au niveau du produit relatives aux échanges de biens, un ensemble complet d'effets fixes produit-temps

⁶ Cf. Freeman (R.), Manova (K.), Prayer (T.) et Sampson (T.), « *UK trade in the wake of Brexit* », *Discussion Paper*, n° 1847, Centre for Economic Performance, avril 2022 ; Du (J.) et Shepotylo (O.), « *TCA, Non-tariff Measures and UK Trade* », *ERC Research Paper*, n° 98, Enterprise Research Centre, juin 2022 ; Du (J.), Satoglu (E.B.) et Shepotylo (O.), « *Post-Brexit UK Trade: An Update* », *Insight Paper*, Centre for Business Prosperity, Aston University, novembre 2022 ; et Kren (J.) et Lawless (M.), « *How has Brexit changed EU-UK trade flows?* », *ESRI Working Paper*, n° 735, Economic and Social Research Institute, octobre 2022.

et produit-partenaire sont appliqués pour contrôler les changements de la structure des échanges commerciaux autres que celles résultant du Brexit, en particulier les modifications des flux commerciaux qui ont résulté de la pandémie de COVID-19. En suivant une autre approche, Springford a fourni plusieurs actualisations des estimations des effets du Brexit en utilisant une méthode dite « *doppelgänger* », dans laquelle un algorithme sélectionne des pays dont les performances économiques correspondaient étroitement à celles du Royaume-Uni avant le Brexit ⁷.

En tenant compte des différences de méthodologie, les données empiriques disponibles suggèrent que le Brexit a réduit le commerce entre le Royaume-Uni et l'UE dans les deux sens. Le tableau 1 fournit une vue d'ensemble des résultats récents obtenus à l'aide de différentes approches. Les estimations de la diminution des échanges commerciaux du Royaume-Uni avec l'UE sont comprises entre 10 % et 25 % environ ⁸. Comme le montrent les mises à jour par Springford et Du *et al.*, les résultats dépendent également de l'horizon temporel considéré. Étant donné que les entreprises britanniques et européennes sont encore en train de s'adapter au nouvel environnement, l'écart entre les estimations pourrait encore se réduire avec le temps. En plus de fournir des estimations sur les effets du Brexit depuis 2021, les études disponibles ne trouvent généralement aucun signe d'effets d'anticipation, comme par exemple une diminution des échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE dans la part du commerce britannique total avant la mise en œuvre provisoire de l'accord de commerce et de coopération début 2021. Dans États membres de l'UE, le Brexit a entraîné une baisse significative des échanges commerciaux avec le Royaume-Uni dans presque tous les cas, mais à des degrés divers. La diminution a été la plus visible pour les pays dont la part des échanges était historiquement plus élevée (à savoir les échanges commerciaux dans les deux sens avec l'Irlande, les exportations vers Chypre et Malte, les importations provenant de Belgique et des Pays-Bas) ⁹. Au niveau du produit, il semble y avoir eu une réduction significative du nombre de produits exportés du Royaume-Uni vers l'UE, ce qui n'est pas observé pour les exportations de produits de l'UE vers le Royaume-Uni. Dans l'ensemble, cette évolution est globalement cohérente avec le fait que le renforcement des exigences douanières du côté de l'UE a eu un impact plus important sur les flux commerciaux de faible valeur, les interrompant souvent complètement. Dans le même temps, les ventes à l'exportation se sont de plus en plus concentrées sur des exportateurs moins nombreux et plus importants.

⁷ Cf. Springford (J.), « *The cost of Brexit to June 2022* », *Insight*, Centre for European Reform, décembre 2022. Pour plus de détails sur la méthodologie, cf. Springford (J.), « *What can we know about the cost of Brexit so far?* », Centre for European Reform, juin 2022.

⁸ Les résultats issus d'une analyse interne préliminaire réalisée dans le contexte du réseau UE-Royaume-Uni à l'aide de données agrégées se situent également dans cette fourchette.

⁹ Cf. Kren et Lawless, *op. cit.*, tableau 4.

Tableau 1

Sélection d'estimations récentes (post-Brexit) des effets du Brexit sur les échanges de biens entre l'UE et le Royaume-Uni

Auteurs	Méthode	Effets du Brexit
Kren et Lawless	Méthode des doubles différences ; données au niveau du produit ; groupe de contrôle : échanges commerciaux de l'UE avec le reste du monde	Les exportations du Royaume-Uni vers l'UE ont diminué de 16 % ; Les importations du Royaume-Uni en provenance de l'UE ont diminué de 20 %
Freeman et al.	Méthode des doubles différences ; données au niveau du produit ; groupe de contrôle : échanges commerciaux du Royaume-Uni avec le reste du monde	Diminution persistante de 25 % des importations relatives du Royaume-Uni en provenance de l'UE, mais diminution seulement temporaire des exportations relatives du Royaume-Uni vers l'UE
Du et Shepotylo	Méthode des doubles différences ; données au niveau du produit ; groupe de contrôle : échanges commerciaux du Royaume-Uni avec le reste du monde ; pour la période allant jusqu'au T3 2021	Diminution de 22 % des exportations relatives du Royaume-Uni vers l'UE par rapport au reste du monde ; diminution de 26 % des importations relatives du Royaume-Uni
Du et al.	Méthode des doubles différences ; données au niveau du produit ; groupe de contrôle : échanges commerciaux du Royaume-Uni avec le reste du monde ; mise à jour de l'analyse par Du et Shepotylo jusqu'au T1 2022	Diminution de 22,9 % des exportations relatives vers l'UE par rapport au reste du monde ; réduction de l'impact négatif sur les importations du Royaume-Uni
Springford	Méthode « <i>Doppelgänger</i> »	Jusqu'à juin 2022 : le commerce total (exportations + importations) est inférieur de 7 % par rapport à la situation où le Royaume-Uni n'aurait pas quitté l'UE Jusqu'au T4 2021 : le commerce total est inférieur de 13,6 % par rapport à la situation où le Royaume-Uni n'aurait pas quitté l'UE

Source : Compilation des auteurs.

Une comparaison de ces résultats avec ceux issus d'analyses réalisées avant le Brexit suggère que les effets initiaux de la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération ont été plus sévères que prévu. Avant le Brexit, de nombreuses simulations de scénarios sur le Brexit ont été réalisées avec différents types de modèles, en prenant comme hypothèse des niveaux différents d'obstacles tarifaires et non tarifaires ¹⁰. Par exemple, sur la base d'un modèle DSGE néo-keynésien, qui fait l'hypothèse d'un scénario reposant sur un accord de libre-échange pour les échanges de biens avec la zone euro comparable aux dispositions de l'accord de commerce et de coopération, il a généralement été prévu que le Brexit entraînerait une baisse des exportations et importations totales du Royaume-Uni (à long terme) d'environ 3 %, avec des effets mineurs sur les exportations de biens vers la zone euro, mais des baisses plus importantes des exportations de services vers la zone euro ¹¹. Les données disponibles suggèrent jusqu'ici que les effets négatifs initiaux sur les exportations de biens du Royaume-Uni ont été plus importants, ce qui indique que les exportateurs britanniques, au moins dans un premier temps, ont eu du mal à répondre aux exigences administratives accrues après la mise en place de contrôles douaniers aux frontières de l'UE. Étant donné que les évolutions des services semblent avoir été fortement influencées par des facteurs liés à la pandémie, il conviendrait de réaliser des analyses plus

¹⁰ Pour un résumé des résultats d'analyses antérieures, cf. « *A review of economic analyses on the potential impact of Brexit* », *Occasional Paper Series*, n° 249, ECB, octobre 2020. Les études réalisées avant le Brexit faisaient généralement ressortir des effets constants à long terme et la plupart prévoient des perturbations plus importantes avant le référendum.

¹¹ Cf. Pisani (M.) et Vergara Caffarelli (F.), « *What will Brexit mean for the British and euro-area economies? A model-based assessment of trade regimes* », *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 1163, Banca d'Italia, janvier 2018.

approfondies pour dissocier l'impact du Brexit de l'impact de la pandémie sur ce secteur ¹².

4 Évolutions récentes sur le marché du travail au Royaume-Unis

Les tensions sur le marché du travail au Royaume-Uni se sont accentuées depuis la réouverture post-pandémique, ce qui a également coïncidé avec une baisse du nombre de migrants en provenance de l'UE travaillant au Royaume-Uni. À la suite de la reprise post-pandémique de la demande au deuxième trimestre 2021, les employeurs du Royaume-Uni ont été confrontés à un marché du travail inhabituellement tendu, avec un nombre d'emplois vacants exceptionnellement élevé et un faible taux de chômage. Les tensions sur le marché du travail, mesurées par le ratio emplois vacants/chômeurs, ont montré des signes limités d'atténuation, tandis que les entreprises sont restées aux prises avec des difficultés de recrutement (graphique 5, partie a).

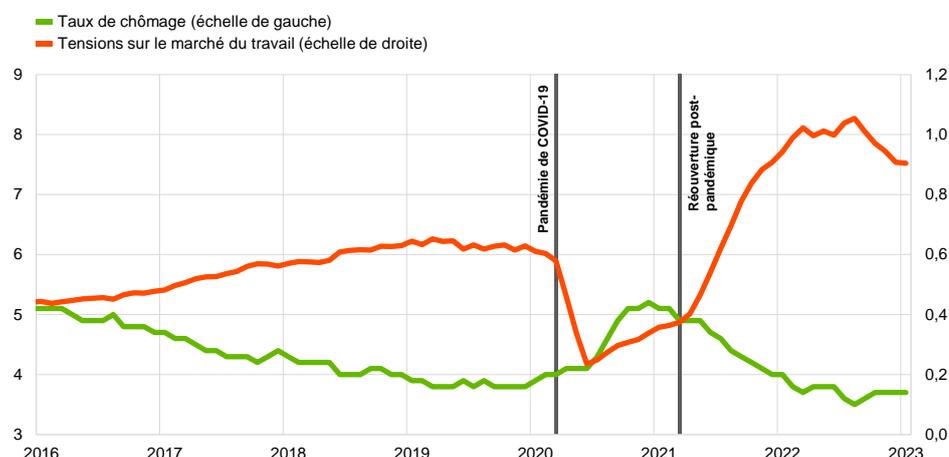
¹² Aucune analyse des effets du Brexit sur les échanges de services n'a été réalisée récemment. Du et Shepotylo ont étudié les effets du référendum de 2016 sur le Brexit sur les échanges de services au Royaume-Uni et en Irlande pour la période allant jusqu'au deuxième trimestre 2020, et ont conclu que le Brexit avait déjà des répercussions négatives sur les échanges de services du Royaume-Uni avant la fin de la période de transition. Cf. Du (J.) et Shepotylo (O.), « *Feeding the Celtic Tiger – Brexit, Ireland and Services Trade* », *Research Paper*, Aston Business School, mai 2021.

Graphique 5

Évolutions récentes du marché du travail au Royaume-Uni

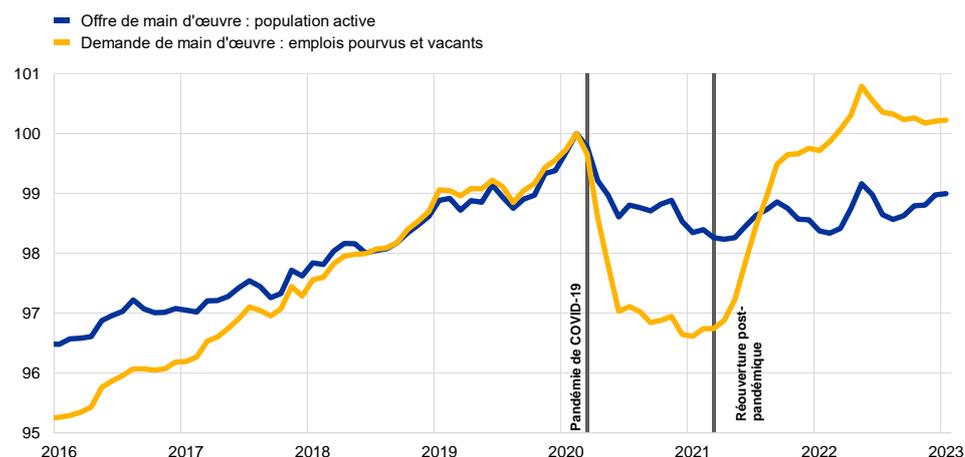
a) Tensions sur le marché du travail et chômage

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : ratio emplois vacants/chômage, données mensuelles)



b) Offre et demande de main-d'œuvre

(indice : février 2020=100, données mensuelles)



Source : Bureau des statistiques nationales du Royaume-Uni (*Office for National Statistics-ONS*).

Notes : Toutes les séries sont présentées sous forme de moyennes mobiles sur trois mois. Les tensions sur le marché du travail sont mesurées par le nombre d'emplois vacants par chômeur. Les données se réfèrent à la population britannique âgée de plus de 16 ans. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

La faiblesse de l'offre de main-d'œuvre a été le principal déterminant des tensions sur le marché du travail au Royaume-Unis, tandis que la forte augmentation de la demande agrégée post-pandémique n'a joué qu'un rôle limité. De nombreuses autres économies avancées ont également enregistré des tensions sur les marchés du travail après la pandémie. De la même manière que l'effondrement de la demande agrégée au début de la pandémie a réduit les recrutements de nouveaux travailleurs, la réouverture de l'économie a accéléré la demande et encouragé les entreprises à réembaucher du personnel. Toutefois, la persistance et l'ampleur des tensions sur le marché du travail font du Royaume-Uni une exception, comparable uniquement à l'économie américaine¹³. Cela pourrait

¹³ Cf. également Gomez-Salvador (R.) et Soudan (M.), « *The US labour market after the COVID-19 recession* », *Occasional Paper Series*, n° 298, BCE, juillet 2022.

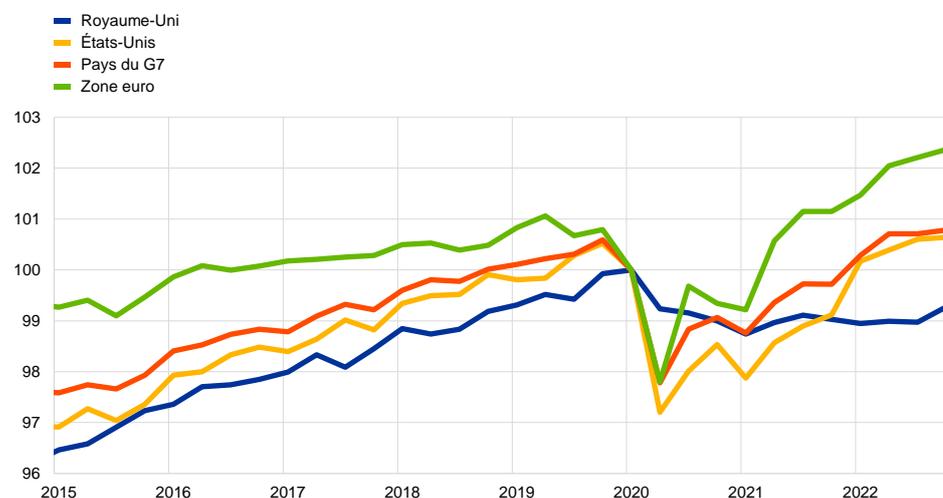
s'expliquer en partie par le lent redressement de l'offre de main-d'œuvre au Royaume-Uni, qui a accusé un retard par rapport à d'autres économies avancées (graphique 6). Pendant la pandémie, de nombreuses personnes sont devenues inactives et, contrairement au taux d'emploi, le taux d'activité n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie depuis la reprise de l'économie (graphique 5, partie b). Une décomposition historique des chocs fondée sur une analyse vectorielle autorégressive bayésienne (BVAR) montre que la forte augmentation des tensions post-pandémiques sur le marché du travail au Royaume-Uni peut être attribuée en majeure partie à une réserve plus limitée de travailleurs disponibles. Si une reprise plus rapide que prévu a été à l'origine de la hausse initiale de la demande après la réouverture de l'économie, l'analyse suggère que l'offre de main-d'œuvre a joué un rôle particulièrement important. En revanche, les contraintes d'offre agrégée et les inadéquations entre l'offre et la demande d'emplois semblent avoir été moins importantes (graphique 7) ¹⁴. Les tensions sur le marché du travail au Royaume-Unis ont donc soulevé des interrogations sur le rôle du Brexit dans les pénuries de main-d'œuvre au Royaume-Uni. La section suivante décrit le rôle potentiel du Brexit et des modifications de la politique d'immigration comme explication de ces évolutions de l'offre de main-d'œuvre.

¹⁴ Nous introduisons un modèle BVAR pour le marché du travail au Royaume-Uni qui présente une identification structurelle via des restrictions de signes. Le modèle inclut quatre variables : la production, l'inflation, les tensions sur le marché du travail et les salaires. Avec cet ensemble de variables, nous cherchons à identifier quatre chocs : un choc de demande agrégée, un choc d'offre agrégée, un choc sur l'offre de main-d'œuvre et un choc d'inadéquation. Un choc de demande positif représente un déplacement vers le haut de la courbe de la demande, ce qui fait augmenter la production et l'inflation. Un choc d'offre agrégée positif reflète des modifications de la productivité ou de la capacité potentielle dans l'économie, augmentant la production et réduisant l'inflation par le biais de coûts marginaux plus faibles pour les entreprises. Un choc positif sur l'offre de main-d'œuvre correspond à une augmentation exogène de l'offre de main-d'œuvre qui accroît le nombre de participants au marché du travail, entraînant une augmentation du nombre de demandeurs d'emploi. Il est alors plus facile pour les entreprises de pourvoir les emplois vacants, ce qui entraîne une baisse des tensions sur le marché du travail et des salaires, ainsi qu'une augmentation de la production. Un choc d'inadéquation positif se rapporte à des modifications exogènes dans le processus d'appariement des emplois et des travailleurs, déplaçant vers le haut la courbe de la création d'emploi et augmentant à la fois les tensions sur le marché du travail et les salaires dans l'économie.

Graphique 6

Offre de main d'œuvre dans les économies avancées

(indice : T1 2020=100, données trimestrielles)



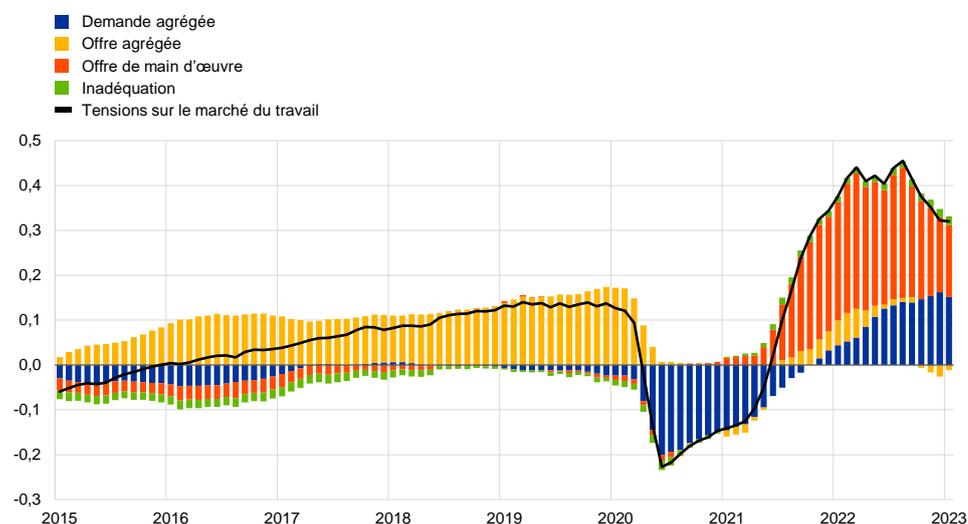
Sources : Organisation de coopération et de développement économiques.

Notes : Les données pour tous les pays se rapportent à la population active âgée de 15 à 64 ans ayant un emploi ou recherchant activement un emploi. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Graphique 7

Tensions sur le marché du travail, décomposition historique du BVAR

(écart en pourcentage par rapport à la moyenne et contributions en points de pourcentage, données mensuelles)



Sources : Enquête ONS et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique montre la distribution postérieure médiane de la décomposition historique des tensions sur le marché du travail par rapport à sa situation initiale. Fondée sur une estimation BVAR avec des restrictions de signes, estimée à l'aide d'un échantillon mensuel entre janvier 2002 et janvier 2023. Les chocs structurels sont identifiés à l'aide de restrictions de signes. En particulier, les chocs de demande agrégée sont identifiés en partant de l'hypothèse que le PIB et l'indice des prix à la consommation (IPC) évoluent dans la même direction, tandis que les chocs d'offre agrégée supposent qu'ils évoluent dans des directions opposées. Les chocs sur l'offre de main-d'œuvre sont supposés ne pas affecter les variables agrégées (PIB et IPC) au moment de l'impact et faire évoluer les tensions sur le marché du travail et les salaires dans la même direction. Les chocs d'inadéquation affectent les salaires et les tensions sur le marché du travail. Les tensions sur le marché du travail sont mesurées en niveau, tandis que les autres variables sont mesurées en taux de croissance en glissement mensuel. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

5 Faiblesse de l'offre de main-d'œuvre au Royaume-Uni : le rôle du Brexit

Le référendum sur le Brexit et la pandémie ont provoqué un ralentissement de la croissance de l'emploi dans l'UE, de nombreux travailleurs de l'UE considérant qu'il est devenu moins intéressant de travailler au Royaume-Uni.

Avant le référendum de 2016, les élargissements successifs de l'UE avaient accéléré la circulation des personnes entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE ¹⁵. La perspective du référendum sur le Brexit en juin 2016 a entraîné une baisse des flux migratoires nets en provenance de l'UE, les citoyens de l'UE considérant qu'il était devenu moins intéressant de travailler au Royaume-Uni ¹⁶. La baisse du nombre de nouvelles arrivées a été accélérée par l'apparition de la pandémie début 2020 et par la mise en œuvre de l'accord de commerce et de coopération en janvier 2021 ¹⁷. Cet accord a apporté des modifications à la politique d'immigration du Royaume-Uni et a mis fin à la libre circulation systématique pour les ressortissants de l'UE qui n'étaient pas déjà installés au Royaume-Uni. Lorsqu'on examine l'évolution de l'emploi des citoyens de l'UE au Royaume-Uni, il est évident que sa croissance s'est nettement ralentie depuis le référendum sur le Brexit. Une forte baisse au début de la pandémie a été suivie d'une lente reprise des niveaux d'emploi des citoyens de l'UE (graphique 8).

¹⁵ L'augmentation rapide des mouvements de personnes peut s'expliquer par plusieurs facteurs, tels que la décision du Royaume-Uni d'accueillir immédiatement les ressortissants des nouveaux États membres en 2004, la flexibilité du marché du travail britannique, l'attrait pour Londres et la langue anglaise, ainsi que l'attractivité des universités britanniques. Cf. Sumption (M.), Forde (C.), Alberti (G.) et Walsh (P.W.), « *How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK* », *Rapport*, The Migration Observatory at the University of Oxford et ReWAGE, août 2022.

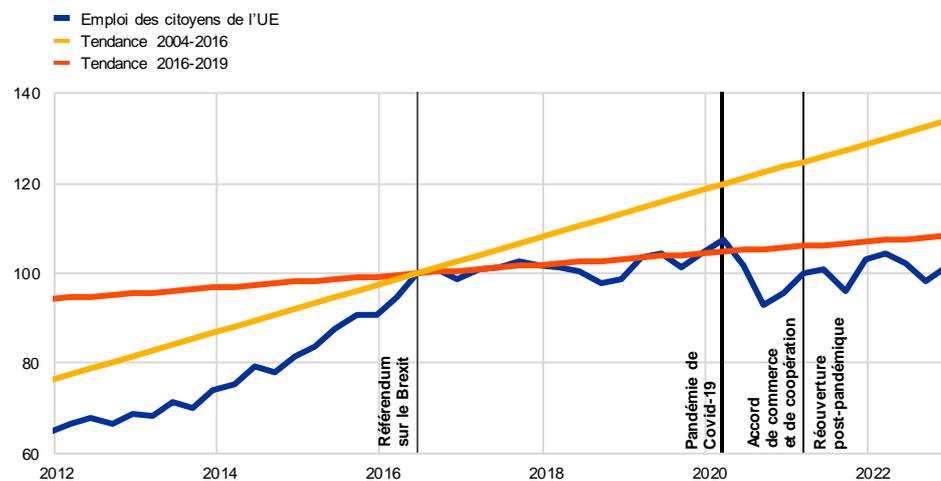
¹⁶ Le découragement des travailleurs de l'UE s'explique principalement par l'incertitude politique et juridique relative au Brexit, mais aussi par la baisse de la valeur de la livre sterling et les performances économiques relativement meilleures des autres économies de l'UE.

¹⁷ Le départ des citoyens de l'UE lié à la pandémie s'explique en partie par leur forte proportion dans les emplois des secteurs des services nécessitant de nombreux contacts, qui étaient exposés au chômage technique et aux licenciements. En outre, lors de la première vague de la pandémie, les capacités du secteur de la santé étaient comparativement médiocres au Royaume-Uni.

Graphique 8

Emploi des citoyens l'UE au Royaume-Uni avant et après le référendum sur le Brexit

(indice : T2 2016=100, données trimestrielles)



Source : ONS.

Notes : Le graphique montre l'emploi des citoyens de l'UE au Royaume-Uni avant et après le référendum sur le Brexit. La série n'est pas corrigée des variations saisonnières. Les données sont présentées sur une base trimestrielle et doivent être interprétées avec une certaine prudence, car elles sont fondées sur les réponses à l'enquête sur les forces de travail pondérées en fonction des tendances démographiques de 2018 antérieures à la pandémie de COVID-19. La « tendance 2004-2016 » se rapporte à la période comprise entre le premier trimestre 2004 et le deuxième trimestre 2016. La « tendance 2016-2019 » se rapporte à la période comprise entre le troisième trimestre 2016 et le premier trimestre 2020. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2022.

L'augmentation du nombre d'emplois vacants et des tensions sur le marché du travail au Royaume-Uni a été la plus importante dans les secteurs qui reposaient le plus sur les travailleurs de l'UE, mais cette évolution peut également être attribuée à une forte reprise de la demande dans les secteurs les plus touchés par la pandémie.

Au cours du second semestre 2021, de nombreux rapports ont fait état de pénuries de main-d'œuvre au Royaume-Uni, allant des chauffeurs routiers aux travailleurs des secteurs de la santé et de l'hôtellerie¹⁸. À première vue, la forte hausse du nombre d'emplois vacants semblait se limiter principalement aux professions et aux secteurs qui reposaient le plus sur les travailleurs de l'UE avant la pandémie, l'augmentation de la demande de main-d'œuvre pouvant refléter la réduction de l'offre de travailleurs de l'UE. Ces secteurs ont également enregistré une plus forte augmentation des tensions sur le marché du travail (graphique 9, parties a et b). Cela pourrait indiquer une baisse de l'efficacité de l'appariement dans ces secteurs, en raison d'une augmentation de l'inadéquation des compétences et des secteurs entre les personnes à la recherche d'un emploi et les emplois disponibles¹⁹. Les conséquences du Brexit ont été soulignées par les données tirées d'enquêtes, 15 % des entreprises britanniques en moyenne ayant cité le manque de disponibilité des travailleurs de l'UE comme l'une des raisons de leurs difficultés en matière de recrutement. Cela est particulièrement évident dans les secteurs qui employaient une forte proportion de travailleurs de l'UE avant la

¹⁸ Par exemple, de graves pénuries de chauffeurs routiers ont affecté l'approvisionnement en produits du commerce de détail, en produits alimentaires ainsi qu'en carburant dans les stations-service et elles ont limité la capacité des ports britanniques. La pénurie de bouchers et de travailleurs de l'industrie de transformation de la viande a contraint les exploitations agricoles à abattre des milliers d'animaux. En outre, les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, de la construction, de l'agriculture, des services aux entreprises et des services professionnels ont enregistré des difficultés importantes en matière de recrutement.

¹⁹ Cf. également « *Monetary Policy Report* », *Bank of England*, février 2023.

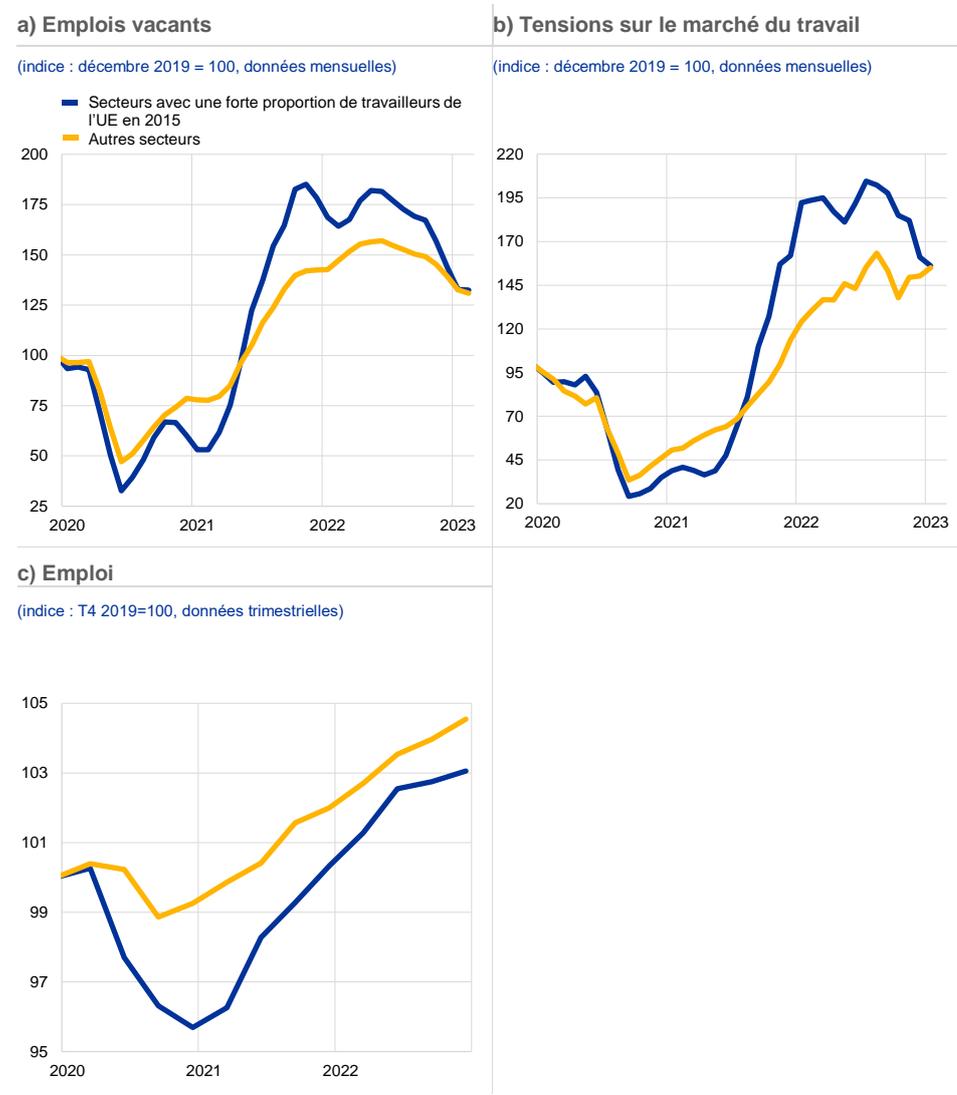
pandémie, tels que l'hôtellerie et la restauration (graphique 10)²⁰. Toutefois, ces secteurs ont également été les plus touchés par la pandémie, les ressortissants de l'UE étant surreprésentés dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts, qui ont enregistré la plus forte baisse de l'emploi pendant les confinements (graphique 9, partie c). Tout comme le Brexit, la reprise rapide de la demande des consommateurs après la pandémie peut donc également expliquer une augmentation rapide des emplois vacants et des tensions sur le marché du travail, les entreprises de ces secteurs ayant eu des difficultés à réembaucher le personnel précédemment licencié²¹.

²⁰ Les autres secteurs présentant des valeurs supérieures à la moyenne sont : le secteur manufacturier, les transports et l'entreposage, la distribution d'eau, l'assainissement, la gestion des déchets et les activités de dépollution, les activités immobilières et l'éducation. Pour les résultats de l'enquête « *Business Insights and Conditions Survey* », cf. « *Business insight and impact on the UK economy : 9 February 2023* », bulletin statistique, ONS, février 2023.

²¹ Les évolutions de l'emploi ne reflètent pas les 11,7 millions de postes concernés par *Coronavirus Job Retention Scheme* (régime d'indemnisation du chômage total temporaire (*furlough*)) appliqué du 1^{er} mars 2020 au 30 septembre 2021

Graphique 9

Évolutions du marché du travail dans les secteurs où la proportion de travailleurs de l'UE est traditionnellement élevée



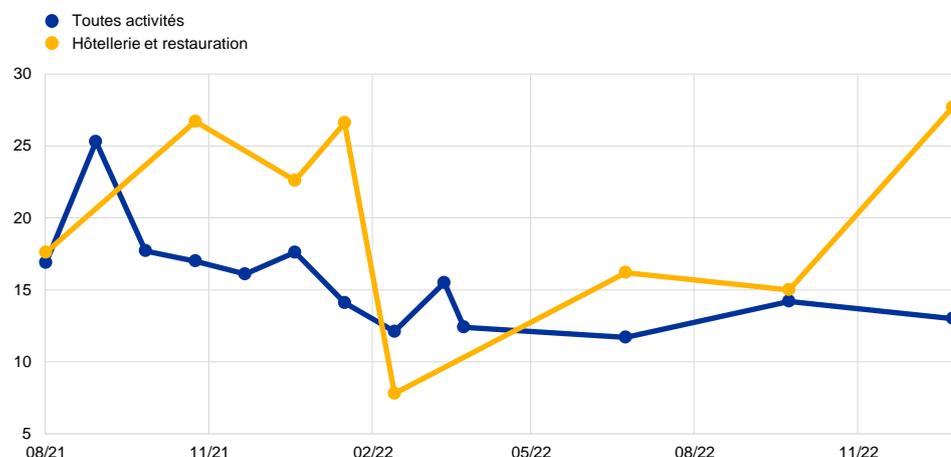
Source : ONS.

Notes : Les secteurs qui comptent la plus grande part de travailleurs de l'UE en 2015 sont l'hôtellerie et la restauration (12,8 %), le secteur manufacturier (10 %), les activités de services administratifs et de soutien (9,8 %) et les transports et l'entreposage (8,5 %). Les « autres secteurs » comprennent la distribution d'eau, l'assainissement, la gestion des déchets et la dépollution, la construction, le commerce de gros et le commerce de détail, la réparation de véhicules, l'information et la communication, les activités financières et d'assurance, les activités immobilières, les activités spécialisées, scientifiques et techniques, l'administration publique et la défense, l'éducation, la santé humaine et l'action sociale, ainsi que les arts, les spectacles et les activités de loisir. Certains secteurs sont exclus en raison d'une représentation insuffisante de l'échantillon. Les données relatives aux emplois vacants et aux tensions sont exprimées en moyennes mobiles sur trois mois. Les données relatives au chômage sont présentées en fréquence trimestrielle. Les séries mensuelles ne sont pas corrigées des variations saisonnières. Les dernières observations se rapportent à février 2023 pour les emplois vacants, à janvier 2023 pour les tensions sur le marché du travail et au quatrième trimestre 2022 pour l'emploi.

Graphique 10

Difficultés de recrutement en raison de la diminution du nombre de candidats de l'UE

(pourcentage d'entreprises)



Source : *Business Insights and Conditions Survey (ONS)*.

Notes : Le graphique présente les réponses à l'enquête, qui a été réalisée à intervalles irréguliers, en particulier pour les données au niveau sectoriel. Les séries montrent la part des entreprises qui ont déclaré avoir des difficultés à recruter des employés et qui ont estimé que le nombre moins élevé de candidats de l'UE en est l'un des principaux facteurs. Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2022.

Le ralentissement de la migration en provenance de l'UE a été compensé, dans une certaine mesure, par une augmentation des migrations en provenance de pays non membres de l'UE. La migration internationale a constitué un élément clé de la croissance de l'emploi dans la plupart des secteurs britanniques avant 2019²². Les secteurs nécessitant une main d'œuvre hautement qualifiée ont recruté dans les pays de l'UE et hors l'UE, tandis que les secteurs qui avaient besoin d'une main d'œuvre faiblement qualifiée avaient en général largement recours aux travailleurs de l'UE, les travailleurs faiblement qualifiés des pays hors UE n'étant généralement pas autorisés à entrer sur le marché du travail britannique²³. À la suite du référendum sur le Brexit, les effectifs de travailleurs migrants en provenance de l'UE ont commencé à diminuer, tandis que la part des salariés non ressortissants de l'UE a augmenté progressivement. Les variations du solde migratoire total indiquent que fin 2021, les flux migratoires avaient renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie et les avaient même dépassés. Toutefois, si l'on ne tient compte que des migrants à la recherche d'un emploi, les flux sont beaucoup plus faibles, même s'ils demeurent importants pour la dynamique du marché du travail (graphique 11)²⁴. La question se pose alors de savoir si les employeurs ont commencé à se détourner des travailleurs

²² Les travailleurs non originaires du Royaume-Uni représentaient 70 % de la hausse de l'emploi entre 2004 et 2019. La contribution de l'emploi des travailleurs de l'UE était légèrement supérieure à 35 %.

²³ Certaines exceptions aux visas de longue durée parrainés par l'employeur ont été accordées pour les professions en pénurie et pour les jeunes de moins de 26 ans, tandis que des visas de longue durée non parrainés ont été accordés aux « talents internationaux », aux chefs d'entreprise et aux citoyens du Commonwealth. Certains travailleurs non ressortissants de l'UE ont également bénéficié de visas de travail temporaires. Cf. Sumption (M.) et Strain-Fajth (Z.), « *Work visas and migrant workers in the UK* », *Briefing*, The Migration Observatory- University of Oxford, septembre 2022.

²⁴ Si le solde migratoire était positif en 2022, la forte augmentation des flux en provenance des pays non membres de l'UE reflète également d'autres facteurs, tels que l'arrivée de personnes bénéficiant d'une protection humanitaire (en provenance d'Ukraine et de Hong Kong) et la forte hausse du nombre d'étudiants internationaux après la pandémie.

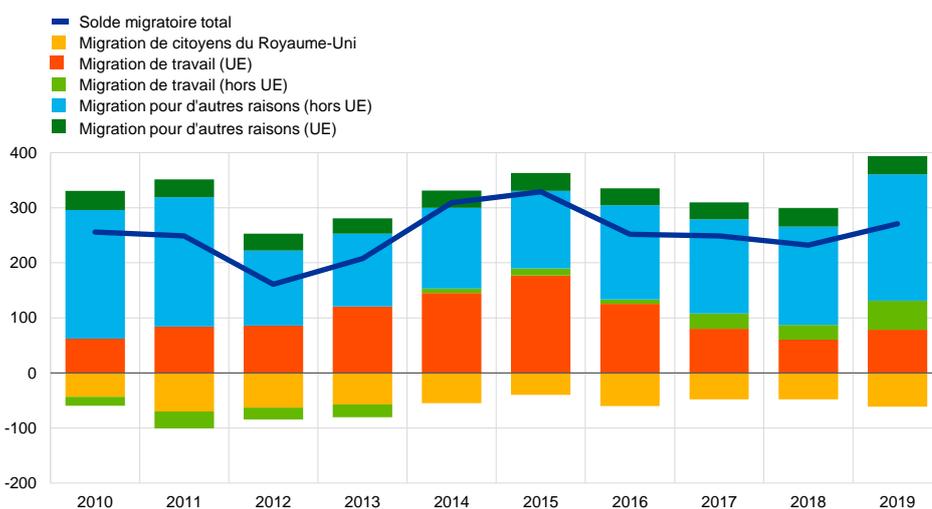
de l'UE pour s'orienter vers les travailleurs hors UE ou si la dynamique agrégée masque les asymétries enregistrées au niveau sectoriel.

Graphique 11

Soldes migratoires vers le Royaume-Uni par nationalité

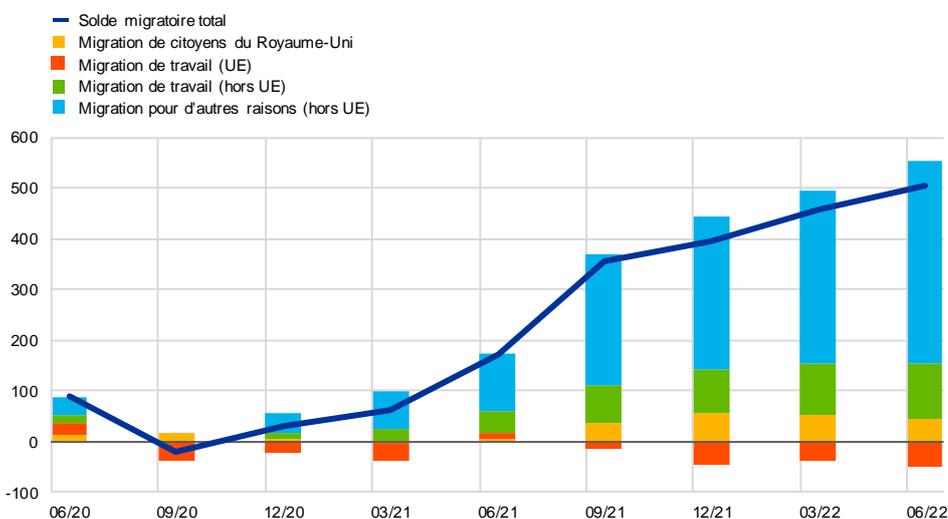
a) Ancienne méthodologie de collecte de données

(en milliers, données annuelles)



b) Nouvelle méthodologie de collecte de données

(en milliers, données trimestrielles)



Source : Centre for International Migration (ONS).

Notes : La partie a) présente les données annuelles, tandis que la partie b) présente les valeurs trimestrielles depuis le deuxième trimestre 2020. Chaque point de données se rapporte aux valeurs de fin d'année d'un trimestre donné. Les données relatives aux migrations de travail en provenance de pays non membres de l'UE présentées dans la partie b) sont approximées par les services de la BCE sur la base de la part des migrations à des fins professionnelles dans les données tirées de l'enquête internationale sur les voyageurs (*International Passenger Survey data*) établie par l'ONS. Ces données ne sont pas disponibles pour les migrations des citoyens de l'UE selon la nouvelle méthodologie de collecte de données. En 2020 et 2021, les études (45 %) étaient la principale raison des migrations en provenance de pays hors l'UE, tandis que le travail (26 %) et les autres raisons (29 %) représentaient une part comparable. Les dernières données disponibles montrent que les autres raisons représentaient une part plus importante (39 %), reflétant probablement un flux accru de personnes entrant à des fins de protection humanitaire. Les anciennes estimations sont établies à l'aide de méthodes différentes de celles des nouvelles estimations, ce qui signifie qu'il convient d'éviter les comparaisons entre les deux parties. Notons également que les nouvelles estimations sont expérimentales et provisoires. Ces estimations sont fondées sur des données administratives et des données tirées d'enquêtes provenant de différentes sources, appuyées par une modélisation statistique lorsque les données sont incomplètes. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

Si, en moyenne, l'augmentation des arrivées de ressortissants de pays hors UE a plus que compensé la baisse des migrations en provenance de l'UE, la

nouvelle politique migratoire a réduit l'offre de main-d'œuvre dans certains secteurs.

Les nouvelles règles en matière de migration ont eu un impact particulièrement négatif sur l'offre de main-d'œuvre dans les secteurs qui emploient de la main-d'œuvre faiblement qualifiée. L'inversion des flux migratoires pourrait s'expliquer par le nouveau système d'immigration qui a libéralisé l'accès au marché du travail britannique pour les citoyens qualifiés non ressortissants de l'UE, tout en exigeant des visas pour les ressortissants de l'UE qui n'étaient soumis à aucune restriction auparavant. Les permis de travail ne sont désormais accessibles qu'à partir d'un certain niveau de qualification et de salaire ²⁵. Dès lors, la majeure partie des secteurs qui emploient des travailleurs faiblement qualifiés, et recrutaient jusqu'alors principalement dans l'UE, n'ont plus été autorisés à délivrer des visas de travail, ce qui a entraîné une augmentation de l'immigration hors UE, atténuant ainsi les pénuries dans certains secteurs et certaines professions (graphique 12, partie a). Les secteurs à l'origine de la hausse de l'emploi des citoyens de pays hors UE n'étaient, dans la plupart des cas, pas les mêmes que ceux à l'origine de la baisse de l'emploi des citoyens de l'UE. Les nouvelles conditions d'obtention des visas ayant rendu plus difficile l'embauche des travailleurs de l'UE faiblement qualifiés, l'absence de ces travailleurs est devenue particulièrement visible dans des secteurs tels que l'hôtellerie et la restauration (graphique 10). Les entreprises du secteur de l'hôtellerie et de la restauration n'ont donc pas été en mesure, dans un premier temps, de remplacer les travailleurs de l'UE, même si ce secteur a enregistré une augmentation de l'emploi de ressortissants de pays non membres de l'UE au cours de l'année passée (graphique 12, partie b) ²⁶. En revanche, d'autres secteurs, tels que la santé et l'action sociale, n'ont pas été affectés négativement par les nouvelles règles migratoires ou ont même bénéficié des entrées de travailleurs qualifiés non ressortissants de l'UE (graphique 12, partie c) ²⁷. Si, en moyenne, l'augmentation de l'emploi des non-ressortissants de l'UE a compensé la baisse de l'emploi des ressortissants de l'UE, la nouvelle politique migratoire a réduit l'offre de main-

²⁵ Le nouveau système migratoire introduit en janvier 2021 permet aux candidats à l'immigration économique de demander soit un « visa de travailleur qualifié » (*Skilled Worker visa*), s'ils ont déjà reçu une offre d'emploi supérieure à un certain seuil de salaire et de qualifications, soit un « visa de travailleur saisonnier » (*Seasonal Worker visa*), destiné à des contrats de courte durée dans les secteurs de l'agriculture et de la production de produits alimentaires. La fin de la libre circulation a donc été contrebalancée par un régime plus libéral pour les visas de travailleurs qualifiés, qui a surtout profité aux travailleurs non ressortissants de l'UE.

²⁶ Dans un premier temps, les baisses les plus fortes de l'emploi des ressortissants de l'UE ont été observées dans les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, ainsi que dans les services administratifs et de soutien. Dans ces deux secteurs, les employeurs avaient massivement recours aux citoyens de l'UE avant le Brexit et n'ont pas utilisé le système de visa de travail depuis la pandémie, parce que relativement peu des emplois concernés répondent aux critères de qualifications et de salaire requis pour ces visas et parce que ces employeurs n'ont que peu d'expérience dans l'utilisation du système de visa par le passé. Cf. Sumption (M.), Forde (C.), Alberti (G.) et Walsh (P.W.), « *How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK* », op. cit. En 2022, ces secteurs ont enregistré une augmentation de l'emploi des ressortissants de pays hors UE, qui peut être attribuée à des entrées de travailleurs non ressortissants de l'UE dans le cadre du programme de mobilité des jeunes, de visas de protection humanitaire ou comme personnes à charge des principaux candidats. En raison de la flexibilité de leurs droits au travail il était probable qu'ils chercheraient un emploi dans des professions à faibles qualifications. Cf. « *Migration Advisory Committee (MAC) annual report, 2022* », *corporate report, Migration Advisory Committee*, janvier 2023.

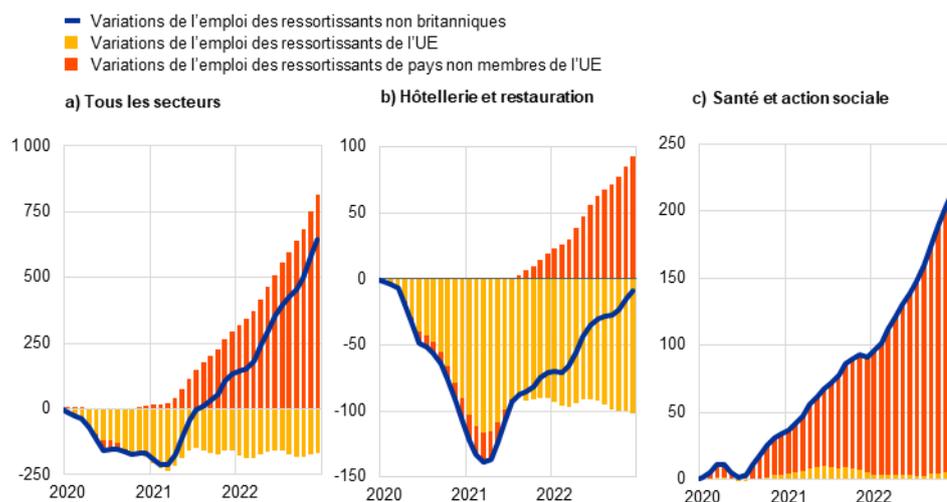
²⁷ L'augmentation du nombre de travailleurs non ressortissants de l'UE résulte principalement du secteur de la santé, la part élevée des emplois éligibles aux visas de travail qualifié ayant favorisé le passage d'une migration en provenance de l'UE plus faible à un recrutement hors UE. Les employeurs du secteur de la santé sont également de plus grande taille en moyenne et ont une plus grande expérience dans l'utilisation des régimes de visas.

d'œuvre dans certains secteurs ²⁸. Toutefois, les données disponibles à ce jour suggèrent que les modifications des flux migratoires ne sont qu'un des multiples facteurs contribuant à l'augmentation des tensions sur le marché du travail.

Graphique 12

Emploi au Royaume-Uni par nationalité

(évolution depuis décembre 2019, en milliers, données mensuelles)



Source : HM Revenue and Customs.

Notes : Les données ne sont pas corrigées des variations saisonnières et sont présentées sous forme de moyennes mobiles sur trois mois. Elles ne comprennent que les emplois salariés dans le cadre du système de retenue à la source et n'incluent pas d'autres catégories d'emplois, telles que les travailleurs indépendants. Toutefois, les données incluent les personnes mises au chômage technique (*furlough*) dans le cadre du dispositif de maintien de l'emploi lié au coronavirus (*Coronavirus Job Retention Scheme*). Il convient également de noter que ces estimations sont expérimentales et provisoires. Les variations de l'emploi net des citoyens britanniques sont exclues afin de mettre en évidence les variations de l'emploi des citoyens non britanniques. Le secteur de l'hôtellerie et de la restauration représente 8 % de l'emploi total au Royaume-Uni, tandis que le secteur de la santé et de l'action sociale en représente 14 %. Les dernières observations se rapportent à décembre 2022.

Le Brexit ne peut expliquer qu'en partie la faiblesse du redressement de l'offre de main-d'œuvre au Royaume-Uni, tandis que le vieillissement de la population et les effets de la pandémie semblent jouer un rôle important dans la baisse du taux d'activité du pays. Les modifications de la migration en provenance de l'UE ne sont pas le seul facteur à l'origine des récentes évolutions de l'offre de main-d'œuvre au Royaume-Uni. La croissance de la population active avait déjà commencé à se ralentir avant la pandémie, la génération des « baby-boomers » du Royaume-Uni ayant commencé à partir à la retraite (comme cela a également été observé dans beaucoup d'autres économies avancées), ce qui a entraîné une nette diminution de la population en âge de travailler née au Royaume-Uni. Le vieillissement de la population a été pallié dans une certaine mesure par le relèvement de l'âge de départ à la retraite des hommes comme des femmes et par un niveau d'éducation plus élevé, mais l'impact de ces mesures s'était largement dissipé au début de la pandémie ²⁹. Les taux d'inactivité plus élevés chez les personnes âgées de plus de 50 ans ont fortement contribué à l'augmentation de la

²⁸ Une analyse qui compare les résultats contrefactuels antérieurs à la pandémie aux résultats effectifs indique une réduction nette du nombre de travailleurs correspondant à 1 % de la main-d'œuvre. Cf. Portes (J.) et Springford (J.), « *The Impact of the Post-Brexit Migration System on the UK Labour Market* », *Discussion Paper Series*, n° 15883, IZA Institute of Labor Economics, janvier 2023.

²⁹ Cf. Saunders (M.), « *Some reflections on Monetary Policy past, present and future* », discours à la Resolution Foundation, 18 juillet 2022.

population inactive (graphique 13, partie a). D'autres facteurs déclenchés par la pandémie ont également contribué à la baisse du taux d'activité. Si la pandémie et les temps d'attente plus longs pour accéder aux services de santé semblent avoir augmenté le nombre de personnes atteintes de problèmes de santé de longue durée au sein de la population inactive, il est possible que cette augmentation concerne principalement des personnes déjà inactives avant la pandémie. Les départs en retraite anticipée représentent une part beaucoup plus importante des sorties de la population active (graphique 13, partie b) ³⁰.

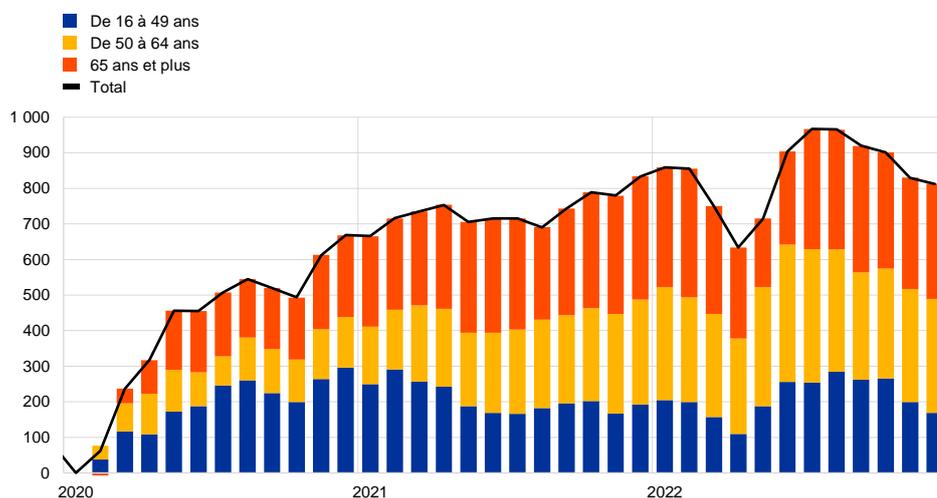
³⁰ Cf. Boileau (B.) et Cribb (J.), « *The rise in economic inactivity among people in their 50s and 60s* », note d'information de l'IFS, n° BN345, Institute for Fiscal Studies, juin 2022.

Graphique 13

Autres facteurs déterminants de l'augmentation de l'inactivité sur le marché du travail

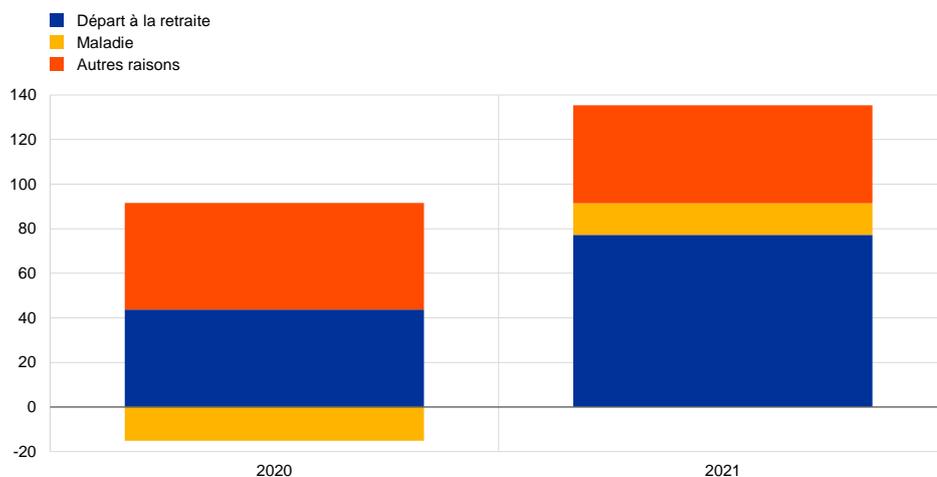
a) Population inactive par cohortes d'âges

(variations depuis février 2020, en milliers, données mensuelles)



b) Raisons des passages à l'inactivité pour les personnes âgées de 50 à 70 ans

(variations par rapport à la moyenne de 2016-2019, en milliers, données annuelles)



Source : *Longitudinal Labour Force Survey (ONS)*.

Notes : Les données de la partie a) sont présentées sous forme de moyennes mobiles sur trois mois. Si l'âge de départ à la retraite au Royaume-Uni est actuellement de 66 ans, les seules données disponibles concernent l'ensemble des personnes âgées de plus de 65 ans. Les données de la partie b) se rapportent à la variation du nombre de personnes économiquement inactives âgées de 50 à 70 ans, classées selon le motif d'inactivité, par rapport à la moyenne entre 2016 et 2019. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023 pour la partie a) et à décembre 2021 pour la partie b).

6 Conclusions

Presque deux ans et demi après la sortie du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière de l'UE, de plus en plus d'éléments indiquent que le Brexit a eu des effets négatifs sur le commerce et le marché du travail du Royaume-Uni. Du côté des échanges commerciaux, après avoir contrôlé par les effets liés à la pandémie, le Brexit semble avoir entraîné une baisse significative des

échanges commerciaux entre l'UE et le Royaume-Uni dans les deux sens, échanges qui pourraient toutefois se redresser dans une certaine mesure au fil du temps, une fois les entreprises du Royaume-Uni et de l'UE pleinement adaptées au nouvel environnement. La part des échanges commerciaux en pourcentage du PIB a également diminué et un certain nombre de petites et moyennes entreprises du Royaume-Uni se sont retirées du commerce extérieur avec l'UE. S'agissant du marché du travail, il apparaît que la fin de la libre circulation des citoyens de l'UE a également contribué à l'augmentation récente des pénuries de main-d'œuvre, en particulier dans les secteurs où les travailleurs sont faiblement qualifiés. Toutefois, d'autres déterminants, potentiellement plus importants, ont également contribué à la baisse du taux d'activité au Royaume-Uni. Une forte incertitude demeure quant aux effets à long terme, y compris la mesure dans laquelle le ralentissement des échanges avec l'UE et de la migration en provenance de l'UE pourrait peser sur l'offre potentielle de main-d'œuvre et sur la productivité future.

2 L'impact selon les catégories de ménages de la récente poussée de l'inflation

Alina Bobasu, Virginia di Nino et Chiara Osbat

1. Introduction

Cet article examine l'impact selon les catégories de ménages de la poussée de l'inflation observée dans la zone euro depuis mi-2021. La forte inflation a été alimentée par une combinaison de facteurs. À partir de 2021, la zone euro et les économies mondiales se sont rouvertes après la période de confinement dans un contexte de goulets d'étranglement persistants du côté de l'offre. Début 2022, après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le prix de l'énergie importée, qui s'inscrivait déjà en hausse, est monté en flèche. Cela a eu pour conséquence un important choc négatif sur les termes de l'échange pour la zone euro ¹. Si initialement la forte hausse de l'inflation a été déclenchée pour l'essentiel par des facteurs mondiaux, le rôle de la demande intérieure s'est accentué au fil du temps avec le redressement de l'économie après la levée des restrictions liées à la pandémie de COVID-19 ².

Les origines de l'inflation ainsi que les caractéristiques des ménages contribuent à déterminer les effets sur le bien-être d'une forte inflation persistante et ses implications distributives. L'exposition aux chocs d'inflation dépend du niveau et de la composition de trois caractéristiques principales des ménages : la consommation, les revenus et la richesse. Dans l'épisode inflationniste actuel, les conséquences distributives via le canal de la consommation sont particulièrement importantes, car le choc sur les termes de l'échange affecte principalement les produits de première nécessité tels que l'énergie et les produits alimentaires. Les ménages à faibles revenus dépensent proportionnellement davantage pour ces produits de première nécessité et disposent de peu de marge de manœuvre pour effectuer des substitutions entre les dépenses concernant ces postes ³.

Les différents ménages disposent également de différentes marges d'ajustement aux chocs inflationnistes, en fonction des caractéristiques de leurs revenus et de leur bilan ⁴. Ils peuvent diminuer leur consommation, mais aussi emprunter, puiser dans leur épargne, augmenter le nombre d'heures

¹ Lorsqu'on évalue l'impact des variations des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat des ménages, le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée (ou déflateur du revenu/déflateur des dépenses) constitue un indicateur utile.

² Cf. l'encadré intitulé « [Le rôle de la demande et de l'offre dans l'inflation sous-jacente – une analyse de l'IPCHX selon une approche par composantes](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022.

³ Pour les parts de consommation par quintile de revenus, cf. l'encadré intitulé « [L'impact de la récente hausse de l'inflation sur les ménages à faibles revenus](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022. Cf. également Strasser (G.), Messner (T.), Ruml (F.) et Ampudia (M.), « *Inflation heterogeneity at the household level* », *Occasional Paper Series*, BCE, 2023, à paraître.

⁴ Pour une analyse récente des implications du choc sur les prix de l'énergie dans des modèles avec agents hétérogènes, cf. Auclert (A.), Monnerie (H.), Rognie (M.) et Straub (L.), « *Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy* », *mimeo*, 2023.

travaillées et demander des hausses de salaire. Toutefois, les ménages à faibles revenus tendent à avoir moins ou pas de marge de manœuvre pour réduire leur consommation, puiser dans leur épargne, accéder au crédit et négocier des salaires plus élevés. De plus, ils sont confrontés à un risque de chômage plus important si la forte hausse de l'inflation déclenche une récession économique, ce qui devient plus probable quand l'inflation est déterminée dans une large mesure par des chocs d'offre extérieurs⁵. Enfin les ménages peuvent se couvrir contre la forte inflation via le canal de la richesse. La détention d'actifs réels tels qu'un logement ou des actions est une meilleure couverture contre l'inflation que la détention d'espèces. L'option de couvrir la richesse contre l'inflation est généralement plus facilement accessible aux ménages à revenus élevés, tandis que les ménages à faibles revenus tendent à détenir relativement plus d'espèces ou d'actifs liquides.

Cet article propose une évaluation des effets exercés par la récente poussée de l'inflation sur les ménages de la zone euro par le biais de ces canaux.

La section 2 analyse les données empiriques liées au canal de la dépense en se concentrant sur l'hétérogénéité de l'inflation et ses implications en matière de bien-être selon les ménages. La section 3 présente des éléments sur le canal du revenu. La section 4 analyse les effets distributifs de l'inflation sur la richesse des ménages via les compositions des portefeuilles et les effets de la poussée de l'inflation sur les emprunteurs. La section 5 conclut l'article.

2 Le canal de la dépense

Lorsque l'inflation résulte de fortes variations des prix relatifs, les taux d'inflation qui affectent les différents ménages deviennent plus hétérogènes, reflétant les différences de paniers de consommation entre ménages.

La littérature sur l'hétérogénéité de l'inflation relève qu'en moyenne dans le temps, il n'y a pas d'écart systématique entre l'inflation qui affecte les ménages à faibles revenus et celle touchant les ménages à revenus élevés⁶. Toutefois, les effets d'une hausse de l'inflation sur le bien-être des ménages à faibles revenus tendent à être plus prononcés quand les prix de l'énergie et des produits alimentaires augmentent par rapport à l'inflation moyenne (graphique 1, partie a) et quand l'inflation est plus volatile en général⁷. Cela reflète le fait que ménages à faibles revenus consacrent une part plus élevée de leurs dépenses aux produits de première nécessité. Selon

⁵ Bernanke (B.S.), Gertler (M.) et Watson (M.), « *Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 1997, p. 91-142 ; Hamilton (J.D.) et Herrera (A.M.), « *Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, n° 2, avril 2004, p. 265-286 ; Hamilton (J.D.), « *Historical oil shocks* », *NBER WP*, n° 16790, février 2011 ; Kilian (L.), « *The Economic Effects of Energy Price Shocks* », *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n° 4, décembre 2008, p. 871-909 ; et Edelstein (P.) et Kilian (L.), « *How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, N° 6, septembre 2009, p. 766-779.

⁶ Hobbijn (B.) et Lagakos (D.), « *Inflation inequality in the United States* », *The review of income and wealth*, vol. 51, Issue 4, décembre 2005.

⁷ Gürer (E.) et Weichenrieder (A.), « *Pro-rich inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality* », *German Economic Review*, vol. 21, Issue 1, 2020 ; Strasser *et. al.*, *op. cit.* ; Osbat (C.), « *Measuring inflation with heterogeneous preferences, taste shifts and product innovation: methodological challenges and evidence from micro data* », *Occasional Paper Series*, BCE, 2023, à paraître ; Jaravel, X., « *Inflation Inequality: Measurement, Causes, and Policy Implications* », *Annual Review of Economics*, vol. 13, n° 1, août 2021, p. 599-629.

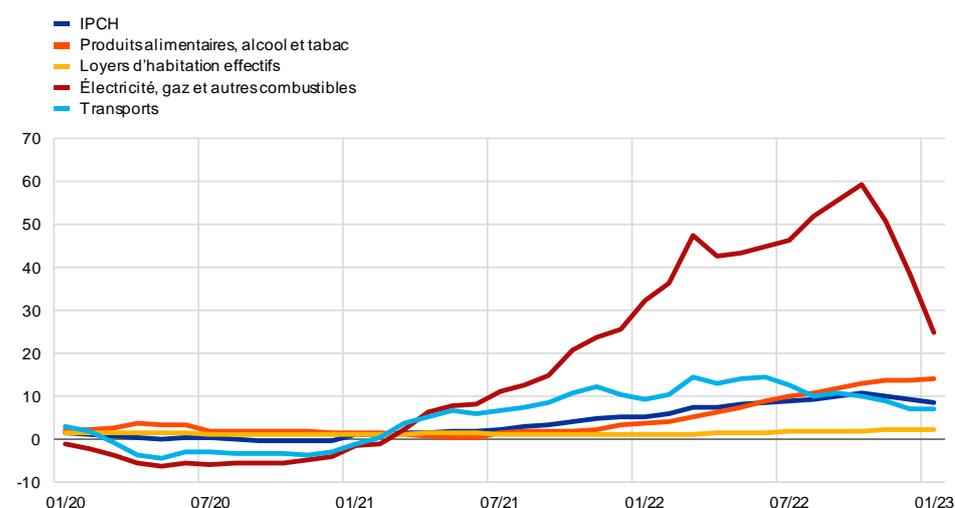
l'enquête 2015 sur le budget des ménages pour la zone euro, les ménages du quintile de revenus inférieur consacrent environ 50 % de leurs dépenses totales au loyer, aux produits alimentaires et aux services collectifs, contre environ 25 % pour les ménages du quintile de revenus supérieur (graphique 1, partie b).

Graphique 1

Inflation et exposition du panier de consommation par composante sélectionnée

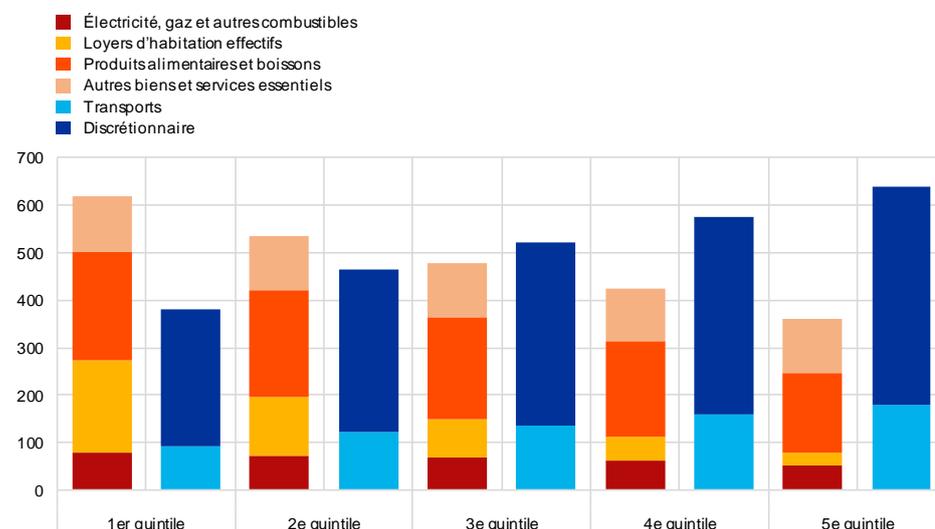
a) Inflation annuelle pour l'IPCH total, les services collectifs énergétiques, les produits alimentaires et les loyers

(variations annuelles en pourcentage)



b) Paniers de consommation dans la zone euro par quintile de revenus

(part des dépenses totales, à l'échelle 1/1 000)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La somme des pondérations de la classification des fonctions de consommation des ménages (*classification of individual consumption by purpose*, COICOP) est égale à 1000 ; « Autres biens et services essentiels » inclut la santé, les communications, l'éducation, la distribution d'eau et divers services liés au logement. « Discretionnaire » inclut l'ensemble des catégories COICOP restantes. La partie b se rapporte à 2015. Les dernières observations pour la partie a se rapportent à février 2023.

L'écart en matière d'inflation subie par les ménages entre les 20 % situés en bas de la distribution des revenus et les 20 % situés en haut a atteint un pic fin 2022, à son plus haut niveau depuis le milieu des années 2000

(graphique 2, partie a) ⁸. En complément, les données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) montrent que le différentiel de croissance des dépenses entre les consommateurs du quintile inférieur de la distribution des revenus et ceux du quintile supérieur est légèrement plus faible que l'écart correspondant pour l'inflation perçue ⁹. En parallèle de différences de composition du panier de dépenses, les consommateurs à revenus élevés ont déclaré se mettre en quête de bonnes affaires pour freiner leurs dépenses totales quand l'inflation augmente (encadré 1).

⁸ L'écart d'inflation subie ne peut être mesuré que de manière approximative pour les dernières années, car les pondérations des dépenses de consommation par classe de revenus pour la zone euro ne sont publiées qu'avec un décalage important. Nous avons actualisé les pondérations de 2015 à l'aide des variations des prix relatifs correspondants dans chaque catégorie de consommation. Cette actualisation se fonde sur l'hypothèse que le taux d'inflation dans chaque catégorie est le même pour les différents ménages (c'est-à-dire que le renchérissement des produits alimentaires est le même pour chaque ménage et seule la part des dépenses allouée à ces produits diffère).

⁹ Cf. l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*).

Graphique 2

Écart d'inflation annuelle entre les ménages du quintile de revenus inférieur et ceux du quintile de revenus supérieur et sa décomposition

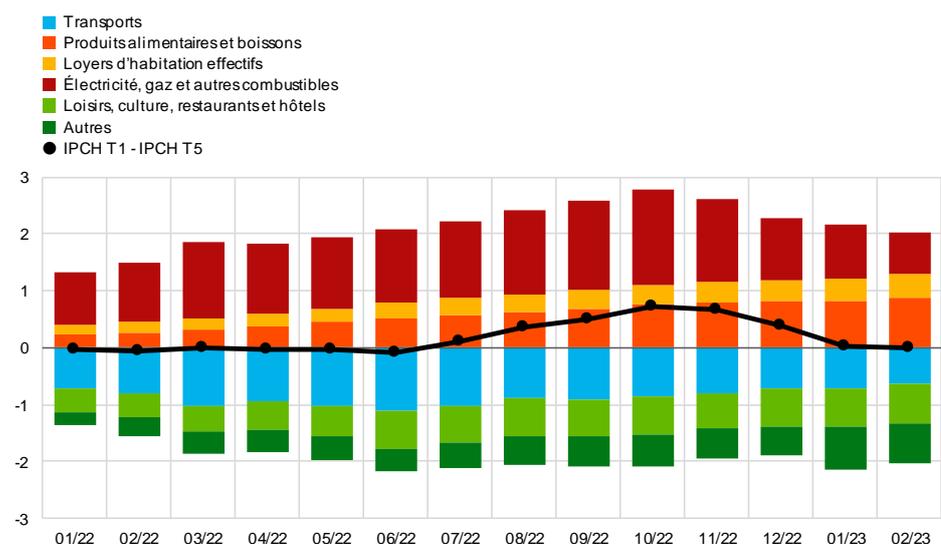
a) Écart d'inflation entre les ménages du quintile de revenus inférieur et ceux du quintile de revenus supérieur pour la zone euro

(pourcentages)



b) Décomposition de l'écart d'inflation entre les ménages du quintile de revenus inférieur et ceux du quintile de revenus supérieur

(pourcentages)



Sources : Eurostat HBS, ISTAT et calculs de la BCE.

Notes : Les contributions des composantes individuelles sont calculées comme le taux d'inflation au niveau de la composante multiplié par la différence de pondération de la composante dans les paniers de consommation spécifiques aux différents quintiles. Les taux d'inflation par quintile sont calculés en incluant les loyers, mais en excluant les dépenses relatives aux « coûts des loyers imputés et des logements occupés par leur propriétaire ». Les pondérations sont fondées sur l'enquête HBS pour 2015 et mises à jour mécaniquement à l'aide des évolutions des prix relatifs dans chaque sous-composante de la COICOP. Les dernières observations se rapportent à février 2023.

Les ménages à revenus élevés ont davantage de marge de manœuvre pour amortir les hausses de prix. Ils peuvent effectuer des substitutions entre classes de consommation, réduire leur consommation en diminuant les dépenses sur les postes discrétionnaires tels que le voyage aérien ou les services récréatifs et ils peuvent également opter pour des produits moins onéreux (« *trade down* ») dans chaque catégorie de dépenses. Par exemple, selon l'enquête CES de la BCE, les consommateurs faisant partie des ménages dont les revenus appartiennent aux 20 % situés en haut de la distribution peuvent envisager de réduire leur

consommation future de biens durables pour limiter leurs dépenses totales près de trois fois plus que ceux du quintile inférieur. De plus, les ménages à revenus élevés paient un prix plus élevé pour des produits d'épicerie comparables et peuvent réagir en optant pour des produits moins onéreux, passant par exemple de denrées alimentaires biologiques à des produits pour petit budget, en choisissant des magasins moins chers ou en accroissant la fréquence de leurs achats afin de faire la chasse aux bonnes affaires ¹⁰. Le fait d'opter pour des produits moins onéreux afin d'amortir les chocs de revenus défavorables a également été observé pendant la crise financière mondiale ¹¹. Plus récemment, Kouvavas a souligné que ce phénomène était source de biais dans la mesure de l'inflation en raison d'un déplacement de la composition des biens et services vers une moindre qualité ¹².

La perte de bien-être associée à une hausse de l'inflation peut être quantifiée en calculant le transfert forfaitaire hypothétique qui restaurerait le niveau de bien-être pré-inflation. Les données tirées de l'enquête CES de la BCE montrent que le transfert forfaitaire nécessaire pour compenser le niveau élevé d'inflation en 2022 pour les ménages du quintile de revenus inférieur serait trois fois plus élevé, en part de leur revenu, que le transfert vers les ménages du quintile de revenus supérieur (graphique 3) ¹³. Le différentiel atteint un rapport de un à dix quand l'on compare les 5 % les plus hauts et les 5 % les plus bas de la distribution des revenus.

¹⁰ La GfK (*Gesellschaft für Konsumforschung*), une société d'études de marché, fournit des informations sur les dépenses en biens de grande consommation des ménages individuels en Allemagne pour différentes classes de revenus. En 2018, la part de dépenses dans les magasins « *discount* » s'est élevée à 47 % environ pour les deux catégories de revenus inférieures et à 33 % environ pour les deux catégories de revenus supérieures, ce qui indique que les catégories de revenus supérieures ont davantage de marge de manœuvre pour réduire le coût de leur panier d'achats en modifiant leurs habitudes d'achat.

¹¹ Cf. l'article intitulé « [Les prix des produits de consommation courante dans la zone euro : conclusions tirées de l'analyse d'une base de données désagrégées sur les prix](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

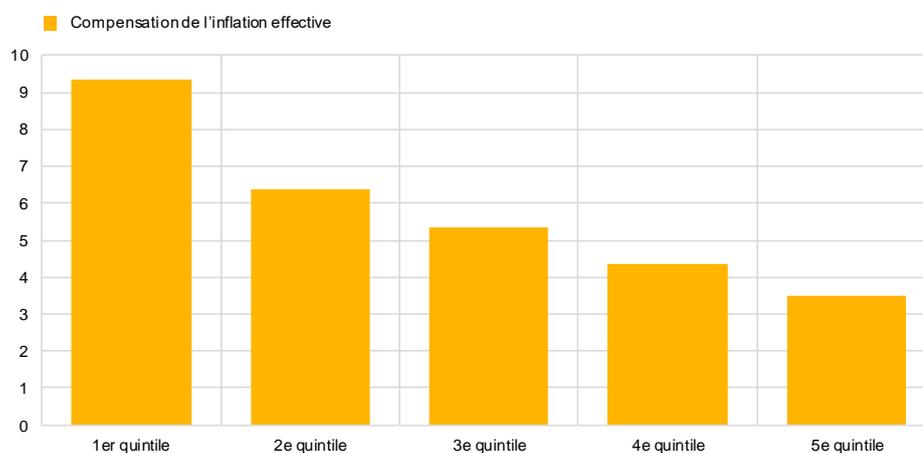
¹² Kouvavas (O.), « [Trading Down and Inflation](#) », *University of Warwick*, *mimeo*, 2020.

¹³ En faisant l'hypothèse d'une fonction d'utilité de Cobb-Douglas, les transferts hypothétiques sont calculés - de manière séparée pour l'inflation subie et l'inflation perçue - comme une somme pondérée de l'inflation par catégorie de dépenses, multipliée par la part des dépenses pour chaque catégorie par rapport au revenu total. Les dépenses par catégorie principale sont déclarées en fréquence trimestrielle dans l'enquête CES. L'inflation subie au cours des 12 mois précédents par catégorie de dépenses a été analysée en décembre 2021 et décembre 2022. L'inflation subie est fondée sur les statistiques d'inflation officielles par catégorie de dépenses. Cf. Causa (O.), Soldani (E.), Luu (N.) et Sorio (C.), « [A cost-of-living squeeze? Distributional implications of rising inflation](#) », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1744, décembre 2022.

Graphique 3

Transferts forfaitaires hypothétiques compensant l'inflation en 2022 par quintile de revenus

(pourcentages du revenu nominal net)



Sources : Eurostat et enquête CES.

Notes : Les transferts forfaitaires se rapportent à la population entière. Ils sont calculés en faisant l'hypothèse d'une fonction d'utilité de Cobb-Douglas. En conséquence, les compensations des revenus sont équivalentes à la somme pondérée des taux d'inflation par catégorie de dépenses (subie et perçue) entre t1 et t0, multipliée par la part des dépenses totales de chaque catégorie en revenu net à t0.

Toutefois, ces transferts forfaitaires pourraient surestimer les pertes de bien-être effectives subies par les ménages à revenus élevés, qui en 2022 ont dépensé davantage pour répondre à leur demande latente, en particulier s'agissant des voyages et des loisirs. Les données tirées de l'enquête CES de la BCE montrent qu'en 2022, le ratio dépenses/revenus a augmenté davantage que ce n'aurait dû être normalement le cas pour toute hausse d'un point de pourcentage de la part des dépenses en services collectifs. De plus, des éléments indiquent un niveau inhabituellement bas des taux d'épargne pour les ménages qui dépensent davantage en meubles, restaurants et voyages. Les deux types de dépenses ont contribué à la forte hausse de l'inflation. Toutefois, dans un cas, l'augmentation des dépenses satisfait des besoins fondamentaux après une hausse exogène du prix des produits de première nécessité et, dans l'autre, la hausse des dépenses reflète l'optimisation de l'utilité par les consommateurs allouant du temps et des ressources financières à des activités de loisirs après la levée des restrictions liées à la pandémie. Les implications sont nettement différentes dans les deux cas, les pertes de bien-être étant substantiellement plus élevées dans le cas d'une hausse exogène du prix d'un produit de première nécessité que pour un bien de luxe ¹⁴. Par conséquent, le transfert forfaitaire devrait être adapté afin de prendre en compte les choix discrétionnaires du consommateur.

¹⁴ Cf. Attanasio (O.P.) et Pistaferri (L.), « *Consumption Inequality* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n° 2, 2016, p. 3-28 et Fang (L.), Hannusch (A.) et Sil (P.), « *Luxuries, Necessities, and the Allocation of Time* », *Working Paper 2021-28*, Federal Reserve Bank of Atlanta, décembre 2021.

Encadré 1

Comment le comportement des consommateurs change avec l'inflation

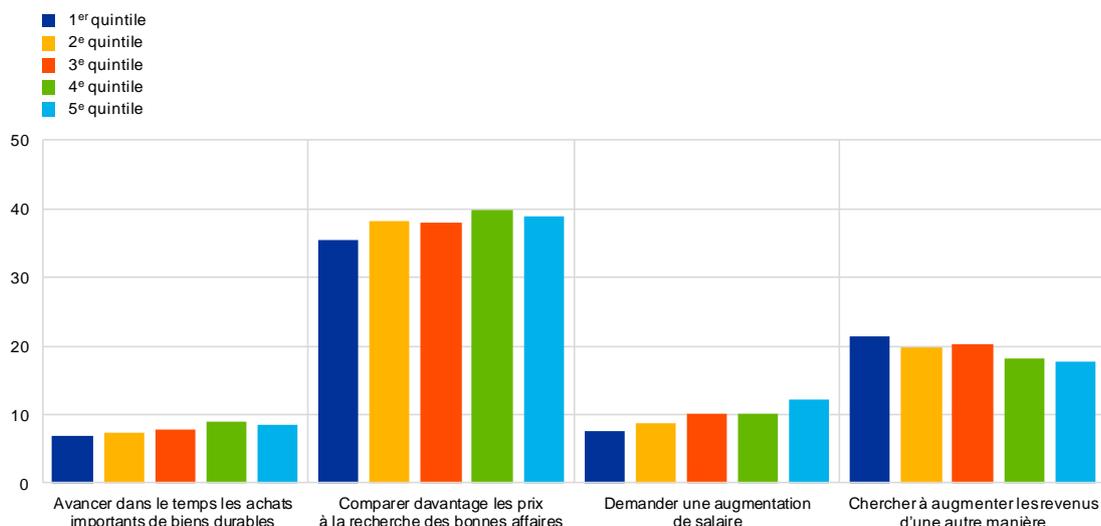
Virginia di Nino

En décembre 2022, il a été demandé aux participants à l'enquête CES d'envisager leurs anticipations d'inflation à 12 mois et de sélectionner les mesures qu'ils pourraient prendre pour limiter les effets de l'inflation anticipée sur leurs dépenses totales. Différentes mesures ont été choisies à des degrés variables par les différents groupes de revenu (graphique A). La stratégie consistant à comparer les prix à la recherche de bonnes affaires a été la plus fréquemment mentionnée, en particulier par les consommateurs se situant dans les 20 % supérieurs de la distribution des revenus, qui l'ont indiquée 40 % du temps, par rapport aux 35 % déclarés par les consommateurs se situant dans les 20 % inférieurs de la distribution. Cela reflète le fait que les personnes à revenus élevés peuvent dans une plus grande mesure opter pour des produits moins onéreux dans leur panier d'achat, tandis que les consommateurs à faible revenu achètent déjà principalement des articles bon marché. Par ailleurs, l'option consistant à avancer dans le temps les achats importants de biens durables a été sélectionnée presque deux fois plus souvent par les consommateurs dont le revenu est supérieur à la médiane et qui achètent généralement des articles importants et durables plus fréquemment que ceux se situant dans les quintiles de revenu inférieurs. En ce qui concerne l'ajustement des revenus, seul un consommateur sur dix aurait demandé directement une compensation salariale, et cela a été plus souvent observé chez les consommateurs à revenu élevé, reflétant leur pouvoir de négociation relativement plus important. À l'inverse, les consommateurs à faible revenu auraient cherché des alternatives, comme trouver un deuxième emploi ou travailler un plus grand nombre d'heures, afin de compenser la hausse du coût de la vie. En moyenne, les consommateurs à faible revenu ont choisi cette stratégie presque trois fois plus souvent que la compensation salariale. Dans l'ensemble, les résultats de l'enquête semblent confirmer que les consommateurs à revenu élevé disposent davantage d'un coussin de sécurité pour amortir l'impact de la hausse des prix sur leur bien-être.

Graphique A

Stratégies adoptées pour faire face à la hausse des prix par quintile de revenu

(en pourcentages)



Source : enquête CES.

Notes : La question posée dans l'enquête CES est la suivante : « Veuillez réfléchir à vos anticipations quant à l'évolution des prix en général au cours des 12 prochains mois. Laquelle des mesures suivantes, le cas échéant, prenez-vous, ou avez-vous prévu de prendre, au cours des 12 prochains mois ? Veuillez sélectionner toutes les options qui s'appliquent à votre situation. 1. Avancer dans le temps les achats importants de biens durables. 2. Réduire les dépenses habituelles et épargner davantage. 3. Comparer les prix de manière plus active à la recherche de biens et de services à un meilleur prix. 4. Réduire le montant habituellement épargné et augmenter les dépenses. 5. Liquider (une partie ou l'intégralité de) l'épargne pour financer les dépenses. 6. Demander une augmentation de salaire à votre employeur actuel. 7. Chercher à augmenter vos revenus d'une autre manière (par exemple, changer d'emploi, trouver un deuxième emploi, travailler un plus grand nombre d'heures avec votre employeur actuel). 8. Aucune des propositions ci-dessus. »

3 Le canal du revenu

Les chocs inflationnistes se transmettent différemment aux ménages selon leur revenu et la composition de ce dernier.

Les salaires et prestations sociales constituent la plus grande partie du revenu des ménages à faible revenu et à revenu intermédiaire (graphique 4). Bien que les salaires minimums et les pensions soient indexés sur l'inflation dans de nombreux pays, ce qui apporte une certaine protection aux ménages se situant dans la partie inférieure de la distribution des revenus, globalement les salaires s'ajustent en général à l'inflation de manière partielle et avec un certain décalage¹⁵. En revanche, 40 % environ des revenus des personnes à revenu élevé proviennent de placements financiers et d'activités entrepreneuriales, qui s'ajustent plus rapidement à l'inflation, leur offrant une meilleure protection, en raison également de la diversification de leurs sources de revenus (section 4)¹⁶. Dans l'épisode d'inflation actuel, dans un environnement de résilience de la demande, de nombreuses entreprises ont pu augmenter leurs marges bénéficiaires, ce qui leur a aussi permis de compenser les pertes enregistrées pendant la période de restrictions liées à la pandémie. Une partie de ces bénéfices ont été redistribués sous forme de dividendes, bénéficiant aux ménages qui détiennent des actions dans leurs portefeuilles.

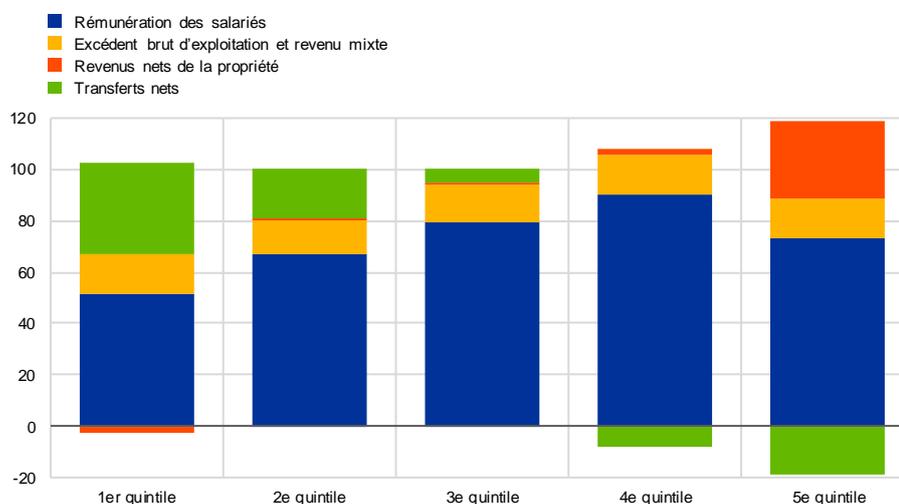
¹⁵ Globalement la lenteur de l'évolution des salaires empêche les ajustements. Cela vaut pour la hausse des prix mais également dans le cas de chocs négatifs sur la croissance. Cf. Consolo (A.), Koester (G.), Nickel (C.), Porqueddu (M.) et Smets (F.), « *The need for an inflation buffer in the ECB's price stability objective – the role of nominal rigidities and inflation differentials* », *Occasional Paper Series*, n° 279, BCE, septembre 2021 et Gautier (E.), Conflitti (C.), Faber (R.P.), Fabo (B.), Fadejeva (L.), Jouvanceau (V.), Menz (J.), Messner (T.), Petroulas (P.), Roldan-Blanco (P.), Rumler (F.), Santoro (S.), Wieland (E.) et Zimmer (H.), « *New facts on consumer price rigidity in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2669, BCE, juin 2022.

¹⁶ Plusieurs études font état d'une relation positive entre l'inflation et les inégalités de revenus. Romer (C.D.) et Romer (D.H.), « *Monetary Policy and the Well-being of the Poor* », *Working Paper Series*, n° 6793, *National Bureau of Economic Research*, 1998, ont conclu qu'aux États-Unis, une hausse de l'inflation non anticipée correspond à une hausse de la part de revenu pour les individus pauvres et à baisse du coefficient de Gini. Bulir (A.), « *Income inequality: Does inflation matter?* », *Working Paper Series*, n° 1998/007, Fonds monétaire international, 1998, a conclu que l'inflation passée a une incidence sur les niveaux actuels d'inégalités de revenu. Binder (C.), « *Inequality and the inflation tax* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 61, 2019, a conclu que la corrélation entre l'inflation et les inégalités de revenu a évolué avec le temps, devenant négative, notamment en Europe.

Graphique 4

Ventilation du revenu brut par source et par quintile de revenu

(en pourcentages)



Sources : Données Eurostat sur le revenu et la consommation et données d'enquêtes.

Notes : Les dernières observations se rapportent à 2021.

Les personnes à faible revenu et à revenu intermédiaire déclarent être plus vulnérables aux pertes de pouvoir d'achat.

Les travailleurs à faible revenu pourraient compter sur le pouvoir collectif de négociation salariale via les syndicats. Cependant, selon les données de l'enquête CES de la BCE, ils semblent être conscients que leur pouvoir d'influence individuel est limité. Leurs anticipations de revenu réagissent moins significativement à la hausse de l'inflation et, lorsqu'ils sont interrogés, ils sont plus susceptibles de chercher une source alternative de revenu (par exemple, travailler un plus grand nombre d'heures ou trouver un deuxième emploi) que de demander une augmentation de salaire. Les ménages à revenu élevé, en revanche, sont davantage susceptibles de demander une compensation salariale (encadré 1). De plus, l'enquête CES de la BCE note que la probabilité de perdre son emploi lors d'un ralentissement économique diminue de manière constante lorsque le revenu augmente, les individus à faible revenu déclarant régulièrement des taux de chômage anticipés plus élevés.

Cette fois-ci, la dynamique de l'emploi n'a pas contribué aux inégalités via le canal du revenu.

À cet égard, il est intéressant de comparer la manière dont l'emploi a évolué dans les groupes de revenu lors d'épisodes différents. Au début des confinements liés à la pandémie, dans les services nécessitant de nombreux contacts les risques de chômage et les pertes de revenus se sont orientés vers les travailleurs se situant dans les quintiles de revenu inférieurs, qui tendent à être plus fréquemment employés dans les secteurs de l'hébergement et de la restauration¹⁷¹⁸.

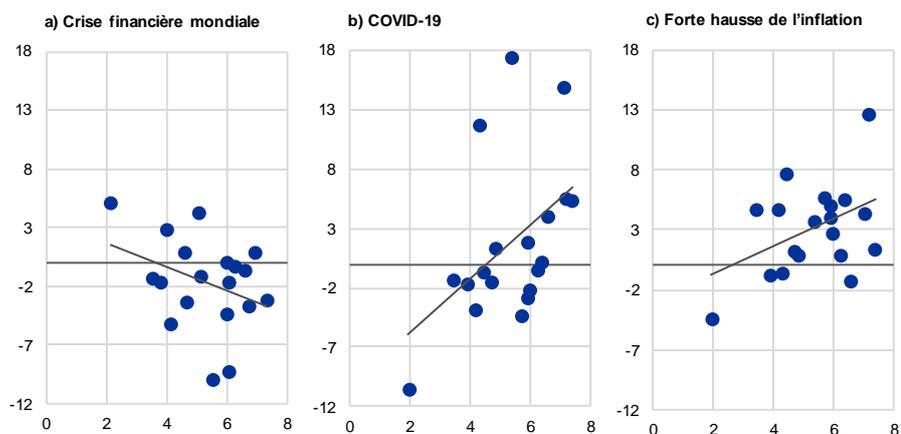
¹⁷ L'analyse de la Commission européenne, qui s'appuie sur les statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (*European Union Statistics on Income and Living Conditions*, EU-SILC), révèle qu'au début de la pandémie, les pertes de revenu pour les groupes à faible revenu étaient trois à six fois plus élevées que pour les groupes à revenu élevé dans l'ensemble des États membres de l'UE.

¹⁸ Cf. l'encadré intitulé « La COVID-19 et les inégalités de revenus dans la zone euro », dans l'article intitulé « Politique monétaire et inégalités », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

Toutefois, à la différence de ce qui a été observé lors de la crise financière mondiale, l'emploi a fait preuve d'une meilleure résilience dans les secteurs bien rémunérés (graphique 5). Dans le même temps, les dispositifs nationaux de maintien de l'emploi à grande échelle, en particulier les dispositifs de chômage partiel introduits dans presque tous les États membres de l'UE, sont parvenus à éviter les licenciements et à limiter le chômage, protégeant les travailleurs les plus vulnérables¹⁹. Par conséquent, le recul de l'emploi a été moins significatif dans les secteurs économiques présentant des taux de revenu moyen plus bas. Qui plus est, depuis la levée des restrictions liées à la pandémie au second semestre 2021, l'emploi s'est particulièrement bien redressé dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts qui ont initialement été plus touchés par la pandémie. L'enquête CES de la BCE montre que les taux de chômage ont augmenté plus significativement pour les travailleurs dont les revenus sont inférieurs à la médiane au second semestre 2020. Ils ont ensuite diminué dans une plus grande mesure pour la même classe de revenu au cours de l'année 2021 (graphique 6)²⁰. Dans le même temps, aucune nouvelle amélioration n'a été visible en 2022, et les premiers signes d'une détérioration générale sont apparus au second semestre de l'année.

Graphique 5 Évolutions du revenu et de l'emploi moyens par activité économique

(axe des abscisses : décile de revenu moyen ; axe des ordonnées : variation en pourcentage de l'emploi)



Sources : Enquête d'Eurostat sur les forces de travail et Enquête sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC).

Notes : « Crise financière mondiale » se rapporte à la période allant du quatrième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2010 ; « COVID-19 » à la période allant du quatrième trimestre 2019 au deuxième trimestre 2021 ; « Forte hausse de l'inflation » à la période allant du troisième trimestre 2021 au troisième trimestre 2022. Les dernières observations par décile de revenu moyen se rapportent à 2021. Les dernières observations de l'emploi par secteur se rapportent au troisième trimestre 2022. Les secteurs sont classés selon la nomenclature NACE, qui est la classification statistique des activités économiques dans la Communauté européenne.

¹⁹ Cf. l'article intitulé « Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

²⁰ L'EU-SILC de 2021 montre une amélioration globale de l'égalité entre 2019 et 2021, qui se reflète dans la réduction des « taux de risque de pauvreté », l'augmentation de la médiane du revenu disponible et du revenu du travail, en particulier pour le premier quintile. Le soutien des pouvoirs publics, ciblé aux quintiles de revenu inférieurs, a largement contribué à ces évolutions. Cf. également l'encadré intitulé « La reprise du marché du travail dans la zone euro sous le prisme de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2022.

Graphique 6
Dynamique des taux de chômage par classe de revenu



Source : enquête CES.

Notes : Les taux de chômage correspondent au ratio entre la population au chômage et la population active, calculés séparément pour chaque groupe de revenu. Les différences entre les taux de chômage sont établies par rapport au taux de chômage du deuxième trimestre 2020. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Les ménages à faible revenu disposent de coussins d'épargne moins importants et ont par conséquent davantage besoin des mesures gouvernementales pour éviter les difficultés financières.

Les ménages à faible revenu présentent également des taux d'épargne plus faibles, une épargne accumulée moins importante et, par extension, ont moins de marge de manœuvre pour amortir les augmentations des coûts lorsqu'ils sont confrontés à des chocs négatifs ²¹. Ces ménages désépargnent souvent, et présentent un taux d'épargne médian négatif de - 5,86 % pour le quintile de revenu inférieur, tandis que ceux qui se situent dans le quintile supérieur de la distribution des revenus épargnent environ 40 % de leur revenu disponible net ²². Sur la base des flux d'épargne déclarés chaque trimestre dans l'enquête CES de la BCE, on estime que la part des désépargnants dans les ménages du quintile de revenu inférieur a augmenté de 5 points de pourcentage en 2022, à 25 %, par rapport à 2021. Le taux d'épargne pour les ménages du quintile de revenu inférieur ayant une épargne positive a diminué de 10 points de pourcentage, soit quatre fois plus que la baisse estimée pour les consommateurs du quintile de revenu supérieur. Dans le cadre de l'enquête CES de la BCE, il a été demandé aux participants de noter leur perception du caractère suffisant des mesures budgétaires visant à protéger leur situation financière de l'impact des prix élevés de l'énergie ²³. Malgré l'augmentation très significative des prix de l'énergie, la perception moyenne du caractère suffisant des mesures s'est améliorée fin 2022 par rapport à l'année précédente ²⁴. L'association

²¹ Cf. Battistini (N.), Di Nino (V.), Dossche (M.) et Kolndrekaj (A.), « Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ? », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

²² Statistiques expérimentales d'Eurostat sur le revenu, la consommation et le patrimoine.

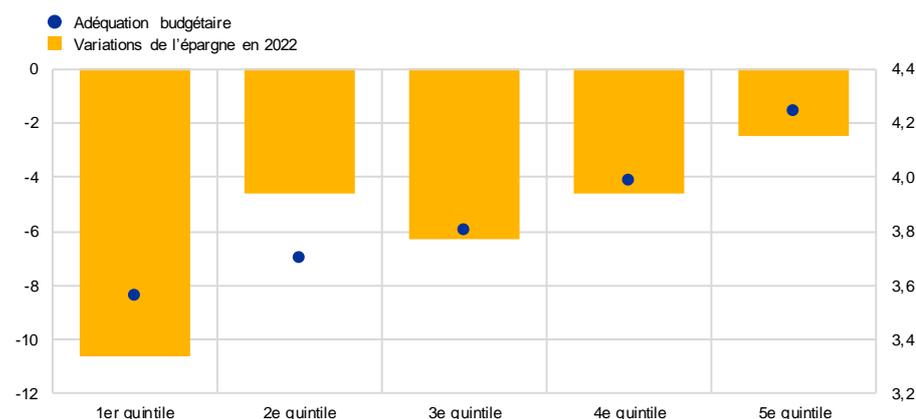
²³ En octobre 2021 et en décembre 2022, il a été demandé aux consommateurs de noter le caractère adéquat des mesures budgétaires prises dans leur pays pour protéger leurs conditions financières des effets négatifs des prix élevés de l'énergie sur une échelle allant de 0 (complètement inadéquates) à 10 (pleinement adéquates).

²⁴ Cf. l'article intitulé « Politique budgétaire et forte inflation », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

négative entre l'ampleur des baisses de l'épargne en 2022 et la perception du caractère suffisant des mesures gouvernementales indique que les ménages à faible revenu ont davantage besoin de soutien budgétaire (graphique 7). Plus le revenu est élevé, moins on sacrifie l'épargne et plus la note moyenne d'adéquation des mesures budgétaires est élevée.

Graphique 7
Variations de l'épargne et des notes d'adéquation des mesures budgétaires

(échelle de gauche : en pourcentage du revenu nominal net ; échelle de droite : perception du caractère adéquat de l'intervention sur une échelle de 0 à 10)



Sources : Eurostat et enquête CES.

Notes : La question sur l'adéquation des mesures budgétaires a été formulée de la façon suivante : « De nombreux gouvernements prennent actuellement des mesures pour alléger la charge que représente la hausse des prix de l'énergie pour les ménages. Dans quelle mesure pensez-vous que les dispositions mises en œuvre dans votre pays seront suffisantes pour maintenir le niveau habituel de dépenses en biens et services de votre ménage ? Échelle : 0 = complètement insuffisantes, 10 = totalement suffisantes ». La variation du taux d'épargne en 2022 ne tient compte que des consommateurs qui ont été des épargnants nets. Dans l'enquête CES, les flux d'épargne trimestriels sont déclarés en intervalles ; ceux-ci ont été retracés sous forme d'estimations ponctuelles via un modèle Tobit à double censure de l'épargne à l'aide des caractéristiques et des dépenses totales des ménages. Dans l'estimation, on suppose que l'épargne est comprise dans un intervalle défini par la valeur maximale et minimale de l'intervalle.

Encadré 2

Inflation, politique budgétaire et inégalités

Virginia Di Nino et Maximilian Freier²⁵

Les gouvernements de la zone euro ont agi pour atténuer les effets de la forte inflation en mettant en œuvre des mesures visant à limiter les hausses de prix et en apportant un soutien aux ménages et aux entreprises via des transferts directs et des allègements d'impôts²⁶. Cet encadré évalue l'impact de ces mesures budgétaires sur les scores d'inégalités de revenu des ménages en 2022 et les compare avec les effets perçus déclarés dans l'enquête CES de la BCE.

Dans l'ensemble, les mesures budgétaires prises par les gouvernements ont compensé l'écart d'inégalités qui a résulté de la forte hausse des prix à la consommation. Le Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC, en coopération avec le Centre commun de recherches de la Commission européenne, a évalué l'effet redistributif des mesures gouvernementales visant à

²⁵ Les auteurs remercient Simeon Bischl et Aleksandra Kolndrekaj pour leur aide précieuse aux recherches et leur contribution à cet encadré.

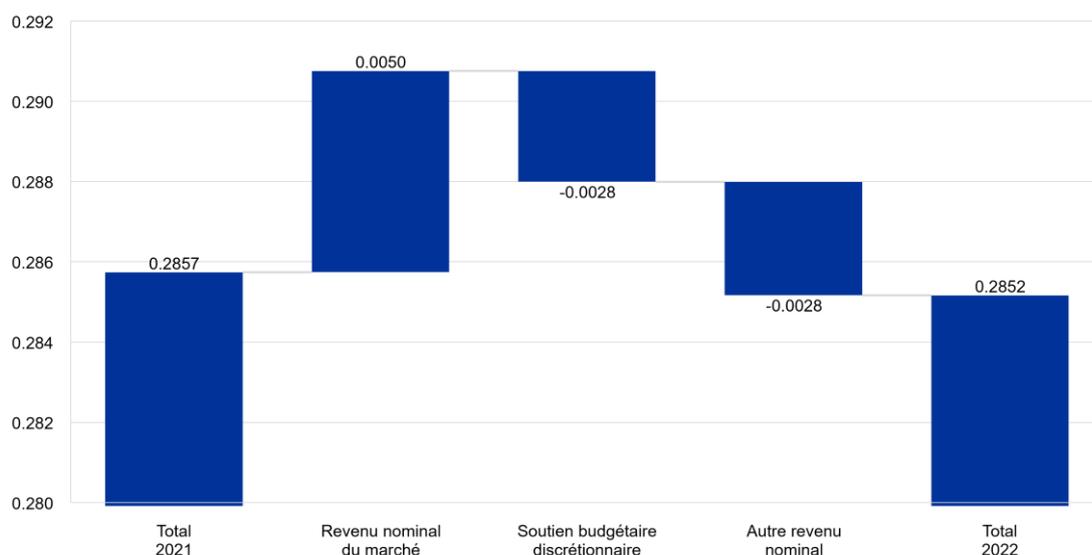
²⁶ Cf. l'encadré intitulé « L'effet redistributif des mesures budgétaires visant à compenser la forte hausse des prix à la consommation » dans l'article « Politique budgétaire et forte inflation », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

compenser la forte hausse des prix à la consommation en 2022 ²⁷. Bien que l'ampleur et l'impact des paquets fournissant un soutien budgétaire pour les prix de l'énergie aient varié d'un pays à l'autre, ces mesures de compensation de l'inflation ont limité l'augmentation des inégalités de revenu après impôt dans la zone euro. Le graphique A, partie a présente la variation du coefficient de Gini pour le revenu disponible des ménages entre 2021 et 2022. Pour la zone euro, le choc inflationniste s'est traduit par une augmentation des inégalités de revenu ²⁸, qui a été compensée par un soutien budgétaire discrétionnaire relatif à l'énergie en faveur des ménages. Les ménages à faible revenu ont également davantage bénéficié d'autres transferts gouvernementaux et de modifications des politiques non liées à l'énergie. L'écart d'inégalités est désormais comblé. Le rapport interquintile de revenu – une mesure alternative des inégalités qui calcule le ratio du revenu total reçu par les 20 % de la population ayant le revenu le plus élevé et les 20 % ayant le revenu le plus faible – dresse un tableau très similaire (graphique A, partie b).

Graphique A

Les effets des mesures budgétaires sur le coefficient de Gini de la zone euro et le taux de risque de pauvreté

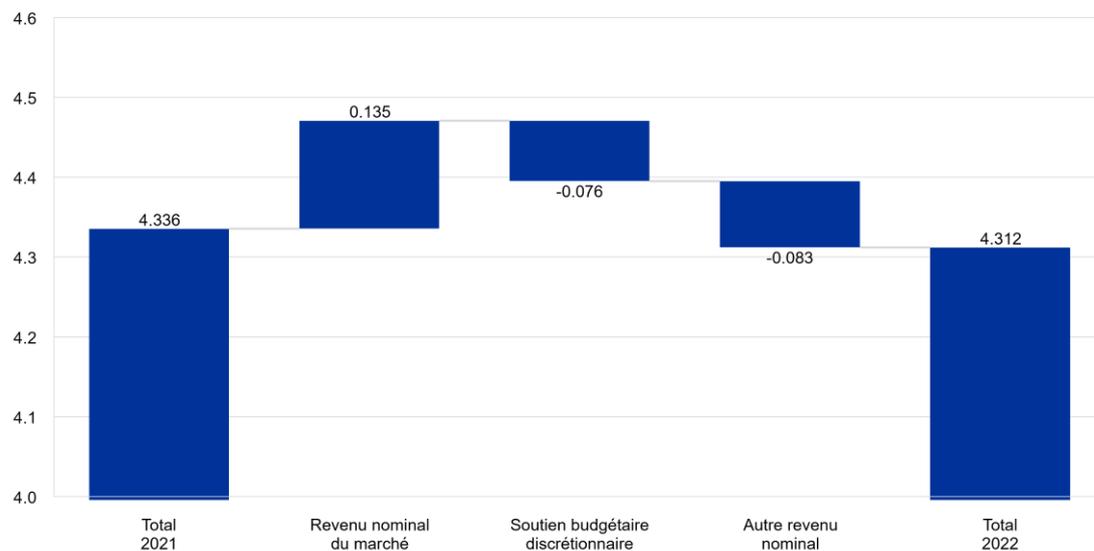
a) Coefficient de Gini



²⁷ L'analyse s'appuie sur un microsimulateur impôts-prestations (EUROMOD avec l'extension de fiscalité indirecte) qui utilise des microdonnées (combinées avec l'EU-SILC et l'enquête sur le budget des ménages). L'analyse complète est présentée dans Amores (A.) *et al.*, « *The distributional impact of fiscal measures to compensate consumer inflation* », *Occasional Paper Series*, BCE, à paraître.

²⁸ Les revenus de marché ont augmenté de manière inégale dans la distribution des revenus. En 2022, le revenu de marché du quintile inférieur a augmenté de 1 % environ, tandis que celui des 20 % des ménages les plus aisés a augmenté de 4 % environ.

b) Rapport interquintile de revenu



Source : Amores (A.) *et al.* (à paraître).

Notes : Les résultats sont calculés à partir de microsimulations fondées sur EUROMOD et sur des données tirées de l'EU-SILC. Toute autre croissance du revenu nominal résulte de modifications des politiques non liées aux mesures extraordinaires de compensation de l'inflation, comme les modifications du calendrier des prestations sociales et des impôts. Les valeurs les plus basses du coefficient de Gini indiquent des inégalités plus faibles. L'agrégat pour la zone euro est approximé par l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie et le Portugal.

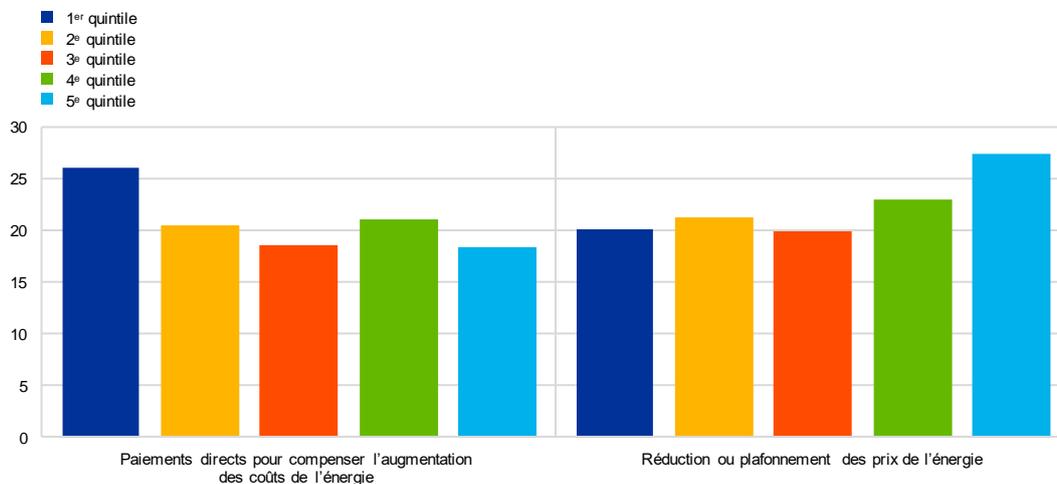
Dans le cadre de l'enquête CES de la BCE, il a été demandé aux participants d'indiquer le type de soutien qu'ils ont reçu de leur gouvernement afin d'atténuer les effets des prix élevés de l'énergie sur leur bilan. Ceux qui se situent dans les 20 % inférieurs de la distribution des revenus ont déclaré avoir reçu des paiements directs et/ou des prestations sociales plus fréquemment pour compenser la hausse des dépenses énergétiques, ce qui est cohérent avec les données économiques. À l'inverse, les ménages se situant dans les 20 % supérieurs de la distribution des revenus ont déclaré avoir principalement bénéficié de mesures non ciblées telles que les plafonnements des prix de l'énergie et des carburants (graphique B) ²⁹. En outre, les participants à faible revenu qui ont déclaré avoir bénéficié de paiements directs ont davantage amélioré leur perception du caractère adéquat des mesures budgétaires, ce qui est cohérent avec le fait que ce groupe de revenu était la cible des mesures de compensation.

²⁹ En décembre 2022, il a également été demandé aux consommateurs d'indiquer le type de soutien qu'ils ont reçu. Les réponses les plus fréquentes étaient soit des paiements directs pour compenser la hausse des coûts de l'énergie, soit des prestations sociales et des remises pour la consommation d'énergie et/ou de carburants, suivis de subventions pour l'utilisation des transports publics.

Graphique B

Mesures budgétaires par quintile de revenu

(en pourcentage des participants)



Source : enquête CES.

Note : L'axe vertical montre le pourcentage de consommateurs qui ont déclaré avoir bénéficié de mesures de soutien budgétaire.

En conclusion, même si la majorité des mesures gouvernementales ne ciblait pas uniquement les ménages à faible revenu, elles ont cependant atténué dans une certaine mesure l'écart d'inflation créé par la forte hausse des prix à la consommation liée à l'énergie et cela se reflète dans les données d'enquêtes sur les ménages. Dans le même temps, les résultats de l'enquête CES de la BCE montrent également que les mesures budgétaires n'ont pas exclusivement ciblé les groupes sociaux les plus vulnérables et que les ménages de l'ensemble de la distribution des revenus ont en ressenti les bénéfices. En fait, certaines mesures ont favorisé les ménages à revenu élevé plutôt que ceux à faible revenu, ce qui pose question quant à l'efficacité et les effets économiques secondaires de ces mesures.

4 Le canal de la richesse

Il existe des inégalités importantes s'agissant de la richesse des ménages et de la composition des portefeuilles inscrits au bilan le long de la distribution du patrimoine. En 2022, les comptes distributionnels de patrimoine (*distributional wealth accounts*) de la BCE ont montré que le quintile inférieur des ménages de la zone euro ne détient que 1 % environ du total des actifs, tandis que le quintile supérieur en possède 70 % environ (graphique 8, partie a). La richesse financière est même encore plus concentrée, 90 % environ étant détenus par les ménages du quintile supérieur. Dans la zone euro, le ratio de levier pour les ménages situés dans les 20 % supérieurs de la distribution du patrimoine est resté faible, inférieur à 10 %, et il est demeuré largement constant au fil du temps. De plus, le ratio de levier pour les ménages situés dans les 20 % inférieurs a augmenté au fil du temps, atteignant près de 160 % et indiquant que ce groupe s'est fortement appuyé sur l'endettement pour financer ses plans d'investissement, ce qui le surexpose aux hausses des taux

d'intérêt ³⁰. Cette section évalue tout d'abord comment l'inflation peut directement affecter les valorisations du patrimoine net et modifier la distribution du patrimoine au sein de la population en diminuant la valeur réelle des actifs et des passifs. Elle analyse ensuite un canal indirect de transmission de l'inflation aux inégalités de richesse qui fonctionne par le biais de l'exposition hétérogène des ménages aux modifications de la politique monétaire.

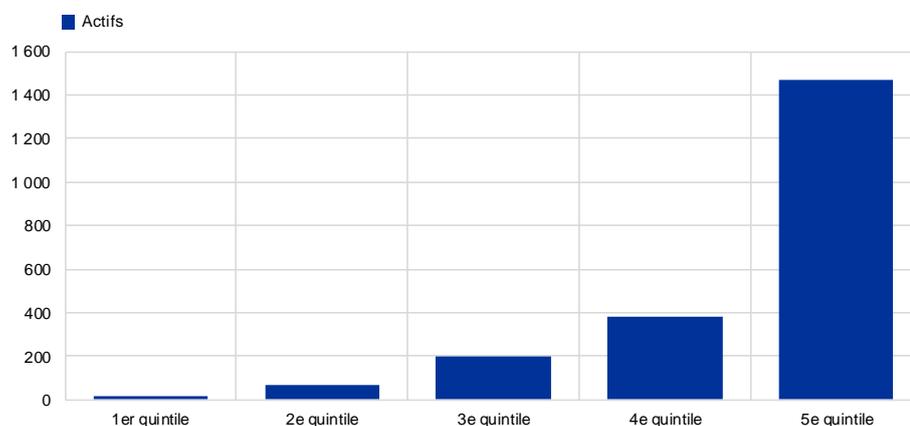
³⁰ 60 % environ de l'endettement total dans le quintile inférieur de la distribution du patrimoine est imputable aux prêts hypothécaires.

Graphique 8

Actifs et passifs, et composition des portefeuilles sur l'ensemble de la distribution du patrimoine net

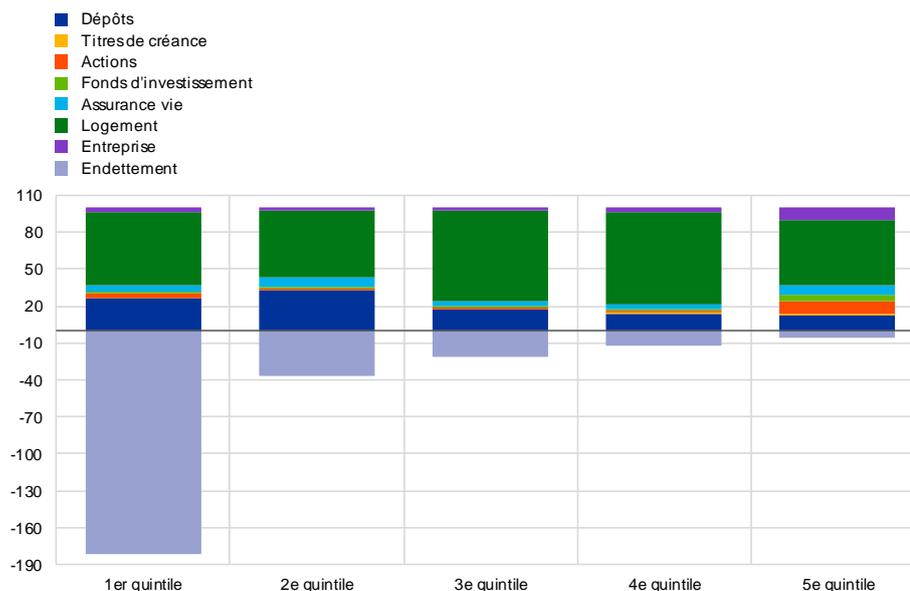
a) Actifs par quintile de patrimoine net

(en milliers d'euros par ménage)



b) Composition des portefeuilles par quintile de patrimoine net

(en pourcentage des actifs)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine expérimentaux de la BCE (*Experimental Distributional Wealth Accounts*) et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : actifs/passifs totaux corrigés (financiers et non financiers nets) fondés sur le concept de patrimoine net, par ménage. Partie b) : l'endettement inclut les prêts hypothécaires et les prêts à la consommation et est représenté avec un signe moins. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2022.

La composition des actifs et des passifs sur l'ensemble de la distribution du patrimoine détermine la mesure dans laquelle l'inflation élevée peut influencer les inégalités de richesse. En général, en raison de l'incertitude entourant les revenus et des barrières à l'entrée sur la plupart des marchés pour les actifs financiers non monétaires, les ménages plus modestes détiennent une proportion plus importante de leur patrimoine sous forme d'espèces ou de dépôts bancaires. Même si les espèces et les dépôts bancaires sont facilement accessibles, ils subissent également l'érosion du pouvoir d'achat causée par l'inflation. En revanche,

les ménages plus aisés sont davantage susceptibles de répartir leurs avoirs entre actions, fonds d'investissement et obligations, qui offrent une meilleure protection contre l'inflation grâce à la diversification des portefeuilles (graphique 8, partie b). Les premières études concentrées sur la période allant du milieu des années 1950 aux années 1970 ont conclu que l'inflation élevée entraîne une diminution des inégalités de richesse en redistribuant le patrimoine des prêteurs vers les emprunteurs par le biais des variations de la valeur réelle des actifs et passifs nominaux³¹. Toutefois, même si l'inflation plus élevée érode effectivement la valeur réelle des actifs nominaux, elle peut également, dans certaines circonstances, diminuer la valeur réelle des passifs nominaux tels que les prêts hypothécaires. Des analyses empiriques confirment qu'une inflation non anticipée modérée redistribue significativement la richesse au détriment des ménages plus aisés et plus âgés, qui sont créditeurs nets, et au profit des ménages de la classe moyenne plus jeunes ayant des dettes hypothécaires à taux fixe³². Toutefois, si les anticipations s'ajustent, une prime d'inflation annulera le bénéfice initial pour les emprunteurs en augmentant le poids de la dette. L'enquête CES montre que moins de personnes faiblement rémunérées sont endettées, mais celles qui le sont affectent une part plus importante de leurs revenus aux remboursements de dette. Dans la partie inférieure de la distribution des revenus, un tiers des revenus est utilisé pour les remboursements de dette (y compris les prêts à la consommation non hypothécaires), tandis que dans le haut de la distribution, moins de 15 % sont consacrés à ces remboursements (graphique 9). Enfin, lorsqu'une inflation non anticipée plus élevée réduit les revenus d'intérêts réels des ménages à revenus faibles et moyens et accroît les revenus des bénéficiaires des ménages à revenus élevés, le canal Fisher est affaibli³³. À cet égard, la composition du patrimoine joue un rôle essentiel dans la transmission des chocs inflationnistes.

³¹ Cf. Bach (G.L.) et Ando (A.), « *The Redistributive Effects of Inflation* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n° 1, 1957 et Wolff (E.), « *The Distributional Effects of the 1969-75 Inflation on Holdings of Household Wealth in the United States* », *Review of Income and Wealth*, vol. 25, n° 2, 2005, p. 195-207.

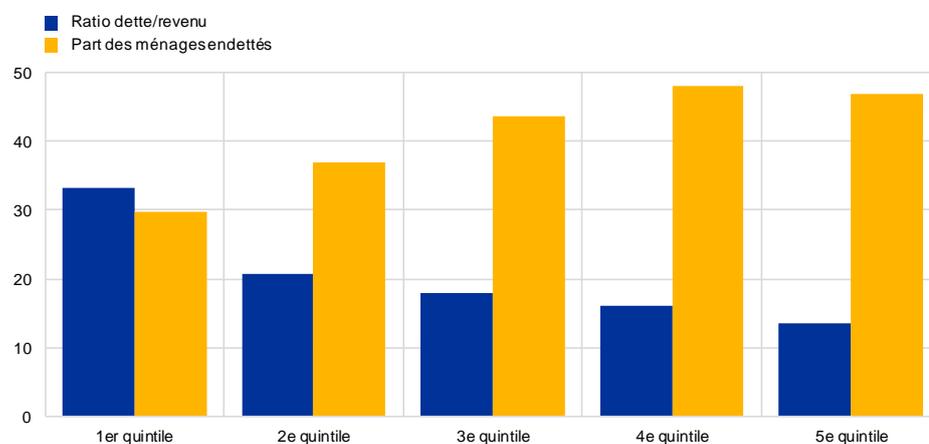
³² Doepke (M.) et Schneider (M.), « *Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth* », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6, 2006, p. 1069-1097, et Cardoso (M.), Ferreira (C.), Leiva (J.M.), Nuño (G.), Ortiz (Á.) et Rodrigo (T.), « *The heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets* », *Working Paper Series, n° 176, Red Nacional de Investigadores en Economía*, 2022, soulignent que les résultats sont surtout déterminés par le quantile supérieur des revenus.

³³ Heer (B.) et Süßmuth (B.), « *Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, Issue 1, 2007, p. 277-303.

Graphique 9

Ratio remboursement de la dette/revenu et part des ménages endettés sur l'ensemble de la distribution des revenus

(en pourcentages)



Sources : Enquête CES et calculs de la BCE.

Note : Le graphique présente la part du revenu net des ménages ayant un endettement positif allouée aux remboursements de la dette et la part des ménages ayant un endettement positif

Le canal de la richesse tend à fonctionner de manière asymétrique quand l'inflation résulte en grande partie de chocs d'offre externes, comme cela est le cas actuellement.

Cela s'explique par le fait que le canal de Fisher ne fonctionne pleinement que si le revenu s'ajuste à l'inflation, allégeant le poids des paiements pour les ménages endettés, qui sont généralement ceux situés en bas de la distribution du patrimoine. Cela se produirait de manière plus naturelle quand l'inflation résulte de chocs de demande. Toutefois, comme analysé dans la section 3, les revenus ont jusqu'ici stagné au cours de l'épisode inflationniste actuel. Dans le même temps, les inégalités en matière d'épargne ont été accentuées par les chocs inflationnistes liés à la hausse des coûts, dans la mesure où les ménages à faibles revenus ont dû puiser davantage dans leur épargne liquide ³⁴.

La distribution du patrimoine est fortement affectée par les valorisations des actifs.

Les variations du patrimoine net des ménages de la zone euro sont principalement déterminées par les plus-values et moins-values sur l'immobilier et les portefeuilles d'actions, ainsi que par les effets de rééquilibrage des portefeuilles qui, à leur tour, ont suivi très étroitement les prix de l'immobilier résidentiel et des actions. Toutefois, comme les prix des logements sont moins volatils que ceux des actions et que le patrimoine immobilier est réparti plus uniformément entre les ménages, leur corrélation avec les inégalités au niveau des actifs immobiliers détenus est plus faible que celle existant entre les prix des actions et les avoirs, qui sont principalement détenus par les ménages plus aisés ³⁵. Les inégalités de patrimoine financier sous forme d'actions, telles que mesurées par le coefficient de

³⁴ Cf. l'encadré intitulé « Les déterminants récents de l'épargne sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

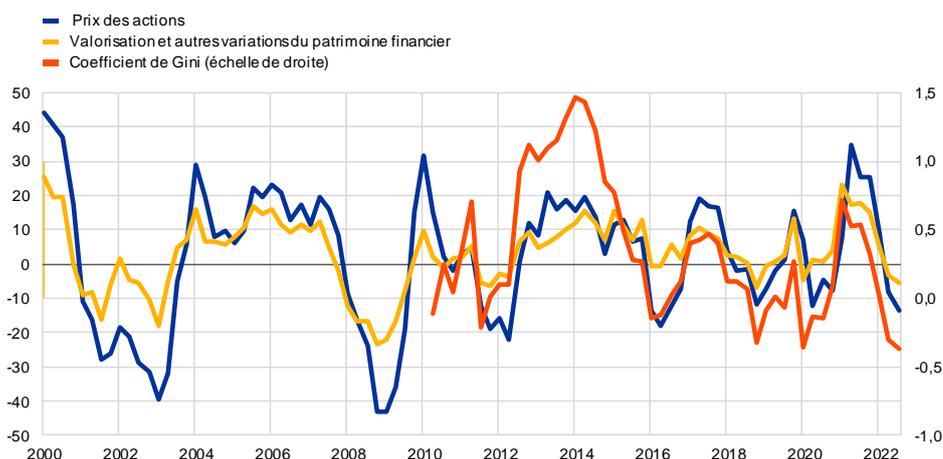
³⁵ Adam (K.) et Tzamourani (P.), « *Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area* », *European Economic Review*, vol. 89, 2016, p. 172-192.

Gini, ont augmenté de façon régulière durant la crise de la dette souveraine, mais elles ont nettement moins varié depuis lors (graphique 10).

Graphique 10

Variations des prix des actifs, du patrimoine financier et des inégalités dans la zone euro

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : coefficient de Gini, variations annuelles en pourcentage)



Sources : Comptes distributionnels de patrimoine expérimentaux de la BCE (*Experimental Distributional Wealth Accounts*) et calculs de la BCE.

Notes : Le coefficient de Gini est calculé à partir des statistiques relatives aux comptes distributionnels de patrimoine, disponibles seulement pour l'année de référence 2009. Les prix des actions sont mesurés par l'indice Dow Jones EuroStoxx 50 qui, tout en étant relativement étroit, présente une corrélation avec l'indicateur de valorisation du patrimoine financier. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2022.

5 Conclusions

Cet article examine les différents canaux de transmission de l'impact hétérogène de l'inflation selon les ménages et évalue leurs effets au cours de l'épisode inflationniste actuel. L'analyse des données provenant de différentes sources suggère que la force des trois principaux canaux a été différente.

Le canal de la dépense a été particulièrement fort, car les ménages à faibles revenus sont plus exposés aux hausses des prix des biens de première nécessité tels que l'énergie et les produits alimentaires. Les prix de ces biens de première nécessité ont augmenté bien davantage que les autres prix à la suite de la flambée des prix des matières premières depuis mi-2021. Cet effet est amplifié par le fait que les ménages à faibles revenus disposent de possibilités limitées pour opter pour des variétés de produits moins onéreux (*trading down*) ou pour substituer les dépenses entre les différentes classes.

En revanche, un marché du travail résilient et les mesures de soutien budgétaire ont atténué les effets distributifs défavorables de l'inflation élevée sur les ménages par le biais du canal du revenu. Néanmoins, lorsqu'on évalue l'impact de l'inflation élevée en 2022 sur le comportement d'épargne, les ménages à faibles revenus semblent à nouveau avoir souffert de manière disproportionnée. Malgré le soutien budgétaire disponible, davantage de ménages ont désépargné et

ceux dont l'épargne était limitée ont dû faire les sacrifices les plus importants ³⁶. Cette constatation est cohérente avec le fait que le soutien des pouvoirs publics est de plus en plus perçu comme compensant de manière insuffisante la perte de pouvoir d'achat des consommateurs à faible revenu.

Jusqu'à présent, l'impact de l'inflation via le canal de la richesse apparaît moins clairement, l'inflation ayant fonctionné de manière asymétrique.

L'inflation n'a pas conduit à une redistribution de la richesse nominale au profit des emprunteurs en réduisant la valeur réelle de leur dette, car les revenus ne se sont pas suffisamment ajustés à l'inflation jusqu'à présent. Cependant, elle a réduit la valeur réelle des actifs nets détenus principalement par les ménages à revenus élevés. Lorsque l'inflation est principalement déterminée par un choc sur les termes de l'échange, les revenus n'augmentent pas suffisamment pour tirer parti de la baisse de la valeur réelle de la dette.

Les politiques monétaire et budgétaire ont chacune un rôle à jouer pour remédier aux effets d'une inflation élevée. La politique budgétaire est la mieux à même de contribuer à atténuer l'impact du choc négatif sur les termes de l'échange – en particulier sur les ménages à faible revenu – via des mesures de soutien du revenu ciblées, temporaires et adaptées. La politique monétaire peut contribuer au mieux en ramenant l'inflation à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix ³⁷. L'ancrage des anticipations d'inflation est crucial pour éviter une spirale salaires-prix. En soutenant spécifiquement les ménages à faibles revenus, dont les moyens d'existence dépendent fortement du pouvoir d'achat des salaires, la politique budgétaire contribue également indirectement à contrer une spirale salaires-prix.

³⁶ Cf. également l'encadré intitulé « [Qui paye la facture ? L'impact inégal du récent choc sur les prix de l'énergie](#) », *Bulletin économique* n° 2, BCE, 2023.

³⁷ En ligne avec la littérature suggérant que les inégalités de revenus ont tendance à diminuer de manière visible lorsque la politique monétaire réussit à ancrer l'inflation à des niveaux bas et stables : cf. Hobijn (B.) et Lagakos (D.), « [Inflation Inequality in the United States](#) », *Review of Income and Wealth*, vol. 51, Issue 4, 2005, p. 581-606 et « [The distributional footprint of monetary policy](#) », *Annual Economic Report*, Banque des règlements internationaux, 2021.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

1 External environment	S 2
2 Economic activity	S 3
3 Prices and costs	S 9
4 Financial market developments	S 13
5 Financing conditions and credit developments	S 18
6 Fiscal developments	S 23

Further information

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

-	data do not exist/data are not applicable
.	data are not yet available
...	nil or negligible
(p)	provisional
s.a.	seasonally adjusted
n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3.0	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.1	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3	
2021	6.3	5.9	7.6	2.1	8.1	5.4	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6	
2022	3.2	2.1	4.1	1.0	3.0	3.5	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4	
2022 Q2	-0.2	-0.1	0.1	1.2	-2.3	0.9	9.7	6.5	8.6	9.2	2.5	2.1	8.0	
Q3	1.4	0.8	-0.1	-0.3	3.9	0.4	10.4	7.3	8.3	10.0	2.9	2.6	9.3	
Q4	0.3	0.6	0.1	0.0	0.6	0.0	10.1	7.6	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0	
2023 Q1	.	0.3	.	.	2.2	0.1	.	.	5.8	10.2	3.6	1.7	8.0	
2022 Nov.	-	-	-	-	-	-	10.3	7.7	7.1	10.7	3.8	1.5	10.1	
Dec.	-	-	-	-	-	-	9.4	7.2	6.5	10.5	4.0	1.8	9.2	
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	9.2	7.2	6.4	10.1	4.3	2.2	8.6	
Feb.	-	-	-	-	-	-	8.8	7.3	6.0	10.4	3.3	2.1	8.5	
Mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	5.0	10.1	3.2	0.8	6.9	
Apr. ³⁾	-	-	-	-	-	-	7.0	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.0	-4.1	-4.0
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.5	4.1	0.8
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	0.9	3.0	-1.4
Q2	51.7	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.1	-0.3	0.0
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.4	-0.5	1.5
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-2.1	-2.5	-1.6
2022 July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.2	0.6	1.9
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	0.9	-0.6	2.6
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.4	-0.5	1.5
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.2	-1.0	0.6
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-1.1	-1.6	-0.4
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-2.1	-2.5	-1.6

Sources: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12).

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2020	11,507.4	11,101.1	5,954.5	2,577.8	2,527.5	1,228.4	687.8	604.5	41.3	406.3	5,208.4	4,802.1
2021	12,376.1	11,899.2	6,317.1	2,730.6	2,722.7	1,382.6	766.1	566.7	128.8	476.9	6,102.5	5,625.6
2022	13,399.1	13,186.8	7,041.4	2,881.9	3,038.8	1,559.1	844.8	627.1	224.7	212.3	7,338.0	7,125.7
2022 Q1	3,255.1	3,177.3	1,690.5	705.3	724.4	377.0	200.5	145.0	57.1	77.8	1,722.4	1,644.6
Q2	3,321.6	3,256.0	1,741.4	713.7	747.5	389.0	207.3	149.2	53.4	65.6	1,835.5	1,769.9
Q3	3,370.2	3,363.4	1,788.6	722.3	787.4	393.2	217.3	174.9	65.1	6.8	1,898.7	1,891.9
Q4	3,441.4	3,374.5	1,818.8	741.2	770.2	395.6	216.7	156.0	44.3	66.9	1,894.1	1,827.3
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100.0	98.4	52.6	21.5	22.7	11.6	6.3	4.7	1.7	1.6	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0.9	0.9	1.1	0.1	0.9	-0.2	1.7	2.6	-	-	1.8	1.9
Q3	0.4	1.6	0.9	-0.1	4.0	-0.9	3.2	17.1	-	-	1.7	4.2
Q4	0.0	-1.0	-0.9	0.8	-3.5	-0.9	-1.5	-11.5	-	-	0.0	-1.9
2023 Q1	0.1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.0	-6.2	-4.0	-11.8	-3.6	-	-	-9.0	-8.5
2021	5.4	4.2	3.7	4.3	3.9	6.4	9.3	-7.4	-	-	10.7	8.4
2022	3.5	3.8	4.3	1.4	3.7	2.1	4.1	7.1	-	-	7.0	8.0
2022 Q2	4.4	4.6	5.9	1.0	2.9	2.1	2.2	6.1	-	-	7.7	8.5
Q3	2.5	3.9	2.3	0.5	7.7	1.5	7.8	23.1	-	-	7.6	11.2
Q4	1.8	1.2	1.2	1.0	0.5	0.3	4.7	-3.8	-	-	4.9	3.6
2023 Q1	1.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q2	0.9	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-	-
Q3	0.4	1.5	0.5	0.0	0.9	-0.1	0.2	0.8	0.2	-1.1	-	-
Q4	0.0	-1.0	-0.5	0.2	-0.8	-0.1	-0.1	-0.6	0.1	0.9	-	-
2023 Q1	0.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.4	4.3	2.0	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.3	1.4	-	-
2022	3.5	3.7	2.2	0.3	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3	-0.2	-	-
2022 Q2	4.4	4.4	3.0	0.2	0.7	0.2	0.1	0.3	0.6	0.0	-	-
Q3	2.5	3.8	1.2	0.1	1.7	0.2	0.5	1.0	0.8	-1.3	-	-
Q4	1.8	1.1	0.6	0.2	0.1	0.0	0.3	-0.2	0.2	0.7	-	-
2023 Q1	1.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Euro area data include Croatia.

1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10,369.0	176.8	2,002.6	546.3	1,802.4	547.0	485.4	1,211.9	1,203.7	2,068.6	324.5	1,138.4
2021	11,092.1	190.0	2,177.8	596.6	2,005.6	589.5	497.6	1,247.6	1,290.2	2,161.1	336.2	1,283.9
2022	12,058.2	221.1	2,421.4	657.9	2,327.5	623.4	512.6	1,304.4	1,379.5	2,243.8	366.5	1,340.9
2022 Q1	2,914.7	51.3	584.5	159.5	551.4	151.8	124.3	317.2	337.4	550.2	87.1	340.4
Q2	2,980.7	54.1	602.5	163.0	576.4	155.3	125.7	320.5	342.8	549.8	90.7	340.9
Q3	3,036.1	56.9	604.1	165.3	594.7	156.0	128.2	326.5	346.8	563.9	93.6	334.1
Q4	3,111.9	58.4	634.8	168.8	603.1	159.1	133.8	335.1	352.6	573.2	93.0	329.4
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.1	5.5	19.3	5.2	4.3	10.8	11.4	18.6	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q1	0.9	-1.0	0.7	2.0	1.0	0.5	-0.1	0.8	1.1	0.8	2.4	-2.0
Q2	0.8	-0.7	0.5	-0.7	2.0	2.1	0.3	0.3	0.8	-0.2	4.3	2.0
Q3	0.7	0.7	0.9	-1.1	1.1	0.2	-0.1	-0.1	0.3	1.5	2.9	-2.7
Q4	-0.3	-0.4	0.0	-0.5	-1.2	1.8	-0.5	0.3	0.1	-0.2	-2.8	1.9
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.0	0.0	-6.4	-5.7	-14.1	1.9	0.4	-0.9	-5.6	-2.7	-17.6	-7.0
2021	5.2	0.2	7.2	5.0	7.9	7.1	2.7	1.7	6.0	3.5	3.6	6.6
2022	3.6	-1.1	2.0	1.6	8.2	5.8	0.0	1.9	4.2	1.6	11.7	2.1
2022 Q1	5.4	-0.7	2.0	4.6	14.4	6.7	0.3	2.9	6.4	2.0	17.5	6.1
Q2	4.6	-1.7	2.2	1.9	11.8	6.9	0.5	2.2	5.0	1.2	16.5	3.1
Q3	2.7	-0.9	2.4	0.7	5.0	5.3	-0.1	1.4	3.2	1.3	7.0	0.3
Q4	2.1	-1.4	2.1	-0.4	2.9	4.7	-0.5	1.3	2.3	1.9	6.7	-0.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.8	0.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-
Q3	0.7	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	-
Q4	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-6.0	0.0	-1.3	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.5	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2022	3.6	0.0	0.4	0.1	1.5	0.3	0.0	0.2	0.5	0.3	0.4	-
2022 Q1	5.4	0.0	0.4	0.2	2.5	0.4	0.0	0.3	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.6	0.0	0.4	0.1	2.1	0.4	0.0	0.3	0.6	0.2	0.5	-
Q3	2.7	0.0	0.5	0.0	0.9	0.3	0.0	0.2	0.4	0.3	0.2	-
Q4	2.1	0.0	0.4	0.0	0.5	0.3	0.0	0.1	0.3	0.4	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Euro area data include Croatia.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul-ture, forestry and fishing	Manufac-turing, energy and utilities	Con-struction	Trade, transport, accom-modation and food services	Inform-ation and com-munica-tion	Finance and insur-ance	Real estate	Professional, business and support services	Public adminis-tration, edu-cation, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100.0	85.9	14.1	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.1	6.3	24.4	3.2	2.3	1.0	14.2	24.8	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1.5	-1.6	-1.2	-2.4	-2.0	0.5	-3.9	1.8	0.0	-0.2	-2.2	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.1	0.0	-0.4	3.2	0.5	4.7	0.8	0.9	3.0	2.1	0.8
2022	2.3	2.5	0.9	-0.9	1.2	3.0	3.3	5.7	0.0	3.0	3.0	1.5	1.5
2022 Q1	3.1	3.4	1.3	-0.9	1.3	3.4	5.1	6.1	-0.2	2.2	4.4	1.8	2.9
Q2	2.7	3.0	0.8	-0.3	1.2	3.4	4.7	6.0	0.3	2.5	3.3	1.6	1.6
Q3	1.8	1.9	0.9	-1.1	1.4	3.1	1.9	6.2	-0.4	3.9	2.4	1.4	0.6
Q4	1.5	1.7	0.5	-1.2	1.0	2.1	1.7	4.5	0.3	3.4	2.0	1.3	0.9
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.0	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.7	5.8
2022	100.0	81.8	18.2	3.9	14.5	7.2	25.3	3.5	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.1	-7.4	-11.1	-3.2	-7.5	-6.5	-14.8	-1.7	-2.4	-6.0	-8.3	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.5	0.3	4.4	8.8	6.8	7.5	2.8	6.5	7.5	3.6	5.5
2022	3.4	3.6	2.8	-1.7	1.1	3.1	7.5	5.5	-0.6	4.9	4.1	0.7	6.1
2022 Q1	6.5	6.5	6.5	-2.0	2.0	4.7	16.1	6.3	-0.5	6.1	6.7	1.3	13.6
Q2	3.6	3.8	2.7	-1.9	0.3	2.7	9.8	5.1	-1.5	5.1	3.9	-0.2	6.9
Q3	2.5	2.9	1.0	-1.2	2.1	3.4	3.2	7.1	-0.3	5.0	3.8	1.3	2.5
Q4	2.2	2.3	2.0	-1.2	1.3	2.8	3.1	4.6	0.9	4.3	3.0	1.2	3.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.6	-5.8	-10.1	-0.8	-5.6	-7.0	-11.3	-3.5	-2.3	-5.9	-6.2	-3.1	-9.2
2021	4.0	3.6	6.4	0.3	4.8	5.5	6.3	2.7	2.0	5.5	4.4	1.5	4.6
2022	1.2	1.1	1.9	-0.8	-0.2	0.1	4.0	-0.2	-0.6	1.9	1.0	-0.8	4.6
2022 Q1	3.4	3.1	5.1	-1.1	0.7	1.2	10.4	0.3	-0.3	3.9	2.2	-0.5	10.4
Q2	0.9	0.8	1.9	-1.7	-0.9	-0.7	4.9	-0.9	-1.7	2.5	0.5	-1.7	5.1
Q3	0.7	0.9	0.1	-0.1	0.7	0.2	1.3	0.8	0.1	1.1	1.4	-0.2	1.9
Q4	0.7	0.6	1.5	0.0	0.3	0.8	1.3	0.0	0.6	0.9	1.0	-0.1	2.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2020	162.757	3.5	12.964	8.0	3.0	10.380	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.320	8.3	1.8
2021	165.128	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.484	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4
2022	167.907	3.1	11.340	6.8	2.7	9.082	6.0	2.258	14.6	5.687	6.4	5.653	7.2	3.1
2022 Q2	167.912	3.1	11.299	6.7	2.7	9.040	5.9	2.259	14.6	5.706	6.4	5.593	7.1	3.2
Q3	168.052	3.0	11.427	6.8	2.5	9.054	5.9	2.373	15.2	5.743	6.4	5.684	7.2	3.1
Q4	168.605	3.0	11.222	6.7	2.5	8.967	5.9	2.255	14.3	5.592	6.2	5.630	7.1	3.1
2023 Q1	.	.	.	6.6	.	.	5.8	.	14.4	.	6.1	.	7.0	.
2022 Oct.	-	-	11.198	6.7	-	8.930	5.8	2.267	14.5	5.593	6.2	5.605	7.1	-
Nov.	-	-	11.257	6.7	-	8.975	5.9	2.281	14.5	5.632	6.3	5.625	7.1	-
Dec.	-	-	11.246	6.7	-	8.989	5.9	2.257	14.3	5.606	6.2	5.640	7.1	-
2023 Jan.	-	-	11.176	6.6	-	8.899	5.8	2.276	14.4	5.553	6.2	5.623	7.1	-
Feb.	-	-	11.131	6.6	-	8.853	5.8	2.278	14.4	5.533	6.1	5.599	7.1	-
Mar.	-	-	11.010	6.5	-	8.746	5.7	2.264	14.3	5.481	6.1	5.529	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 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
annual percentage changes													
2020	-7.6	-8.2	-7.2	-11.2	-4.2	-4.4	-5.3	-0.8	3.7	-2.2	-14.4	-9.8	-25.1
2021	8.9	9.8	9.6	11.7	8.1	1.4	5.9	5.1	0.9	7.8	9.6	8.0	-3.1
2022	2.2	3.0	-1.3	5.4	5.4	-3.5	2.4	0.7	-2.8	2.5	6.7	10.0	-4.1
2022 Q1	1.6	2.1	1.1	0.3	6.5	-1.5	6.0	5.7	-1.7	11.1	12.6	12.3	-13.0
Q2	2.0	2.6	-0.2	4.5	3.2	-1.4	2.7	1.0	-2.8	2.9	7.9	13.3	-16.3
Q3	3.3	3.9	-1.8	9.8	3.0	-1.4	0.9	-0.6	-1.6	-0.7	3.7	9.1	2.2
Q4	2.1	3.4	-4.4	7.1	8.7	-9.1	0.4	-2.6	-5.0	-1.6	3.7	6.3	16.3
2022 Oct.	4.2	5.5	-3.2	11.5	9.3	-8.5	0.7	-2.6	-3.9	-2.2	2.4	7.2	14.9
Nov.	3.6	5.4	-3.5	10.8	9.7	-11.4	1.4	-2.4	-4.5	-2.0	4.2	6.3	17.9
Dec.	-2.1	-1.1	-7.0	-1.4	7.0	-7.5	-0.6	-2.8	-6.5	-0.8	4.6	5.5	16.1
2023 Jan.	0.9	2.2	-5.4	8.2	3.3	-7.2	0.5	-1.8	-4.8	-0.2	6.2	7.5	.
Feb.	2.0	2.7	-4.9	10.4	2.5	-3.3	2.3	-3.0	-4.9	-1.8	1.1	.	.
Mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Oct.	-1.7	-1.6	-1.4	0.2	-0.2	-4.4	0.9	-1.5	-1.3	-2.0	-0.1	.	-0.2
Nov.	1.3	1.6	0.5	0.5	1.6	-1.3	0.3	0.6	-0.5	1.6	0.9	.	3.4
Dec.	-1.4	-1.6	-2.8	-0.2	-1.1	3.3	-2.5	-1.5	-1.8	-2.3	0.6	.	3.7
2023 Jan.	1.0	0.0	1.5	0.1	-2.2	-0.2	3.8	0.8	1.8	0.9	-0.9	.	-8.0
Feb.	1.5	1.3	1.1	2.2	1.7	1.1	2.3	-0.8	-0.6	-0.7	-1.8	.	3.2
Mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.9

Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.7	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.5	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.8	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q2	103.9	6.7	82.4	-22.7	5.4	-5.1	12.4	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	97.0	1.7	81.9	-27.0	2.8	-6.9	7.2	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
Q4	95.3	-0.9	81.2	-24.4	3.1	-4.8	5.0	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.5	0.2	81.1	-19.6	1.3	-0.8	9.9	90.1	48.2	49.8	52.8	52.0
2022 Nov.	95.1	-1.4	-	-23.7	2.7	-5.8	4.1	-	47.1	46.0	48.5	47.8
Dec.	97.0	-0.8	-	-22.0	3.6	-2.7	7.6	-	47.8	47.8	49.8	49.3
2023 Jan.	99.7	0.9	81.0	-20.6	1.3	-0.7	10.5	90.2	48.8	48.9	50.8	50.3
Feb.	99.6	0.3	-	-19.0	1.6	-0.2	9.6	-	48.5	50.1	52.7	52.0
Mar.	99.2	-0.5	-	-19.1	1.0	-1.5	9.6	-	47.3	50.4	55.0	53.7
Apr.	99.3	-2.6	81.2	-17.5	1.0	-1.0	10.5	90.0	45.8	48.5	56.6	54.4

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and Markit (col. 9-12).

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13.2	93.1	2.0	2.6	3.9	6.6	4.6	47.7	24.2	74.4	2.1	7.7	1.9
2020	19.7	95.5	-0.1	4.1	-2.6	5.5	4.8	46.2	24.7	81.3	3.5	-12.2	2.4
2021	17.7	95.8	1.5	3.7	18.2	8.0	8.4	49.1	26.3	79.0	4.9	8.0	3.1
2022 Q1	16.1	95.6	0.4	3.0	18.3	6.4	9.8	49.0	26.0	77.9	4.6	15.1	3.0
Q2	14.9	95.3	0.3	2.7	16.8	4.0	10.2	49.1	24.5	76.6	4.5	-5.5	3.1
Q3	14.4	94.6	-0.3	2.7	11.1	2.6	9.2	49.3	24.0	76.6	4.4	29.8	3.2
Q4	14.0	93.1	-0.6	2.5	5.9	1.2	6.8	49.1	23.8	74.7	3.1	5.5	2.1

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).

2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.

3) The profit rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q1	1,224.8	1,224.3	0.5	683.1	683.6	296.4	258.3	208.9	209.8	36.4	72.7	28.2	20.2
Q2	1,276.5	1,317.5	-41.0	717.0	747.3	306.5	270.6	212.5	215.4	40.5	84.2	116.2	11.7
Q3	1,327.7	1,420.6	-92.9	752.5	804.2	312.0	310.4	223.4	220.8	39.8	85.1	20.2	16.6
Q4	1,354.1	1,370.0	-15.8	745.8	750.6	310.4	268.0	255.7	268.9	42.3	82.5	55.8	35.5
2022 Sep.	448.4	478.7	-30.3	254.9	266.0	104.5	110.5	75.6	75.1	13.4	27.2	7.5	6.0
Oct.	454.1	468.3	-14.2	249.8	259.4	105.0	91.0	85.2	91.1	14.2	26.8	10.0	4.8
Nov.	456.7	459.3	-2.6	254.2	251.5	104.6	89.4	83.6	90.1	14.2	28.3	7.6	4.9
Dec.	443.3	442.4	0.9	241.8	239.7	100.8	87.6	86.9	87.7	13.9	27.4	38.2	25.8
2023 Jan.	460.4	441.7	18.6	256.7	243.1	108.9	95.0	80.5	79.9	14.2	23.7	11.7	13.3
Feb.	454.0	429.7	24.3	256.9	228.4	108.2	96.2	75.7	80.2	13.2	24.9	7.5	4.2
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Feb.	5,280.3	5,394.5	-114.1	2,955.3	3,006.5	1,245.5	1,127.6	916.4	936.4	163.1	324.0	224.2	91.2
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Feb.	39.4	40.3	-0.9	22.1	22.5	9.3	8.4	6.8	7.0	1.2	2.4	1.7	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q1	17.0	40.8	676.2	342.6	124.7	196.4	555.2	726.2	451.5	105.2	152.6	484.0	82.8
Q2	20.3	45.5	716.8	360.0	126.8	217.4	575.5	810.7	510.2	111.7	164.0	517.5	108.2
Q3	20.2	47.6	731.9	368.2	134.1	218.3	588.3	854.9	540.5	116.8	168.7	532.5	108.3
Q4	14.9	20.3	741.7	363.6	141.0	223.2	602.9	797.8	487.8	113.5	169.7	517.5	97.5
2022 Sep.	23.8	45.3	249.7	125.1	45.9	74.5	203.0	285.3	178.9	39.8	56.9	178.5	32.9
Oct.	18.2	31.4	246.5	122.8	45.5	73.4	201.7	275.0	166.7	39.5	57.7	177.4	34.2
Nov.	17.5	20.9	251.2	123.4	48.6	74.6	205.2	265.6	161.1	38.7	56.5	174.0	32.4
Dec.	9.0	9.1	244.0	117.4	46.9	75.2	196.0	257.1	160.0	35.3	55.4	166.0	30.9
2023 Jan.	10.8	10.0	241.0	115.3	45.0	75.3	194.8	252.6	149.0	39.0	53.5	169.1	29.9
Feb.	7.7	1.1	243.9	.	.	.	.	243.9	.	.	.	.	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q1	2.4	10.5	106.1	106.9	103.5	111.7	105.9	117.0	117.1	119.5	117.3	119.4	131.5
Q2	2.2	11.5	106.7	105.9	101.9	117.3	106.1	121.6	121.8	124.6	120.6	123.2	143.6
Q3	2.8	14.8	106.5	104.8	106.1	114.5	106.3	123.9	121.6	124.8	120.9	123.1	141.1
Q4	1.5	2.9	107.2	104.1	109.5	114.6	106.9	119.1	115.9	119.7	121.4	120.3	145.6
2022 Aug.	6.1	19.1	107.1	105.0	106.8	114.9	107.3	126.2	122.6	129.9	122.7	126.1	139.4
Sep.	6.5	14.2	108.7	106.4	108.2	117.0	109.1	123.2	120.5	125.5	121.7	122.9	140.2
Oct.	2.9	9.9	107.7	106.1	107.8	114.0	107.2	122.2	118.1	124.8	123.2	123.4	147.5
Nov.	2.7	4.2	108.4	105.2	113.1	114.0	108.3	119.6	115.8	121.5	121.2	121.2	140.0
Dec.	-1.2	-5.2	105.6	101.0	107.6	115.8	105.2	115.5	113.9	112.8	120.0	116.5	149.4
2023 Jan.	2.8	3.7	106.1	101.8	103.4	117.1	104.8	117.3	114.2	121.7	116.8	118.0	150.7

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 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
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
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2022 Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.4	3.5	4.5	1.4	7.1	1.1	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.2	4.0	2.7	1.8	4.4	1.1	9.5	7.8
Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	2.9	1.4	4.6	1.4	10.0	9.5
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.8	3.4	2.7	1.8	-6.0	1.2	8.1	7.3
2022 Nov.	121.0	10.1	5.0	14.2	4.2	0.2	1.3	-0.2	0.4	-1.9	0.4	10.2	9.1
Dec.	120.5	9.2	5.2	12.6	4.4	-0.4	1.2	-0.6	0.6	-6.6	0.3	9.3	8.4
2023 Jan.	120.3	8.6	5.3	11.7	4.4	0.6	1.1	0.3	0.8	0.6	0.3	8.7	8.2
Feb.	121.2	8.5	5.6	11.1	4.8	0.6	1.1	3.1	0.6	-1.1	0.6	8.6	7.8
Mar.	122.3	6.9	5.7	8.1	5.1	0.3	0.9	2.3	0.3	-2.2	0.4	7.0	5.9
Apr. ³⁾	123.2	7.0	5.6	.	5.2	0.3	0.5	-1.6	0.2	-0.8	0.8	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi-cation	Recreation and personal care	Miscel-laneous		
	Total	Processed food	Unpro-cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy						Rents	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 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	
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	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2022 Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7	
Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1	
Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8	
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8	
2022 Nov.	13.6	13.6	13.8	14.5	6.1	34.9	3.0	2.2	5.6	-0.7	6.9	2.8	
Dec.	13.8	14.3	12.0	12.0	6.4	25.5	3.1	2.3	5.4	-0.6	7.2	3.0	
2023 Jan.	14.1	15.0	11.3	10.4	6.7	18.9	3.4	2.3	5.4	0.2	6.5	3.7	
Feb.	15.0	15.4	13.9	8.9	6.8	13.7	3.6	2.6	6.0	0.2	7.3	3.8	
Mar.	15.5	15.7	14.7	4.3	6.6	-0.9	3.7	2.7	5.9	0.3	7.8	3.9	
Apr. ³⁾	13.6	14.7	10.0	.	6.2	2.5	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9			
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.8
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	.
2022 Q1	140.9	33.1	15.4	12.7	21.4	6.1	7.4	10.0	5.5	92.4	10.1	9.8	3.4
Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	16.3	7.5	95.4	12.5	9.2	-0.1
Q3	163.1	41.1	17.7	14.7	20.2	7.7	14.0	19.0	8.6	107.8	11.9	6.6	-2.0
Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.0	11.6	2.9	.
2022 Sep.	167.5	41.8	17.0	14.4	19.0	7.6	14.6	19.6	8.9	107.9	-	-	-
Oct.	162.4	30.4	16.2	14.0	17.4	7.6	15.3	20.4	9.3	64.9	-	-	-
Nov.	160.8	26.9	14.4	13.1	15.2	7.6	15.4	20.1	9.3	55.5	-	-	-
Dec.	162.6	24.5	13.0	12.4	13.6	7.5	15.0	19.3	9.4	48.5	-	-	-
2023 Jan.	158.1	15.1	11.6	11.1	11.2	7.3	14.7	18.8	8.8	20.7	-	-	-
Feb.	157.3	13.2	9.8	10.2	9.3	7.3	14.5	18.2	8.6	17.4	-	-	-

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total		Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
		Total	Private consump- tion	Government consump- tion	Gross fixed capital formation	Total				Food	Non-food	Total	Food	Non-food	
															3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.4	2.0	2.8	2.2	1.5	3.7	5.8	7.9	59.8	.	.	37.2	.	.	37.1
2022	114.5	4.6	6.8	6.9	4.1	7.6	12.5	17.5	95.0	.	.	9.0	.	.	9.9
2022 Q2	113.6	4.5	6.9	6.4	3.6	8.3	14.7	20.6	106.1	22.5	39.7	9.2	24.2	38.2	10.8
Q3	114.9	4.6	7.4	7.6	4.6	7.5	13.5	19.6	98.3	.	.	1.5	.	.	2.3
Q4	117.4	5.8	7.1	8.8	5.6	7.5	9.7	12.6	86.6	.	.	-2.3	.	.	-3.1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	75.8	-9.9	-4.0	-15.1	-10.3	-4.6	-16.4
2022 Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89.3	6.3	12.5	0.5	5.9	11.1	0.0
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.4	0.0	6.4	-5.6	-1.3	4.0	-7.0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.1	-4.1	1.4	-8.9	-5.2	-0.2	-10.4
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.3	-7.5	-0.9	-13.4	-7.9	-1.5	-14.7
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.3	-17.1	-11.5	-22.1	-16.9	-11.1	-23.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.7	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

Note: Euro area data include Croatia.

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2020	-0.3	1.9	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q2	56.4	57.0	29.1	48.9	71.7	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	46.0	54.0	27.4	40.7	76.5	74.3	74.9	67.1	61.8
Q4	40.2	51.6	29.0	41.7	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	24.0	44.2	26.3	27.3	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
2022 Nov.	39.5	50.6	29.3	43.0	78.4	64.5	74.3	63.6	62.3
Dec.	36.9	48.7	27.9	37.3	78.6	61.0	71.8	61.2	61.0
2023 Jan.	30.8	46.2	28.7	34.2	78.0	56.3	70.1	61.6	62.0
Feb.	23.1	44.0	26.2	26.0	78.6	50.9	71.0	58.4	61.8
Mar.	18.1	42.2	24.0	21.6	78.6	46.8	68.5	53.4	59.8
Apr.	12.0	35.6	20.2	15.6	78.3	44.0	67.6	51.6	58.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and Markit.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2020	110.7	3.4	4.0	1.4	2.8	4.6	1.8
2021	112.1	1.2	1.4	0.9	1.1	1.5	1.5
2022	117.1	4.5	3.7	6.8	4.8	3.7	2.8
2022 Q1	108.5	3.7	2.7	7.3	4.4	2.4	2.9
Q2	120.2	4.7	4.1	6.4	5.3	3.2	2.5
Q3	113.4	3.8	3.0	5.9	3.8	3.4	2.9
Q4	126.3	5.7	5.1	7.6	5.7	5.6	2.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3 Prices and costs

3.6 Unit labour costs, compensation per labour input and labour productivity

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110.3	4.6	-1.0	2.7	5.6	7.4	0.3	-0.2	1.4	4.0	6.2	16.0
2021	110.3	0.0	3.3	-3.1	2.8	-1.5	2.0	1.2	4.3	1.2	0.5	0.6
2022	113.9	3.2	4.2	2.8	5.2	1.5	3.0	3.8	5.5	4.3	3.6	-3.4
2022 Q1	112.4	2.0	3.5	3.7	3.1	-1.1	2.5	3.3	4.7	2.6	2.4	-5.3
Q2	112.7	2.9	5.5	3.2	5.0	1.0	1.8	4.5	5.0	4.1	3.1	-6.8
Q3	114.1	3.2	3.5	1.6	5.6	1.6	4.1	3.7	7.1	4.2	3.7	-0.9
Q4	116.3	4.6	4.7	2.3	7.0	4.3	3.7	3.7	5.1	6.2	4.9	-1.0
Compensation per employee												
2020	107.2	-0.2	1.5	-2.0	-0.9	-4.0	0.5	0.3	0.6	0.3	2.3	-1.4
2021	111.4	3.9	3.2	4.3	4.5	5.8	4.5	3.1	5.2	4.2	2.0	3.5
2022	116.3	4.5	3.9	3.6	3.7	6.3	3.2	3.9	4.4	5.5	3.7	6.2
2022 Q1	114.4	4.4	3.5	4.3	4.1	7.7	3.2	4.0	5.4	4.7	2.7	8.1
Q2	115.3	4.6	4.0	4.2	3.6	7.8	2.7	4.7	4.7	5.8	2.8	6.9
Q3	116.8	3.9	3.6	2.7	3.2	4.6	3.2	3.9	4.7	5.1	3.6	5.4
Q4	118.7	5.0	4.4	3.5	4.4	5.5	3.8	2.9	3.0	6.5	5.5	4.7
Labour productivity per person employed												
2020	97.2	-4.6	2.5	-4.5	-6.2	-10.6	0.2	0.4	-0.8	-3.5	-3.7	-15.0
2021	101.0	3.9	0.0	7.6	1.7	7.4	2.5	1.9	0.8	3.0	1.4	2.8
2022	102.2	1.2	-0.4	0.8	-1.4	4.7	0.2	0.0	-1.0	1.1	0.1	10.0
2022 Q1	101.8	2.4	0.0	0.6	1.0	8.8	0.7	0.7	0.7	2.0	0.2	14.2
Q2	102.3	1.7	-1.4	1.0	-1.4	6.8	0.9	0.2	-0.3	1.7	-0.3	14.7
Q3	102.4	0.7	0.1	1.1	-2.3	3.0	-0.9	0.2	-2.3	0.8	-0.1	6.4
Q4	102.1	0.3	-0.2	1.2	-2.4	1.1	0.1	-0.8	-2.0	0.3	0.6	5.8
Compensation per hour worked												
2020	113.9	5.9	3.9	3.3	5.3	6.9	3.4	2.2	5.6	6.2	5.2	6.4
2021	114.3	0.3	1.2	-0.1	-0.3	0.2	1.9	1.3	0.8	0.4	0.8	-0.3
2022	118.2	3.4	4.6	3.9	3.9	1.9	3.6	4.4	3.5	4.3	4.6	2.6
2022 Q1	116.5	1.3	3.8	3.9	3.2	-2.3	3.0	4.3	2.9	2.2	3.3	-0.3
Q2	116.9	3.8	5.7	5.0	5.4	2.2	4.0	6.3	3.7	5.1	4.7	2.8
Q3	118.8	3.0	3.6	2.1	2.9	2.5	2.7	3.4	4.1	3.3	3.8	4.1
Q4	120.8	4.4	5.3	3.1	3.3	4.1	4.1	2.7	2.3	5.6	5.8	3.0
Hourly labour productivity												
2020	104.6	2.0	3.2	1.1	0.8	0.6	3.9	2.9	5.4	2.9	-0.6	-6.5
2021	104.6	-0.1	-0.3	2.7	-3.6	1.2	-0.2	-0.2	-4.5	-1.3	0.0	-1.6
2022	104.6	0.0	0.5	1.0	-1.5	0.7	0.4	0.6	-2.8	0.1	0.9	5.2
2022 Q1	104.3	-0.9	1.1	-0.1	-0.3	-1.3	0.4	0.9	-3.1	-0.2	0.7	3.6
Q2	104.6	0.8	0.2	1.8	-0.7	1.9	1.9	2.0	-2.7	1.1	1.4	9.1
Q3	105.1	-0.1	0.2	0.5	-2.5	1.7	-1.6	0.1	-3.3	-0.5	0.1	4.4
Q4	104.6	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-0.2	0.1	-1.3	-2.9	-0.7	0.7	3.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Euro area data include Croatia.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	2.40	-0.02
2022 Oct.	0.66	0.92	1.43	2.00	2.63	4.14	-0.03
Nov.	1.37	1.42	1.83	2.32	2.83	4.65	-0.04
Dec.	1.57	1.72	2.06	2.56	3.02	4.74	-0.04
2023 Jan.	1.90	1.98	2.34	2.86	3.34	4.81	-
Feb.	2.27	2.37	2.64	3.14	3.53	4.89	-
Mar.	2.57	2.71	2.91	3.27	3.65	5.05	-
Apr.	2.90	2.95	3.17	3.50	3.74	5.25	-

Source: Refinitiv and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) The ECB published the euro short-term rate (€STR) for the first time on 2 October 2019, reflecting trading activity on 1 October 2019. Data on previous periods refer to the pre-€STR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

4.2 Yield curves

(End of period; rates in percentages per annum; spreads in percentage points)

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2022 Oct.	1.08	1.93	1.92	1.98	2.24	0.31	-0.63	0.51	2.16	1.77	2.32	2.54
Nov.	1.46	2.02	2.04	1.96	1.99	-0.03	-1.13	-0.04	2.23	1.91	1.99	2.01
Dec.	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023 Jan.	2.22	2.67	2.51	2.29	2.32	-0.35	-1.18	-0.12	2.65	2.15	2.24	2.41
Feb.	2.66	3.16	3.08	2.80	2.76	-0.40	-1.10	-0.26	3.28	2.77	2.63	2.77
Mar.	2.75	2.80	2.62	2.35	2.41	-0.39	-1.16	-0.52	2.67	2.25	2.27	2.58
Apr.	2.88	2.94	2.68	2.37	2.44	-0.50	-1.36	-0.60	2.74	2.20	2.30	2.65

Source: ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022 Oct.	378.5	3,464.6	875.2	233.5	158.0	108.5	149.5	666.2	656.6	315.8	258.3	738.9	3,726.1	26,983.2
Nov.	414.2	3,840.0	958.6	253.4	165.1	119.8	165.4	733.5	745.1	346.5	274.1	781.3	3,917.5	27,903.3
Dec.	418.3	3,884.7	944.2	257.4	166.8	121.0	168.9	738.0	757.3	355.1	268.3	786.9	3,912.4	27,214.7
2023 Jan.	439.8	4,092.7	963.0	276.9	167.7	123.3	182.3	780.4	807.6	358.7	277.9	808.6	3,960.7	26,606.3
Feb.	455.8	4,238.1	983.5	291.6	170.5	122.4	192.5	814.0	849.1	357.3	288.7	817.0	4,079.7	27,509.1
Mar.	448.5	4,201.7	968.8	292.2	175.7	116.6	182.1	809.6	834.4	358.9	296.7	797.0	3,968.6	27,693.2
Apr.	460.9	4,358.3	990.6	305.7	184.2	120.7	183.3	817.9	843.4	383.5	305.9	843.0	4,121.5	28,275.8

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years	Over 10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Mar.	0.01	0.46	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.46	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.39	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.00	0.45	0.20	0.64	4.80	15.85	5.88	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.06	1.78
June	0.00	0.45	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.16	2.51	1.69	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.84	15.86	6.18	5.75	6.36	2.81	1.84	2.27	2.54	1.99	2.36	2.15
Aug.	0.01	0.70	0.40	1.02	4.97	15.89	6.68	5.92	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26
Sep.	0.02	0.71	0.60	1.27	5.27	15.83	6.57	5.96	6.58	3.09	2.27	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45
Oct.	0.03	0.73	0.90	1.60	5.58	15.97	6.83	6.21	6.87	3.55	2.66	2.82	3.05	2.41	2.90	2.67
Nov.	0.05	0.75	1.19	1.81	5.81	15.98	6.43	6.55	7.13	3.96	2.93	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89
Dec.	0.07	0.80	1.41	1.91	5.95	15.90	6.66	6.42	7.00	3.99	3.07	3.16	3.29	2.61	3.18	2.94
2023 Jan.	0.10	0.86	1.58	2.08	6.34	15.98	7.44	6.97	7.61	4.28	3.46	3.31	3.39	2.77	3.39	3.10
Feb. ^(b)	0.12	1.17	1.88	2.21	6.59	16.06	7.44	7.07	7.80	4.57	3.66	3.47	3.52	2.94	3.55	3.24

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Mar.	-0.06	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.05	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.45	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.06	-0.27	0.52	1.67	1.81	2.02	2.40	1.52	1.49	1.79	1.15	1.22	1.95	1.55
June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.30	1.55	1.88	2.22	1.87
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40
Oct.	0.08	0.92	1.83	2.54	2.96	3.52	3.62	2.74	3.02	2.75	2.45	2.76	2.82	2.72
Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.33	3.75	4.01	3.12	3.37	3.06	2.88	3.30	3.29	3.10
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.21	3.73	3.99	4.19	3.46	3.55	3.27	3.29	3.58	3.29	3.41
2023 Jan.	0.23	1.99	2.71	3.58	4.13	4.20	4.38	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63
Feb. ^(b)	0.31	2.29	2.80	3.82	4.39	4.35	4.64	4.05	4.09	3.69	3.68	3.54	3.58	3.85

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1,489.1	429.8	126.9	52.5	96.4	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,412.4	427.9	132.0	50.0	87.7	764.7	674.9	387.3	138.4	79.5	26.4	31.8	137.6	104.8
2022	1,361.4	464.0	142.1	49.7	88.3	667.0	621.7	481.7	182.3	117.7	48.0	47.7	133.9	97.2
2022 Oct.	1,359.5	459.9	146.1	53.9	100.8	652.7	592.7	559.1	248.0	135.4	59.0	57.8	117.8	91.2
Nov.	1,401.6	483.0	144.2	52.2	96.6	677.9	628.6	612.9	266.4	144.9	64.0	49.0	152.6	132.1
Dec.	1,361.4	464.0	142.1	49.7	88.3	667.0	621.7	428.3	162.9	137.8	61.2	43.5	84.2	71.1
2023 Jan.	1,377.8	513.7	133.7	47.8	89.5	640.9	594.0	511.1	221.2	108.0	39.8	50.2	131.7	112.2
Feb.	1,370.6	528.5	138.1	50.0	89.6	614.3	569.2	499.1	225.9	100.3	34.7	48.9	124.1	96.2
Mar.	1,399.7	536.1	133.2	46.5	85.2	645.1	598.9	566.6	240.4	117.7	34.4	48.0	160.5	127.1
Long-term														
2020	19,385.1	4,071.0	3,211.6	1,253.8	1,541.5	10,560.9	9,773.7	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,042.5	4,176.4	3,512.7	1,340.4	1,596.1	10,757.4	9,936.4	315.8	67.0	84.2	34.1	22.8	141.9	128.4
2022	18,043.6	3,970.3	3,427.9	1,336.4	1,382.6	9,262.8	8,551.3	300.7	78.3	75.7	29.0	16.1	130.6	121.1
2022 Oct.	18,231.8	4,026.0	3,415.2	1,309.6	1,366.3	9,424.2	8,698.7	332.0	79.0	69.0	24.1	12.6	171.5	163.4
Nov.	18,599.6	4,087.0	3,471.8	1,329.9	1,411.0	9,629.8	8,892.2	327.2	78.3	91.3	39.8	23.1	134.4	120.8
Dec.	18,043.6	3,970.3	3,427.9	1,336.4	1,382.6	9,262.8	8,551.3	196.4	48.4	77.1	41.1	11.2	59.6	57.3
2023 Jan.	18,416.0	4,084.0	3,449.3	1,323.9	1,414.1	9,468.6	8,743.5	375.5	154.0	46.0	9.8	26.4	149.0	133.3
Feb.	18,328.7	4,077.0	3,448.8	1,328.1	1,403.8	9,399.2	8,676.2	357.5	100.3	53.3	11.7	18.1	185.8	168.7
Mar.	18,565.1	4,096.7	3,457.2	1,334.8	1,401.6	9,609.6	8,874.6	324.6	79.9	66.6	25.5	15.4	162.8	150.3

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2020	20,874.3	4,500.8	3,338.5	1,306.3	1,637.9	11,397.1	10,496.2	8,517.8	473.6	1,310.3	6,732.9
2021	21,454.9	4,604.2	3,644.7	1,390.4	1,683.8	11,522.1	10,611.2	10,395.4	612.4	1,552.9	8,229.1
2022	19,405.0	4,434.3	3,570.1	1,386.2	1,470.9	9,929.8	9,173.0	8,762.2	537.3	1,350.9	6,873.3
2022 Oct.	19,591.2	4,485.9	3,561.3	1,363.5	1,467.1	10,076.9	9,291.4	8,513.4	509.7	1,264.0	6,739.0
Nov.	20,001.2	4,570.0	3,616.1	1,382.1	1,507.6	10,307.6	9,520.9	9,097.2	542.8	1,373.0	7,180.8
Dec.	19,405.0	4,434.3	3,570.1	1,386.2	1,470.9	9,929.8	9,173.0	8,762.2	537.3	1,350.9	6,873.3
2023 Jan.	19,793.9	4,597.7	3,583.0	1,371.7	1,503.6	10,109.5	9,337.4	9,500.6	608.6	1,457.2	7,434.2
Feb.	19,699.3	4,605.5	3,586.9	1,378.1	1,493.5	10,013.5	9,245.4	9,637.8	642.6	1,482.6	7,512.0
Mar.	19,964.8	4,632.7	3,590.4	1,381.3	1,486.9	10,254.8	9,473.5	9,660.3	571.4	1,437.7	7,650.6
Growth rate ¹⁾											
2022 Aug.	3.7	3.2	8.4	6.0	2.2	2.7	3.1	0.7	-0.7	2.6	0.5
Sep.	3.4	3.9	7.1	3.4	1.5	2.4	2.8	0.4	-0.9	2.3	0.2
Oct.	3.5	4.6	5.2	1.7	0.6	2.8	3.3	0.4	-1.1	2.3	0.2
Nov.	3.9	5.4	6.0	1.9	0.2	3.2	3.8	0.2	-1.3	1.7	0.0
Dec.	3.8	4.8	5.3	0.3	0.7	3.2	3.8	0.3	-1.6	1.5	0.2
2023 Jan.	4.1	7.2	4.6	-0.1	0.5	3.1	3.7	0.2	-2.0	0.9	0.2
Feb.	4.2	7.9	3.7	-0.9	1.1	3.3	3.9	0.2	-2.2	1.1	0.3
Mar.	3.7	7.0	2.9	-1.4	-0.7	3.3	3.9	0.2	-2.2	1.0	0.2

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99.7	93.6	93.4	89.4	75.9	87.8	119.5	93.9
2021	99.6	93.5	93.3	88.6	71.1	86.0	120.9	94.3
2022	95.5	90.7	93.1	83.7	66.1	81.4	116.8	90.8
2022 Q2	95.6	90.3	93.2	83.4	66.5	81.1	116.5	90.2
Q3	94.0	89.3	92.2	81.8	64.2	79.9	114.5	88.9
Q4	95.9	91.8	94.6	84.5	65.0	81.8	117.3	91.7
2023 Q1	97.4	92.6	96.5	.	.	.	120.2	93.1
2022 Nov.	96.0	92.0	94.5	-	-	-	117.2	91.8
Dec.	97.0	92.3	95.4	-	-	-	119.2	92.6
2023 Jan.	97.3	92.5	96.3	-	-	-	119.9	92.9
Feb.	97.3	92.6	96.4	-	-	-	120.1	93.1
Mar.	97.5	92.7	96.7	-	-	-	120.5	93.3
Apr.	98.6	93.8	97.9	-	-	-	122.3	94.6
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 Apr.	1.1	1.1	1.2	-	-	-	1.5	1.4
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 Apr.	3.5	4.2	5.8	-	-	-	4.9	4.8

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q2	7.043	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
Q3	6.898	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
2022 Nov.	7.317	24.369	7.439	406.683	145.124	4.696	0.869	4.9142	10.880	0.984	1.020
Dec.	7.386	24.269	7.438	407.681	142.822	4.683	0.870	4.9224	10.986	0.986	1.059
2023 Jan.	7.317	23.958	7.438	396.032	140.544	4.697	0.882	4.9242	11.205	0.996	1.077
Feb.	7.324	23.712	7.445	384.914	142.377	4.742	0.886	4.9087	11.172	0.990	1.072
Mar.	7.381	23.683	7.446	385.013	143.010	4.689	0.882	4.9263	11.228	0.991	1.071
Apr.	7.556	23.437	7.452	375.336	146.511	4.632	0.881	4.9365	11.337	0.985	1.097
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 Apr.	2.4	-1.0	0.1	-2.5	2.4	-1.2	-0.1	0.2	1.0	-0.6	2.4
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 Apr.	8.6	-4.1	0.2	0.1	7.3	-0.4	5.3	-0.2	9.9	-3.6	1.4

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

(EUR billions, unless otherwise indicated; outstanding amounts at end of period; transactions during period)

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q1	34,374.4	34,199.6	174.9	11,998.6	9,931.6	12,335.5	13,992.7	-56.4	6,850.8	8,131.4	1,102.0	16,351.9
Q2	34,621.2	34,203.6	417.6	12,364.3	10,175.0	11,510.6	13,097.5	-18.1	7,032.8	8,320.5	1,120.9	16,445.2
Q3	35,380.7	34,905.8	474.9	12,679.9	10,483.3	11,188.1	12,779.6	-6.0	7,144.4	8,402.9	1,134.3	16,561.5
Q4	33,589.3	33,324.0	265.3	12,067.9	9,891.1	11,100.5	12,722.1	20.6	6,580.7	8,003.8	1,112.6	15,755.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q4	250.7	248.7	2.0	90.1	73.8	82.8	94.9	0.2	49.1	59.7	8.3	117.6
<i>Transactions</i>												
2022 Q1	369.2	378.9	-9.7	55.6	42.6	-17.8	28.8	-1.6	334.0	307.5	-0.9	-
Q2	-32.9	-62.0	29.0	64.0	-47.2	-126.8	-86.5	28.8	-1.2	71.7	2.3	-
Q3	2.4	55.2	-52.8	68.0	86.7	-184.0	-8.3	43.9	67.1	-23.3	7.4	-
Q4	-639.0	-686.4	47.3	-377.9	-398.7	93.6	108.4	-8.3	-355.4	-396.1	9.1	-
2022 Sep.	-210.1	-159.7	-50.5	1.3	-23.3	-117.7	34.9	17.5	-114.9	-171.3	3.6	-
Oct.	-30.2	-47.0	16.8	-122.5	-120.9	1.4	21.2	0.8	86.2	52.7	3.9	-
Nov.	-32.8	-3.0	-29.8	7.4	4.5	39.3	93.5	0.0	-80.0	-101.0	0.5	-
Dec.	-576.1	-636.4	60.3	-262.8	-282.3	52.9	-6.3	-9.1	-361.6	-347.8	4.6	-
2023 Jan.	231.0	222.0	9.0	-1.2	16.2	50.6	41.9	9.7	180.5	164.0	-8.6	-
Feb.	74.4	79.6	-5.2	41.4	7.1	6.2	49.6	11.2	27.0	22.9	-11.4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Feb.	-358.7	-362.1	3.4	-209.3	-343.6	-201.7	175.2	82.7	-29.1	-193.6	-1.3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Feb.	-2.7	-2.7	0.0	-1.6	-2.6	-1.5	1.3	0.6	-0.2	-1.4	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1,363.7	8,876.3	10,240.0	1,026.7	2,449.4	3,476.1	13,716.1	101.8	627.0	4.4	733.1	14,449.2
2021	1,469.7	9,784.0	11,253.8	916.1	2,506.4	3,422.5	14,676.2	118.0	647.2	21.5	786.7	15,462.9
2022	1,538.5	9,780.7	11,319.2	1,377.7	2,566.6	3,944.3	15,263.5	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.7
2022 Q2	1,528.0	10,051.8	11,579.7	972.9	2,530.6	3,503.5	15,083.2	115.9	609.1	64.6	789.7	15,872.9
Q3	1,538.2	10,177.5	11,715.7	1,175.8	2,552.7	3,728.4	15,444.1	120.4	598.0	48.9	767.4	16,211.5
Q4	1,538.5	9,780.7	11,319.2	1,377.7	2,566.6	3,944.3	15,263.5	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.7
2023 Q1 ^(a)	1,544.0	9,453.1	10,997.1	1,642.9	2,548.3	4,191.2	15,188.3	103.2	682.2	92.6	878.1	16,066.4
2022 Oct.	1,541.3	10,022.4	11,563.7	1,253.7	2,556.2	3,810.0	15,373.7	125.0	622.6	19.6	767.3	16,141.0
Nov.	1,541.3	9,907.9	11,449.2	1,327.9	2,551.5	3,879.4	15,328.5	138.8	638.8	38.5	816.1	16,144.6
Dec.	1,538.5	9,780.7	11,319.2	1,377.7	2,566.6	3,944.3	15,263.5	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.7
2023 Jan.	1,540.7	9,729.7	11,270.4	1,457.7	2,560.6	4,018.3	15,288.7	133.8	636.3	50.0	820.2	16,108.9
Feb.	1,539.6	9,594.0	11,133.6	1,544.0	2,557.5	4,101.5	15,235.1	124.2	653.5	80.8	858.4	16,093.5
Mar. ^(a)	1,544.0	9,453.1	10,997.1	1,642.9	2,548.3	4,191.2	15,188.3	103.2	682.2	92.6	878.1	16,066.4
Transactions												
2020	139.2	1,243.9	1,383.2	-33.8	86.3	52.5	1,435.7	19.6	111.0	1.2	131.7	1,567.4
2021	107.4	898.7	1,006.1	-121.6	66.7	-55.0	951.1	12.1	20.9	14.4	47.3	998.4
2022	68.8	-1.9	66.9	427.2	56.7	484.0	550.8	3.7	3.0	77.9	84.7	635.6
2022 Q2	7.6	111.4	118.9	30.6	10.5	41.1	160.0	-8.6	18.0	16.9	26.3	186.4
Q3	10.2	117.9	128.1	160.5	21.8	182.3	310.4	2.7	-11.0	38.8	30.4	340.8
Q4	0.3	-361.2	-360.9	212.4	13.9	226.3	-134.6	4.8	52.0	-0.9	55.8	-78.8
2023 Q1 ^(a)	4.2	-371.5	-367.3	259.7	-12.9	246.8	-120.5	-20.6	32.3	44.5	56.2	-64.3
2022 Oct.	3.1	-150.7	-147.6	80.3	3.2	83.6	-64.0	5.0	24.6	-28.1	1.6	-62.4
Nov.	-0.1	-99.8	-99.9	79.0	-4.6	74.4	-25.5	14.6	16.2	16.7	47.6	22.1
Dec.	-2.8	-110.7	-113.5	53.1	15.3	68.3	-45.2	-14.8	11.1	10.4	6.7	-38.5
2023 Jan.	0.9	-99.0	-98.1	74.6	-0.9	73.6	-24.5	9.9	-13.6	4.6	0.9	-23.6
Feb.	-1.1	-138.4	-139.5	83.9	-3.2	80.7	-58.8	-10.1	17.1	28.6	35.6	-23.1
Mar. ^(a)	4.4	-134.1	-129.7	101.2	-8.8	92.5	-37.3	-20.4	28.7	11.3	19.7	-17.6
Growth rates												
2020	11.4	16.2	15.5	-3.2	3.7	1.5	11.6	24.4	21.3	-	21.8	12.1
2021	7.9	10.1	9.8	-11.8	2.7	-1.6	6.9	12.0	3.3	371.3	6.5	6.9
2022	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.7	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2022 Q2	7.8	7.2	7.3	2.5	1.8	2.0	6.0	-2.6	-1.2	115.6	2.9	5.8
Q3	6.5	5.5	5.7	23.6	2.3	8.0	6.2	-4.5	-1.3	332.1	7.5	6.3
Q4	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.7	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2023 Q1 ^(a)	1.5	-5.1	-4.2	68.7	1.3	20.0	1.4	-17.5	15.4	494.6	23.4	2.5
2022 Oct.	6.0	3.5	3.8	30.2	2.3	9.9	5.2	-7.9	-0.6	58.4	3.0	5.1
Nov.	5.4	2.0	2.4	38.6	1.9	12.0	4.7	8.2	-1.0	241.8	8.3	4.8
Dec.	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.7	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2023 Jan.	3.8	-1.5	-0.8	49.6	2.1	15.2	2.9	2.6	6.0	246.4	13.7	3.4
Feb.	2.9	-3.5	-2.7	59.0	1.7	17.5	2.0	-6.1	11.8	459.9	21.2	2.9
Mar. ^(a)	1.5	-5.1	-4.2	68.7	1.3	20.0	1.4	-17.5	15.4	494.6	23.4	2.5

Source: ECB.

¹⁾ Data refer to the changing composition of the euro area.

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2,966.0	2,514.2	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,090.4	235.3	497.3
2021	3,231.5	2,807.0	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,228.4	227.8	546.3
2022	3,362.5	2,725.5	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.3	442.8	2,393.3	0.9	1,298.6	235.0	560.0
2022 Q2	3,312.2	2,866.1	304.4	131.0	10.8	8,255.4	5,540.2	354.0	2,360.5	0.7	1,301.9	231.3	570.3
Q3	3,368.1	2,837.4	388.3	133.7	8.8	8,372.0	5,620.1	370.0	2,380.9	1.0	1,490.5	243.9	551.9
Q4	3,362.5	2,725.5	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.3	442.8	2,393.3	0.9	1,298.6	235.0	560.0
2023 Q1 (a)	3,340.8	2,598.9	600.8	132.6	8.4	8,392.8	5,447.4	567.4	2,377.1	0.9	1,202.6	231.8	579.5
2022 Oct.	3,392.8	2,805.2	446.3	132.0	9.3	8,385.4	5,613.9	384.9	2,385.6	1.1	1,367.1	255.0	557.1
Nov.	3,393.3	2,764.9	488.3	132.1	8.1	8,379.1	5,582.2	413.4	2,382.5	1.0	1,345.5	250.5	557.7
Dec.	3,362.5	2,725.5	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.3	442.8	2,393.3	0.9	1,298.6	235.0	560.0
2023 Jan.	3,375.8	2,697.2	536.6	134.6	7.4	8,439.1	5,564.2	485.0	2,389.1	0.8	1,271.0	237.1	558.9
Feb.	3,380.1	2,663.2	573.2	134.5	9.2	8,419.1	5,511.4	521.2	2,385.8	0.7	1,223.4	225.1	571.9
Mar. (a)	3,340.8	2,598.9	600.8	132.6	8.4	8,392.8	5,447.4	567.4	2,377.1	0.9	1,202.6	231.8	579.5
Transactions													
2020	510.9	465.4	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	138.6	20.6	33.1
2021	251.7	276.8	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	142.4	-9.5	46.6
2022	120.0	-90.1	205.6	5.9	-1.4	298.3	169.2	74.1	54.9	0.1	45.1	7.6	14.7
2022 Q2	15.3	1.8	12.5	0.8	0.2	62.8	57.8	-4.8	10.1	-0.3	49.8	-0.6	16.5
Q3	46.4	-34.3	80.4	2.7	-2.3	113.2	77.4	15.2	20.3	0.3	150.3	11.4	-18.5
Q4	11.5	-100.5	112.9	1.6	-2.6	24.9	-61.4	74.3	12.1	-0.1	-167.6	-7.4	8.4
2023 Q1 (a)	-34.1	-137.1	104.7	-4.2	2.6	-32.9	-141.0	119.1	-11.1	0.1	-95.6	-1.9	19.2
2022 Oct.	28.1	-30.1	59.2	-1.6	0.6	14.4	-5.2	15.2	4.3	0.1	-121.3	11.3	5.3
Nov.	8.2	-35.1	44.4	0.1	-1.1	-4.0	-30.2	29.2	-3.0	0.0	-11.9	-3.9	0.7
Dec.	-24.9	-35.3	9.3	3.1	-2.1	14.5	-26.0	29.9	10.8	-0.2	-34.4	-14.9	2.4
2023 Jan.	0.7	-40.8	40.5	-0.6	1.6	13.0	-24.7	36.9	0.9	-0.1	-27.9	1.1	-2.4
Feb.	1.5	-35.6	35.4	-0.1	1.7	-20.7	-53.2	35.9	-3.3	-0.1	-51.0	-10.1	12.6
Mar. (a)	-36.2	-60.7	28.7	-3.5	-0.7	-25.2	-63.2	46.3	-8.6	0.2	-16.6	7.1	8.9
Growth rates													
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	13.9	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.0	-4.0	9.4
2022	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2022 Q2	6.1	6.8	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	12.0	2.7	16.0
Q3	5.9	3.2	34.0	1.8	-15.2	4.3	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.5
Q4	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2023 Q1 (a)	1.2	-9.4	106.0	0.6	-19.3	2.1	-1.2	56.6	1.3	-10.7	-4.7	0.7	4.6
2022 Oct.	5.9	1.3	50.9	1.8	2.6	4.1	5.1	1.2	2.5	7.6	7.1	8.4	7.5
Nov.	5.4	-0.9	66.9	1.7	-2.8	3.8	4.0	10.4	2.2	7.9	6.4	8.7	6.9
Dec.	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2023 Jan.	3.2	-4.9	82.0	3.9	-28.1	3.3	1.9	31.6	2.2	-3.1	-0.5	-0.1	3.4
Feb.	2.6	-7.0	98.1	4.1	-20.6	2.6	0.4	42.7	1.8	-25.6	-5.1	-2.8	4.7
Mar. (a)	1.2	-9.4	106.0	0.6	-19.3	2.1	-1.2	56.6	1.3	-10.7	-4.7	0.7	4.6

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,323.0	11,911.0	12,289.7	4,706.6	6,132.9	904.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.7	12,332.1	12,716.3	4,861.3	6,373.6	937.6	159.7	1,582.4	888.1
2022	6,374.1	1,007.4	5,341.6	15,388.0	12,981.7	13,155.0	5,127.1	6,633.3	1,075.0	146.5	1,569.9	836.4
2022 Q2	6,503.0	1,000.6	5,478.2	15,182.4	12,790.2	12,928.3	5,020.2	6,553.3	1,053.1	163.6	1,561.3	830.9
Q3	6,359.6	1,002.3	5,333.0	15,421.7	13,051.1	13,186.1	5,165.7	6,613.7	1,110.6	161.2	1,546.0	824.6
Q4	6,374.1	1,007.4	5,341.6	15,388.0	12,981.7	13,155.0	5,127.1	6,633.3	1,075.0	146.5	1,569.9	836.4
2023 Q1 ^(a)	6,359.2	995.7	5,338.6	15,408.7	13,012.5	13,178.7	5,129.9	6,665.8	1,078.3	138.5	1,546.0	850.2
2022 Oct.	6,378.8	996.3	5,358.1	15,411.9	13,040.9	13,174.5	5,187.9	6,622.5	1,071.0	159.5	1,537.2	833.8
Nov.	6,423.3	994.6	5,403.7	15,441.5	13,043.0	13,193.2	5,162.9	6,632.2	1,098.1	149.7	1,561.1	837.4
Dec.	6,374.1	1,007.4	5,341.6	15,388.0	12,981.7	13,155.0	5,127.1	6,633.3	1,075.0	146.5	1,569.9	836.4
2023 Jan.	6,379.7	996.3	5,358.5	15,422.3	13,028.0	13,200.1	5,141.1	6,655.4	1,084.5	147.0	1,557.8	836.6
Feb.	6,347.5	997.4	5,325.3	15,416.9	13,022.6	13,190.0	5,139.3	6,659.9	1,074.9	148.6	1,548.6	845.7
Mar. ^(a)	6,359.2	995.7	5,338.6	15,408.7	13,012.5	13,178.7	5,129.9	6,665.8	1,078.3	138.5	1,546.0	850.2
Transactions												
2020	1,040.0	13.5	1,026.4	733.6	534.7	555.5	287.6	209.3	20.7	17.1	170.7	28.2
2021	665.6	-0.4	675.6	561.9	473.9	507.3	175.9	261.8	46.4	-10.2	78.9	9.2
2022	177.8	9.9	167.0	634.6	623.2	678.1	268.5	242.3	125.5	-13.0	17.8	-6.4
2022 Q2	68.6	-0.9	69.5	211.5	230.2	238.7	100.7	84.5	34.8	10.3	-13.9	-4.8
Q3	-36.6	2.1	-38.9	222.8	232.6	236.8	139.2	58.7	38.0	-3.2	-9.4	-0.5
Q4	45.1	4.2	40.2	3.6	-31.6	10.1	-17.4	27.4	-27.4	-14.2	22.6	12.6
2023 Q1 ^(a)	-78.2	-18.2	-59.9	-11.9	6.2	2.9	-3.5	14.0	3.4	-7.8	-26.9	8.8
2022 Oct.	11.8	-5.9	17.8	-4.8	-3.3	-1.9	25.6	10.2	-37.5	-1.6	-9.7	8.2
Nov.	7.7	-2.0	9.0	38.4	17.0	32.8	-18.0	13.0	31.5	-9.5	19.5	1.9
Dec.	25.6	12.1	13.4	-30.0	-45.3	-20.9	-25.0	4.2	-21.4	-3.1	12.8	2.6
2023 Jan.	-57.2	-17.6	-39.4	-4.0	12.7	7.5	1.3	1.5	9.3	0.6	-15.4	-1.3
Feb.	1.8	1.1	0.7	-9.0	-8.1	-8.4	-3.0	4.4	-11.1	1.6	-8.0	7.1
Mar. ^(a)	-22.8	-1.6	-21.2	1.1	1.6	3.8	-1.8	8.2	5.2	-10.0	-3.5	3.0
Growth rates												
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.3	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.7	4.3	5.1	-4.6	5.2	1.1
2022	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2022 Q2	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.9	6.3	5.9	4.6	13.8	7.8	5.0	-2.7
Q3	5.0	0.5	5.8	5.8	6.7	7.1	8.0	4.4	14.9	10.0	3.4	-3.0
Q4	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023 Q1 ^(a)	0.0	-1.3	0.2	2.8	3.5	3.8	4.4	2.9	4.9	-9.8	-1.7	2.0
2022 Oct.	4.6	0.9	5.3	5.2	6.2	6.6	8.1	4.1	11.3	3.1	0.9	-1.7
Nov.	3.7	0.4	4.3	5.1	5.8	6.3	7.2	4.0	12.4	-6.4	2.8	-0.9
Dec.	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023 Jan.	1.4	-0.6	1.8	3.8	4.4	4.9	5.3	3.4	9.7	-12.6	0.9	-0.7
Feb.	0.7	-0.8	1.0	3.3	3.9	4.3	4.9	3.2	6.3	-11.0	0.3	0.6
Mar. ^(a)	0.0	-1.3	0.2	2.8	3.5	3.8	4.4	2.9	4.9	-9.8	-1.7	2.0

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

3) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.3	4,993.1	885.3	1,005.5	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	703.9
2022	5,127.1	5,119.1	963.3	1,079.5	3,084.2	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2022 Q2	5,020.2	4,995.6	949.8	1,028.1	3,042.2	6,553.3	6,742.9	709.0	5,139.2	705.1
Q3	5,165.7	5,136.5	1,008.1	1,068.1	3,089.5	6,613.7	6,802.4	714.0	5,195.4	704.2
Q4	5,127.1	5,119.1	963.3	1,079.5	3,084.2	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2023 Q1 ^(a)	5,129.9	5,125.9	939.7	1,092.7	3,097.5	6,665.8	6,867.1	723.5	5,233.1	709.2
2022 Oct.	5,187.9	5,154.2	1,006.4	1,077.6	3,103.8	6,622.5	6,813.0	715.5	5,203.1	704.0
Nov.	5,162.9	5,142.9	993.0	1,071.3	3,098.7	6,632.2	6,826.4	716.9	5,211.3	704.0
Dec.	5,127.1	5,119.1	963.3	1,079.5	3,084.2	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2023 Jan.	5,141.1	5,134.8	955.1	1,086.2	3,099.9	6,655.4	6,859.9	720.0	5,220.3	715.0
Feb.	5,139.3	5,131.3	945.5	1,091.4	3,102.4	6,659.9	6,864.0	721.7	5,225.6	712.6
Mar. ^(a)	5,129.9	5,125.9	939.7	1,092.7	3,097.5	6,665.8	6,867.1	723.5	5,233.1	709.2
Transactions										
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	175.9	208.0	-1.4	2.4	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.9
2022	268.5	306.8	78.5	77.6	112.4	242.3	249.4	22.7	218.5	1.1
2022 Q2	100.7	106.5	40.5	22.4	37.7	84.5	74.0	7.4	75.9	1.2
Q3	139.2	139.5	55.4	39.9	43.8	58.7	59.4	4.9	55.6	-1.8
Q4	-17.4	6.2	-38.2	18.2	2.6	27.4	36.0	5.2	21.9	0.2
2023 Q1 ^(a)	-3.5	2.7	-21.3	10.9	7.0	14.0	21.9	4.1	16.1	-6.2
2022 Oct.	25.6	24.3	-0.5	10.6	15.6	10.2	11.8	1.5	8.3	0.3
Nov.	-18.0	-5.8	-12.8	-2.6	-2.6	13.0	18.0	2.2	9.0	1.8
Dec.	-25.0	-12.2	-24.9	10.2	-10.4	4.2	6.2	1.5	4.6	-1.9
2023 Jan.	1.3	-0.8	-7.8	2.8	6.3	1.5	10.3	0.0	2.8	-1.3
Feb.	-3.0	-2.5	-10.4	5.2	2.2	4.4	6.3	1.6	5.1	-2.2
Mar. ^(a)	-1.8	5.9	-3.2	2.9	-1.5	8.2	5.3	2.6	8.2	-2.6
Growth rates										
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.7	4.3	-0.1	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2022 Q2	5.9	6.9	14.1	5.9	3.6	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
Q3	8.0	8.9	19.7	9.8	4.0	4.4	4.4	3.5	5.1	-0.1
Q4	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Q1 ^(a)	4.4	5.2	4.0	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.9
2022 Oct.	8.1	8.9	16.9	11.0	4.6	4.1	4.2	3.3	4.9	0.0
Nov.	7.2	8.3	14.1	9.8	4.4	4.0	4.1	3.0	4.6	0.3
Dec.	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Jan.	5.3	6.1	7.5	8.6	3.6	3.4	3.6	3.1	3.9	0.0
Feb.	4.9	5.7	5.1	9.2	3.5	3.2	3.2	2.8	3.7	-0.4
Mar. ^(a)	4.4	5.2	4.0	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	457.1	136.7	141.1
2021	762.6	6,883.5	1,837.3	37.1	1,997.2	3,011.8	1,372.0	391.7	128.5	136.8
2022	683.7	6,753.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,822.0	1,334.0	424.2	137.8	147.6
2022 Q2	757.5	6,800.6	1,843.9	30.6	2,008.5	2,917.5	1,313.6	432.1	166.5	157.3
Q3	642.5	6,781.8	1,801.9	30.6	2,096.5	2,852.9	1,318.9	535.4	148.0	146.7
Q4	683.7	6,753.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,822.0	1,334.0	424.2	137.8	147.6
2023 Q1 ^(p)	580.2	6,915.3	1,792.8	35.0	2,174.5	2,913.0	1,440.0	353.9	152.1	165.8
2022 Oct.	676.5	6,745.4	1,789.4	30.8	2,101.2	2,824.0	1,283.8	488.3	144.4	156.1
Nov.	692.4	6,792.6	1,788.3	30.9	2,109.5	2,863.9	1,316.2	448.7	161.2	170.6
Dec.	683.7	6,753.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,822.0	1,334.0	424.2	137.8	147.6
2023 Jan.	564.7	6,859.8	1,784.5	32.5	2,158.3	2,884.5	1,351.6	379.8	155.5	157.0
Feb.	553.8	6,837.2	1,785.8	33.9	2,176.9	2,840.6	1,337.6	382.4	154.6	159.6
Mar. ^(p)	580.2	6,915.3	1,792.8	35.0	2,174.5	2,913.0	1,440.0	353.9	152.1	165.8
Transactions										
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.1	88.3	-59.7	117.3	-43.6	-47.5
2021	40.0	-37.2	-75.1	-5.0	-39.7	82.6	-116.3	-110.1	-8.3	-4.3
2022	-75.8	50.9	-89.8	-5.2	14.6	131.3	-66.2	-135.6	10.5	17.9
2022 Q2	17.2	20.0	-8.0	-4.2	-16.0	48.2	-61.1	4.5	7.2	-7.1
Q3	-115.0	-4.2	-47.1	0.0	-2.2	45.1	-26.2	61.6	-18.6	-10.6
Q4	41.0	63.6	-15.2	0.3	57.8	20.7	51.8	-74.6	-10.2	1.0
2023 Q1 ^(p)	-110.1	89.2	8.4	4.0	67.3	9.4	75.3	-70.4	15.0	18.9
2022 Oct.	34.0	-10.0	-11.8	0.1	12.5	-10.8	8.7	-54.2	-3.6	9.4
Nov.	15.5	36.9	2.0	0.1	33.2	1.6	18.7	9.7	16.9	14.5
Dec.	-8.4	36.7	-5.4	0.1	12.0	30.0	24.4	-30.1	-23.4	-22.9
2023 Jan.	-125.1	47.1	0.3	1.6	48.4	-3.1	3.1	-43.4	17.7	9.4
Feb.	-11.3	18.0	0.2	1.3	6.3	10.2	7.5	-16.7	-0.2	3.0
Mar. ^(p)	26.3	24.1	8.0	1.1	12.7	2.3	64.7	-10.3	-2.5	6.5
Growth rates										
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-10.0	0.8	-4.8	-14.3	0.6	4.5	-	-	7.9	12.7
2022 Q2	12.2	-0.1	-3.0	-21.5	-1.5	3.1	-	-	26.0	21.7
Q3	-7.4	-0.1	-4.8	-18.6	-2.0	4.4	-	-	4.4	4.2
Q4	-10.0	0.8	-4.8	-14.3	0.6	4.5	-	-	7.9	12.7
2023 Q1 ^(p)	-22.6	2.5	-3.3	0.6	5.1	4.3	-	-	-4.2	1.3
2022 Oct.	-8.2	-0.4	-5.0	-17.1	-2.3	3.9	-	-	2.4	9.6
Nov.	-2.8	0.2	-4.4	-15.8	-0.7	3.8	-	-	11.3	18.5
Dec.	-10.0	0.8	-4.8	-14.3	0.6	4.5	-	-	7.9	12.7
2023 Jan.	-23.0	1.5	-4.4	-8.9	2.9	4.3	-	-	-7.2	-1.8
Feb.	-25.2	2.0	-3.8	-4.3	3.5	4.6	-	-	-7.6	0.2
Mar. ^(p)	-22.6	2.5	-3.3	0.6	5.1	4.3	-	-	-4.2	1.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.3	-5.3	-0.1	0.0	0.0	-3.9
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-1.9
2022 Q1	-4.2	.	.	.	.	-2.8
Q2	-3.2	.	.	.	.	-1.6
Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.7
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

Note: Euro area data include Croatia.

6.2 Revenue and expenditure

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure		
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.3	46.5	13.2	13.2	15.2	0.8	52.6	47.5	10.3	6.0	1.5	24.1	5.1
2022	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.7	45.7	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1
2022 Q1	47.2	46.5	13.3	13.2	15.1	0.8	51.5	46.5	10.1	5.9	1.5	23.7	5.0
Q2	47.4	46.6	13.5	13.2	15.0	0.8	50.6	45.7	10.0	5.9	1.5	23.3	4.9
Q3	47.4	46.7	13.7	13.2	15.0	0.7	50.6	45.6	9.9	5.9	1.6	23.1	5.0
Q4	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.8	45.7	9.9	5.9	1.7	23.0	5.1

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

Note: Euro area data include Croatia.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other curren- cies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84.0	3.0	13.2	67.8	45.7	30.9	38.3	7.8	76.3	15.6	27.8	40.7	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.2	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.4	95.5	1.7
2021	95.4	3.0	13.9	78.5	55.6	41.7	39.8	9.9	85.5	17.6	30.3	47.5	94.0	1.4
2022	91.5	2.7	13.3	75.5	53.8	40.8	37.7	8.7	82.8	16.4	29.0	46.0	90.5	0.9
2022 Q1	95.2	2.9	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	2.9	13.6	77.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92.9	2.9	13.6	76.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91.5	2.7	13.3	75.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

Note: Euro area data include Croatia.

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.6	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.5
2021	-1.7	3.9	-0.3	0.7	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.8	-5.3	5.1
2022	-4.0	1.9	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8
2022 Q1	-4.5	2.8	0.1	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.6	-7.4	4.4
Q2	-3.8	1.6	0.5	1.0	0.8	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.6	-6.0	3.6
Q3	-4.5	1.7	-0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	-0.5	-5.9	2.8
Q4	-4.0	1.9	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

Note: Euro area data include Croatia.

1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.

2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

6.5 Government debt securities ¹⁾

(debt service as a percentage of GDP; flows during debt service period; average nominal yields in percentages per annum)

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2021 Q4	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022 Q1	13.6	12.4	4.6	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	-0.1	0.4
Q2	13.6	12.3	4.4	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
Q3	13.0	11.8	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
2022 Oct.	13.4	12.1	3.5	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.1	1.9	1.9	0.7	0.5
Nov.	13.4	12.1	3.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.2	0.3	1.9	1.9	1.0	0.5
Dec.	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2023 Jan.	13.2	11.9	4.3	1.3	0.3	8.0	1.7	1.2	0.6	1.9	1.9	1.4	0.6
Feb.	13.3	12.0	4.6	1.2	0.3	8.1	1.7	1.2	0.8	1.9	2.1	1.7	0.7
Mar.	13.5	12.3	4.2	1.2	0.3	8.1	1.7	1.2	0.9	1.9	2.0	2.0	0.7

Source: ECB.

1) At face value and not consolidated within the general government sector.

2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.

3) Residual maturity at the end of the period.

4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

(as a percentage of GDP; flows during one-year period and outstanding amounts at end of period)

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	1.3
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.7	-5.8
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.6	-7.1	-6.9	-6.5	-2.5	-9.0	-2.0
2022	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2022 Q1	-4.7	-2.8	-1.8	-0.2	-5.1	-5.5	-5.2	-1.7	-8.3	-0.3
Q2	-4.0	-1.7	-0.5	0.6	-2.8	-4.9	-4.1	-0.3	-7.4	0.9
Q3	-3.7	-2.2	-0.3	1.6	-3.1	-4.1	-4.2	0.5	-7.8	2.6
Q4	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	71.0	134.1	90.8
2020	112.0	68.7	18.5	58.4	206.3	120.4	114.6	87.0	154.9	113.8
2021	109.1	69.3	17.6	55.4	194.6	118.3	112.9	78.4	149.9	101.2
2022	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
2022 Q1	109.0	67.9	17.2	53.1	189.4	117.4	114.6	76.0	151.4	102.0
Q2	108.5	67.7	16.8	51.2	183.0	116.1	113.1	73.2	149.3	95.4
Q3	106.5	67.0	15.9	49.1	175.8	115.6	113.4	70.4	145.9	91.4
Q4	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0.6	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.7	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.6
2021	-7.1	-1.2	0.7	-7.8	-2.4	-5.8	-2.9	-4.6	-5.4	-2.8
2022	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.9
2022 Q1	-5.3	-0.1	0.8	-7.7	-1.4	-3.8	-1.7	-3.7	-4.6	-1.9
Q2	-4.4	0.8	1.0	-6.5	0.1	-1.9	0.1	-3.2	-3.3	-1.2
Q3	-4.1	0.8	0.8	-5.7	0.3	-2.5	1.0	-3.0	-2.8	-0.9
Q4	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.1	-0.9
Government debt										
2019	36.5	35.8	22.4	40.3	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	52.9	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	43.7	43.7	24.5	55.1	52.5	82.3	125.4	74.5	61.0	72.6
2022	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	57.8	73.0
2022 Q1	41.8	39.8	22.6	56.1	50.9	83.4	124.6	74.6	61.6	72.5
Q2	41.7	39.6	25.3	53.8	51.0	82.6	123.1	73.5	60.3	72.8
Q3	40.0	37.3	24.6	52.9	49.1	81.3	119.9	72.4	58.6	72.0
Q4	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	58.8	73.0

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2023**

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 3 mai 2023.

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-23-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général