



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2023



Sommaire

Sommaire	1
Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	11
2 Activité économique	18
3 Prix et coûts	27
4 Évolutions sur les marchés financiers	34
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	40
6 Évolutions budgétaires	49
Encadrés	53
1 L'impulsion de consommation liée à l'épargne accumulée durant la pandémie – la composition de l'épargne est-elle importante ?	53
2 <i>Earnings calls</i> : de nouvelles données sur les bénéficiaires, l'investissement et les conditions de financement des entreprises	60
3 Comment les profits unitaires ont-ils contribué à la récente accentuation des tensions sur les prix domestiques de la zone euro ?	66
4 L'évolution de la part salariale dans la zone euro depuis le début de la pandémie	77
5 Anticipations des entreprises relatives aux prix de vente – éléments tirés de l'enquête SAFE	83
6 Le grand repli des flux financiers extérieurs de la zone euro en 2022 – indications tirées de statistiques de balance des paiements plus granulaires	88
7 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 8 février au 9 mai 2023	96
8 Divergences d'inflation et de compétitivité entre pays de la zone euro	103
Article	108

1	Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro	108
Encadré 1	Comparaison des évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis depuis la pandémie	116
Encadré 2	Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume de 2020 à 2022	118
Encadré 3	Une évaluation fondée sur un modèle des déterminants de l'activité économique	126
Statistiques		129

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

L'inflation se ralentit, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il a donc décidé, lors de sa réunion du 15 juin 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base.

La hausse des taux reflète l'évaluation actualisée par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Selon les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait s'élever, en moyenne, à 5,4 % en 2023, à 3,0 % en 2024 et à 2,2 % en 2025. Les indicateurs des tensions sous-jacentes sur les prix demeurent robustes, même si certains laissent apparaître quelques signes d'affaiblissement. Les services de l'Eurosystème ont révisé en hausse leurs projections relatives à l'inflation hors énergie et produits alimentaires, en particulier pour cette année et la suivante, en raison d'évolutions haussières antérieures non anticipées et des effets de la vitalité du marché du travail sur le rythme de la désinflation. Ils s'attendent désormais à ce qu'elle atteigne 5,1 % en 2023, avant une décline à 3,0 % en 2024 et à 2,3 % en 2025. Les services de l'Eurosystème ont légèrement révisé à la baisse leurs projections de croissance économique pour cette année et la suivante. Ils tablent à présent sur une croissance du PIB de 0,9 % en 2023, de 1,5 % en 2024 et de 1,6 % en 2025.

Parallèlement, la transmission des précédents relèvements des taux décidés par le Conseil des gouverneurs aux conditions de financement est vigoureuse et leurs effets se font progressivement sentir dans l'ensemble de l'économie. Les coûts d'emprunt ont nettement augmenté et la croissance des prêts se ralentit. Dans la mesure où il devrait de plus en plus freiner la demande, le durcissement des conditions de financement est l'une des principales raisons pour lesquelles l'inflation poursuivrait son repli vers la cible.

Les décisions futures du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible 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, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation 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.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il mettra un terme aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à compter de juillet 2023.

Activité économique

L'économie mondiale a démarré l'année sur une base plus solide qu'au quatrième trimestre 2022 grâce à la réouverture de l'économie chinoise et à la résistance du marché du travail aux États-Unis. L'activité mondiale a été principalement tirée par le secteur des services, tandis que la production manufacturière est restée relativement atone. Les retombées des difficultés du secteur bancaire américain début mars ont donné lieu à une brève période de vives tensions sur les marchés financiers mondiaux. Depuis lors, la plupart des prix d'actifs ont effacé les pertes enregistrées durant cette période, tandis que les intervenants sur les marchés financiers ont également révisé à la baisse leurs anticipations relatives à la trajectoire future du resserrement de la politique monétaire mis en œuvre par le Système fédéral de réserve. Toutefois, l'incertitude persistante s'ajoute aux facteurs défavorables pesant sur la croissance mondiale, notamment l'inflation élevée, le durcissement des conditions financières mondiales et les tensions géopolitiques. Dans ce contexte, les perspectives de croissance et d'inflation au niveau mondial présentées dans les projections de juin 2023 restent globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro. La légère révision à la hausse de la croissance mondiale en 2023 est principalement liée à la reprise plus forte que prévu de la demande en Chine au premier trimestre, qui a été en partie contrebalancée par l'impact négatif du durcissement des conditions financières et de crédit aux États-Unis et dans les autres économies avancées. Les perspectives d'inflation ont été légèrement révisées à la hausse pour 2024 dans un contexte de tensions sur le marché du travail et de croissance toujours élevée des salaires dans les économies avancées, tandis que la baisse des prix des matières premières explique une faible révision à la baisse de l'inflation attendue pour 2023. Le commerce mondial devrait croître à un rythme beaucoup plus lent que le PIB en volume cette année, la composition de la demande mondiale étant devenue moins dépendante des échanges commerciaux. Les perspectives du commerce mondial ont été revues à la baisse pour 2023, mais cela s'explique largement par d'importants acquis de croissance négatifs liés au quatrième trimestre 2022 et la faiblesse des résultats dans les principales économies au premier trimestre.

L'économie de la zone euro a stagné ces derniers mois. Comme au quatrième trimestre de l'année dernière, elle s'est contractée de 0,1 % au premier trimestre 2023, dans un contexte de baisse de la consommation privée et publique. La croissance économique devrait rester faible à court terme, mais se renforcer dans le courant de l'année, à mesure du ralentissement de l'inflation et de la poursuite de la résorption des perturbations de l'offre. La situation est hétérogène entre les

secteurs économiques : l'activité continue de s'affaiblir dans le secteur manufacturier, en partie du fait d'une baisse de la demande mondiale et de conditions de financement plus strictes dans la zone euro, mais résiste bien dans les services.

Le marché du travail apporte toujours une forte contribution positive. Près d'un million de nouveaux emplois ont été créés au premier trimestre de l'année et le taux de chômage s'est établi au niveau historiquement bas de 6,5 % en avril. Le nombre moyen d'heures travaillées a également augmenté, même s'il reste légèrement inférieur à son niveau d'avant la pandémie.

Selon les projections de juin 2023, l'économie devrait renouer avec la croissance au cours des prochains trimestres, sous l'effet de la modération des prix de l'énergie, du renforcement de la demande extérieure et de la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre – permettant aux entreprises de continuer de résorber leurs substantiels arriérés de commandes –, ainsi que de l'atténuation continue des incertitudes, notamment celles liées aux récentes tensions sur le secteur bancaire. En outre, les revenus réels devraient s'améliorer, à la faveur d'un marché du travail vigoureux, le chômage atteignant de nouveaux points bas historiques sur l'horizon de projection. Le resserrement de la politique monétaire de la BCE se répercutera de plus en plus sur l'économie réelle. Conjugué au retrait progressif du soutien budgétaire, ce processus pèsera sur la croissance économique à moyen terme. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait marquer le pas pour s'établir à 0,9 % en 2023 (après 3,5 % en 2022), avant de rebondir à 1,5 % en 2024 et à 1,6 % en 2025. Par rapport aux projections de mars 2023, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2023 et 2024, reflétant principalement des conditions de financement plus strictes. La croissance du PIB demeure inchangée pour 2025, car ces effets devraient être partiellement compensés par l'impact de la hausse du revenu disponible réel et du recul de l'incertitude.

Les perspectives budgétaires de la zone euro devraient s'améliorer sur l'horizon de projection. Après avoir fortement diminué en 2022, le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer à se réduire, à un rythme plus lent sur la période 2023-2024, et seulement de façon marginale en 2025 (à 2,5 % du PIB). La contraction du solde budgétaire à la fin de l'horizon de projection, par rapport à 2022, s'explique par l'amélioration du solde primaire corrigé du cycle et, dans une moindre mesure, par une composante budgétaire conjoncturelle plus favorable, tandis que les paiements d'intérêts augmentent progressivement en pourcentage du PIB sur l'horizon. La dette de la zone euro devrait continuer de diminuer, mais plus lentement après 2022, pour s'établir à 87,3 % du PIB d'ici 2025. Cette évolution découle principalement des différentiels négatifs entre les taux d'intérêt et la croissance, qui compensent largement les déficits primaires persistants. Néanmoins, en 2025, les ratios de déficit comme les ratios de dette devraient rester supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie. Par rapport aux projections de mars 2023, le solde budgétaire demeure globalement inchangé à la fin de l'horizon de projection, tandis que le ratio de dette a été légèrement révisé à la hausse sur la période 2023-2025,

principalement en raison de différentiels moins favorables entre les taux d'intérêt et la croissance.

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 être conçues pour améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et 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 atténuer les tensions sur les prix à moyen terme. Il conviendrait de conclure sans tarder la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE.

Inflation

L'inflation a poursuivi sa décrue, pour s'établir à 6,1 % en mai, selon l'estimation rapide d'Eurostat, après avoir atteint 7,0 % en avril. Ce tassement a été généralisé. Les prix de l'énergie, dont la hausse s'était accentuée en avril, ont retrouvé leur tendance à la modération et diminué en mai. La hausse des prix des produits alimentaires s'est de nouveau ralentie, mais est restée élevée, à 12,5 %.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est modérée pour le deuxième mois consécutif en mai, s'établissant à 5,3 %, après 5,6 % en avril. La hausse des prix des biens s'est encore ralentie, ressortant à 5,8 % après 6,2 % en avril.

L'augmentation des prix des services a fléchi pour la première fois depuis plusieurs mois, revenant de 5,2 % à 5,0 %. Les indicateurs des tensions sous-jacentes sur les prix demeurent robustes, même si certains laissent apparaître quelques signes d'affaiblissement.

Les augmentations passées des coûts de l'énergie exercent toujours une pression à la hausse sur les prix dans l'ensemble des secteurs. La demande latente liée à la réouverture de l'économie continue également d'accentuer l'inflation, en particulier dans les services. Les tensions sur les salaires, qui reflètent en partie des paiements exceptionnels, deviennent une source de plus en plus importante de l'inflation. La rémunération par tête a progressé de 5,2 % au premier trimestre de l'année, contre 4,3 % pour les salaires négociés. De plus, les entreprises opérant dans certains secteurs ont pu conserver des bénéfices relativement élevés, notamment quand la demande a dépassé l'offre. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, certains indicateurs restent élevés et doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

Selon les projections de juin 2023, dans la mesure où la baisse des prix de l'énergie devrait s'accélérer tout au long de 2023 et la hausse des prix des produits alimentaires se modérer fortement, l'inflation totale devrait continuer de se ralentir pour s'établir à 3 % environ au dernier trimestre de l'année. Néanmoins, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait dépasser l'inflation totale à court terme et rester supérieure jusqu'au début 2024, malgré une tendance

progressive à la modération à partir du second semestre 2023. Dans la mesure où les effets indirects exercés par les chocs antérieurs sur les prix de l'énergie et d'autres tensions en amont sur les prix se dissipent progressivement, entraînant le ralentissement attendu, les coûts de main-d'œuvre devraient devenir le principal déterminant de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. La croissance des salaires devrait rester plus de deux fois supérieure à sa moyenne de long terme sur l'essentiel de l'horizon de projection, sous l'effet de la compensation de l'inflation, de la situation tendue sur le marché du travail et de relèvements des salaires minimums. Toutefois, les marges bénéficiaires, qui se sont nettement accrues en 2022, devraient permettre d'amortir en partie la répercussion de ces coûts à moyen terme. En outre, la politique monétaire devrait continuer de freiner l'inflation sous-jacente dans les années qui viennent. Dans l'ensemble, l'inflation totale se ralentirait, revenant de 8,4 % en 2022 à un niveau moyen de 5,4 % en 2023, de 3,0 % en 2024 et de 2,2 % en 2025. Par rapport aux projections de mars 2023, elle a été légèrement revue à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. Cette évolution s'explique principalement par une importante révision à la hausse de la progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, reflétant des ajustements liés à de récents résultats d'inflation plus élevés qu'anticipé et à une légère augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui ont largement neutralisé l'effet des hypothèses de prix de l'énergie plus faibles et du durcissement des conditions de financement.

Évaluation des risques

Le Conseil des gouverneurs estime que les perspectives de croissance économique et d'inflation restent très incertaines. Les risques à la baisse pour la croissance incluent la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'une aggravation des tensions géopolitiques globales, qui sont de nature à fragmenter les échanges commerciaux au niveau mondial et donc à peser sur l'économie de la zone euro. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets de la politique monétaire sont plus puissants que projeté. Un regain de tensions sur les marchés financiers pourrait se traduire par des conditions de financement encore plus strictes qu'attendu et altérer la confiance. Par ailleurs, une croissance plus faible de l'économie mondiale pourrait freiner davantage encore l'activité économique au sein de la zone euro. Cependant, la croissance pourrait être plus soutenue que projeté si la solidité du marché du travail et le recul des incertitudes stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation comprennent d'éventuelles nouvelles tensions à la hausse sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires, en lien également avec la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine. 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 récents accords salariaux conclus dans plusieurs pays accroissent les risques haussiers pesant sur l'inflation. En revanche, une recrudescence des tensions sur les marchés financiers pourrait se traduire par un ralentissement de l'inflation plus

rapide que prévu. Une contraction de la demande, découlant par exemple d'une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait aussi une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. L'inflation se tasserait en outre plus vite si le recul des prix de l'énergie et le ralentissement des hausses des prix des produits alimentaires se répercutaient sur les autres biens et services plus rapidement qu'anticipé actuellement.

Conditions financières et monétaires

Le resserrement de la politique monétaire continue de se refléter dans les taux d'intérêt sans risque et les conditions de financement au sens large. Les conditions de financement se sont durcies pour les banques, et le crédit devient plus cher pour les entreprises et les ménages. En avril, les taux des prêts ont atteint un point haut sur plus d'une décennie, à 4,4 % pour les prêts aux entreprises et 3,4 % pour les prêts hypothécaires.

Ces taux d'emprunt plus élevés, le durcissement des conditions de l'offre de crédit et la baisse de la demande de prêts ont contribué à affaiblir encore la dynamique du crédit. Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a encore diminué en avril, à 4,6 %. Les variations mensuelles ont été négatives, en moyenne, depuis novembre 2022. Les prêts aux ménages ont quant à eux crû à un rythme annuel de 2,5 % en avril, ne progressant que de façon marginale en glissement mensuel. La faiblesse de l'activité de prêt bancaire et la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème ont conduit à un recul continu de la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large, jusqu'à 1,9 % en avril. Les variations mensuelles de cet agrégat ont été négatives depuis décembre.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les perspectives de stabilité financière sont demeurées tendues depuis la dernière évaluation, en décembre 2022. Le durcissement des conditions de financement accroît les coûts de financement des banques et le risque de crédit associé aux encours des prêts. Combinés aux tensions récentes dans le système bancaire américain, ces facteurs pourraient donner lieu à des tensions systémiques et peser sur la croissance économique à court terme. Une contraction des marchés immobiliers, qui pourrait être amplifiée par la hausse des coûts d'emprunt et une augmentation du chômage, est un autre facteur pesant sur la capacité de résistance du secteur financier. Cela étant, les banques de la zone euro disposent de positions de capital et de liquidité solides, qui atténuent ces risques pour la stabilité financière. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 15 juin 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 4,00 %, 4,25 % et 3,50 % à compter du 21 juin 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 réduction sera de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023. Le Conseil des gouverneurs mettra un terme aux réinvestissements dans le cadre 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 au titre du 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 et de leurs remboursements en cours à son orientation de politique monétaire.

Conclusion

L'inflation se ralentit, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé, lors de sa réunion du 15 juin 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base, conformément à sa détermination à assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme.

Les décisions futures du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible 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 d'intérêt 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 sa cible à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire.

1 Environnement extérieur

L'économie mondiale a démarré l'année sur des bases plus solides qu'au quatrième trimestre 2022, grâce à la réouverture de l'économie chinoise et à la résilience des marchés du travail aux États-Unis. L'activité mondiale a été principalement tirée par le secteur des services, tandis que la production dans le secteur manufacturier est restée relativement modérée. Les retombées des perturbations du secteur bancaire américain début mars ont entraîné une brève période de tensions aiguës sur les marchés financiers mondiaux. Depuis lors, la plupart des prix des actifs ont effacé les pertes enregistrées au cours de cette période, tandis que les intervenants de marchés financiers ont également revu à la baisse leurs anticipations quant à la trajectoire future du resserrement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve (Federal Reserve System). Néanmoins, l'incertitude persistante accentue les facteurs défavorables à la croissance mondiale, notamment la forte inflation, le durcissement des conditions financières mondiales et les tensions géopolitiques. Dans ce contexte, les perspectives de croissance et d'inflation mondiales présentées dans les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème demeurent globalement inchangées par rapport aux projections de mars 2023 établies par les services de la BCE. La légère révision à la hausse de la croissance mondiale en 2023 est principalement liée à la reprise plus forte qu'attendu précédemment de la demande en Chine au premier trimestre, qui a été partiellement contrebalancée par les effets négatifs du durcissement des conditions financières et de crédit aux États-Unis et dans d'autres économies avancées. Les perspectives d'inflation ont été révisées légèrement à la hausse pour 2024 dans un contexte de tensions sur les marchés du travail et d'une croissance des salaires encore élevée dans les économies avancées, tandis que la baisse des prix des matières premières explique une légère révision à la baisse de l'inflation prévue pour 2023. Le commerce mondial devrait croître à un rythme beaucoup plus lent que le PIB en volume cette année, la composition de la demande mondiale étant devenue moins dépendante des échanges commerciaux. Les perspectives du commerce mondial pour cette année ont été révisées à la baisse, même si cela s'explique en grande partie par d'importants effets de report négatifs du quatrième trimestre 2022 et de faibles résultats au premier trimestre dans les principales économies.

L'économie mondiale a démarré l'année sur des bases plus solides qu'au quatrième trimestre 2022, grâce à la réouverture de l'économie chinoise et à la résilience des marchés du travail aux États-Unis. Les données provenant de ces pays ont surpris favorablement depuis le début de l'année. Ces surprises sont liées à une reprise plus rapide et plus forte qu'attendu de la demande en Chine, les perturbations liées à la pandémie ayant été de courte durée. Aux États-Unis, la résilience des marchés du travail dans un contexte de resserrement significatif de la politique monétaire soutient la demande des consommateurs. L'activité a été principalement tirée par le secteur des services, tandis que la production manufacturière demeure relativement faible (graphique 1). Selon les estimations,

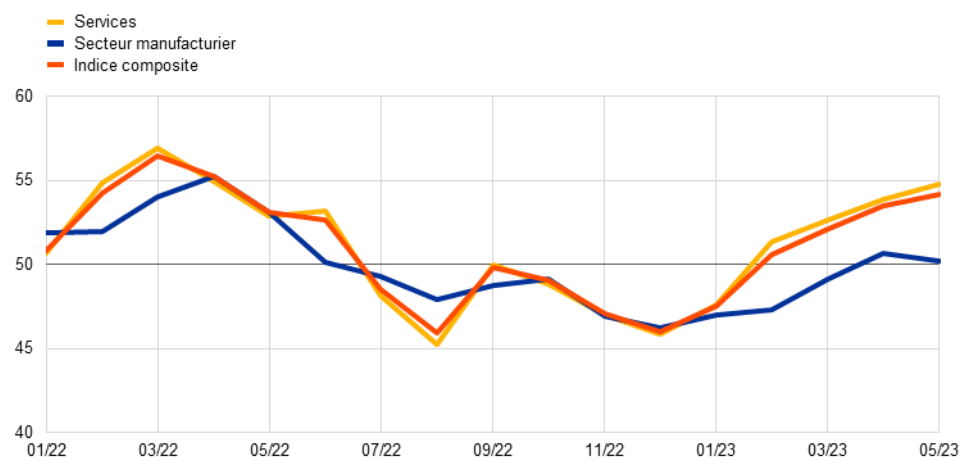
la croissance mondiale a atteint 0,9 % au premier trimestre après 0,5 % au trimestre précédent, soit 0,2 point de pourcentage de plus que les projections de mars ¹.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achats (PMI) pour la production par secteur dans les économies avancées et les économies de marché émergentes

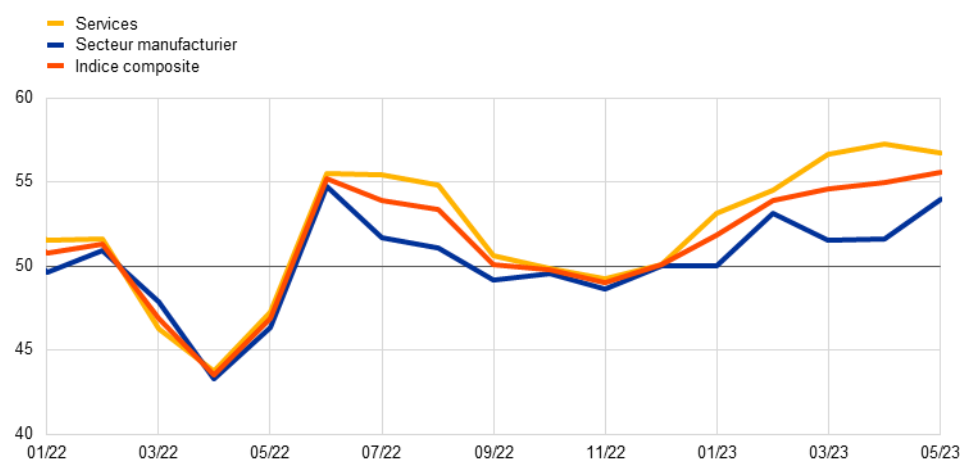
a) Économies avancées (hors zone euro)

(indices de diffusion)



b) Économies de marché émergentes

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

Malgré l'atténuation des tensions financières aiguës sur les marchés financiers mondiaux déclenchées par les tensions dans le secteur bancaire aux États-Unis, l'incertitude demeure élevée.

Les retombées des difficultés du secteur bancaire américain ont donné lieu à une courte période de vives tensions sur les marchés financiers mondiaux. Depuis lors, la plupart des catégories d'actifs, à l'exception des valeurs financières, ont effacé les pertes enregistrées au cours de cette période, tandis que les intervenants de marchés financiers ont également revu

¹ La présente section étant consacrée aux évolutions de l'environnement international, toutes les références aux indicateurs économiques mondiaux et/ou agrégés au niveau mondial excluent la zone euro.

à la baisse leurs anticipations quant à la trajectoire future du resserrement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve. La forte incertitude liée à l'évolution du secteur bancaire américain accentue les facteurs défavorables à la croissance mondiale, y compris l'inflation élevée, le durcissement des conditions financières et l'incertitude géopolitique élevée. De fait, des données plus récentes suggèrent que la croissance mondiale s'est récemment essoufflée.

Les perspectives de croissance et d'inflation au niveau mondial restent globalement inchangées par rapport aux projections de mars 2023 établies par les services de la BCE.

L'économie mondiale devrait croître de 3,1 % cette année et la suivante, avant de s'accélérer légèrement pour atteindre 3,3 % en 2025.

La croissance a été revue légèrement à la hausse pour 2023 (de 0,1 point de pourcentage), légèrement à la baisse pour 2024 (de 0,1 point de pourcentage) et demeure inchangée pour 2025. La reprise plus forte que prévu précédemment de la demande en Chine au premier trimestre de l'année est un facteur clé qui explique la révision à la hausse de la croissance mondiale en 2023, alors que les perspectives de croissance mondiale à court terme ont été légèrement révisées à la baisse.

La croissance mondiale de 2024 légèrement plus lente que prévu dans les projections précédentes est liée à l'impact du durcissement des conditions financières et de crédit aux États-Unis et dans d'autres économies avancées.

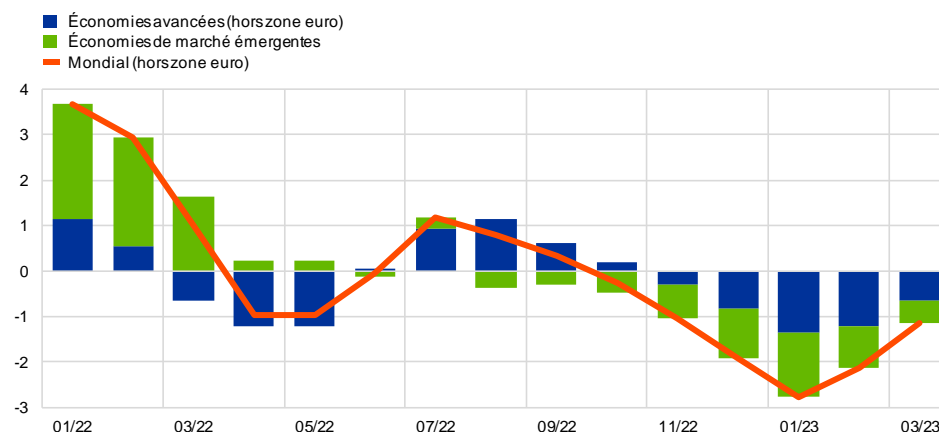
L'activité mondiale étant principalement tirée par le secteur des services, qui est moins dépendant des échanges commerciaux que le secteur manufacturier, le commerce mondial demeure atone.

Le découplage entre l'activité et les échanges commerciaux peut s'expliquer par trois effets de composition aggravants, l'activité étant tirée par des zones géographiques (économies émergentes), des composantes de la demande (consommation) et des produits (services) moins dépendants des échanges. Les effets de composition négatifs devraient peser sur le commerce mondial à court terme, mais leur impact devrait se dissiper progressivement par la suite. Dans le même temps, l'augmentation attendue de la demande de services exportables, tels que le tourisme, qui continue de se redresser après la pandémie, l'atténuation continue des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la normalisation du cycle mondial des stocks devraient soutenir le commerce international. En effet, les dernières données et estimations suggèrent que la dynamique de croissance du commerce mondial de biens est déjà devenue moins négative et devrait s'améliorer progressivement à l'avenir (graphique 2).

Graphique 2

Dynamique des échanges de marchandises

(importations en volume, variations en pourcentage en glissement sur 3 mois)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2023.

Le commerce mondial devrait croître à un rythme beaucoup plus lent que le PIB en volume cette année, la composition de la demande mondiale étant devenue moins dépendante des échanges commerciaux.

Les importations mondiales devraient croître de 1,3 % en 2023 – un rythme très lent comparé à sa moyenne de long terme (4,8 %) et également par rapport à la croissance mondiale. À l’avenir, le commerce mondial devrait augmenter de 3,4 % en 2024 et 2025. L’élasticité implicite des échanges commerciaux – le ratio de la croissance des importations mondiales en volume par rapport à la croissance du PIB mondial en volume – sur l’horizon de projection est proche de l’unité. Cela est en ligne avec l’élasticité des échanges observée au cours de la décennie précédant la pandémie, mais beaucoup plus faible que pendant la période de la pandémie. La demande extérieure adressée à la zone euro suit une trajectoire similaire, augmentant de 0,5 % cette année avant de se redresser, pour atteindre 3,1 % en 2024 et 2025. Les projections relatives au commerce mondial et à la demande extérieure adressée à la zone euro ont été révisées à la baisse pour cette année, principalement en raison d’importants acquis de croissance négatifs résultant de performances commerciales plus faibles qu’estimées précédemment au quatrième trimestre 2022 et également du fait de résultats plus faibles au premier trimestre de cette année dans les principales économies. Sur le reste de l’horizon de projection, les projections relatives au commerce sont globalement en ligne avec celles de mars 2023.

Les tensions inflationnistes sous-jacentes dans l’économie mondiale demeurent élevées, tandis que les composantes énergie et produits alimentaires continuent de faire baisser l’inflation totale.

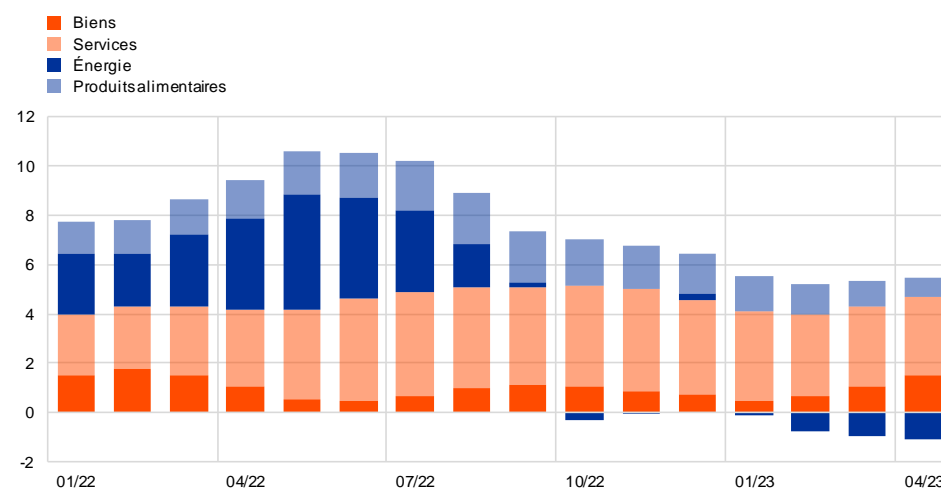
L’inflation totale mesurée par l’indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays de l’OCDE a baissé, revenant à 7,4 % en avril, contre 7,7 % le mois précédent. Si l’inflation totale continue de diminuer, grâce à un ralentissement de la hausse prix de l’énergie et des produits alimentaires, l’inflation sous-jacente est restée globalement stable à 7,1 %, et sa dynamique, mesurée par les variations en pourcentage annualisées en

glissement sur trois mois, a continué de se redresser (graphique 3, barres rouges et oranges). Cela suggère que les tensions sous-jacentes sur les prix dans l'économie mondiale restent fortes. Même si les prix des biens exportables continuent de se normaliser, grâce à l'atténuation des perturbations de l'offre et à la baisse des prix des transports maritimes, l'inflation devrait rester élevée en raison d'une composante plus persistante des services qui reflète les tensions sur le marché du travail et la croissance élevée des salaires, en particulier dans les économies avancées. La croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaies nationales) a nettement ralenti depuis le point haut atteint au deuxième trimestre 2022, en raison d'effets de base négatifs pour les prix des matières premières, et cette tendance devrait se poursuivre à court terme, du fait de l'évolution des hypothèses techniques. Les prix des concurrents devraient augmenter à des taux plus conformes aux moyennes de long terme sur le reste de l'horizon de projection, les fortes tensions intérieures et extérieures en amont devant se dissiper.

Graphique 3

Dynamique de l'inflation totale dans les pays de l'OCDE

(Variations annuelles en pourcentage en glissement trimestriel)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les contributions des différentes composantes de la dynamique de l'inflation totale dans les pays de l'OCDE présentées dans le graphique sont construites en utilisant l'approche ascendante sur la base des données nationales disponibles, qui représentent ensemble 84 % de l'agrégat de la zone de l'OCDE. La hausse des prix des biens est calculée comme le résidu de la contribution du total des biens moins celles de l'énergie et des produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

Les prix du pétrole brut sont inférieurs à ceux des projections de mars, les inquiétudes relatives à la croissance mondiale ayant plus que compensé l'impact de la réduction de l'offre de l'OPEP+.

La demande de pétrole dans les pays de l'OCDE au premier trimestre s'est révélée plus faible que ne le prévoyaient les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) au début de l'année. En outre, la production de pétrole russe a été plus élevée que prévu. Si la majeure partie des exportations russes de pétrole brut ont été destinées à la Chine, l'Inde et la Turquie, cela a permis d'atténuer l'impact sur les prix mondiaux de l'augmentation de la demande en provenance de Chine après sa réouverture. De plus, les inquiétudes relatives aux perspectives de croissance mondiale ont renforcé les pressions baissières sur les prix du pétrole dans un contexte d'évolution du secteur

bancaire aux États-Unis. Les prix du gaz en Europe ont continué à diminuer pour revenir à des niveaux plus proches de la moyenne d'avant la pandémie. En raison d'une consommation toujours faible et du remplacement réussi du gaz russe, l'Union européenne (UE) a entamé la saison de reconstitution des stocks de gaz avec des niveaux de stock record de 55 %. L'UE a également prolongé son plan d'économies de gaz jusqu'à la fin mars 2024, imposant aux États membres de réduire leur consommation de gaz de 15 % par rapport à la moyenne 2017-2021. Cela implique que, même sans importations de gaz en provenance de Russie, l'UE semble être en bonne voie pour atteindre l'objectif de stockage de 90 % avant la prochaine saison de chauffage qui débutera en novembre, et que les importations en provenance d'autres fournisseurs de gaz ne devraient pas être aussi élevées que l'année dernière.

Les conditions financières mondiales se sont légèrement durcies dans les économies avancées et les économies de marché émergentes. Si le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial s'est récemment stabilisé, après une brève période de tensions aiguës déclenchée par la faillite de Silicon Valley Bank début mars, l'incertitude reste élevée. Aux États-Unis, le durcissement des conditions financières depuis les projections de mars reflète principalement l'augmentation des écarts de rendement des entreprises, tandis que la hausse des rendements à court terme y a également légèrement contribué. Dans l'ensemble, les marchés financiers mondiaux semblent prudemment optimistes, malgré l'incertitude persistante. Dans le même temps, les anticipations des marchés relatives à un durcissement de la politique monétaire américaine ont légèrement augmenté, les tensions élevées dans le secteur bancaire américain s'étant atténuées, bien qu'elles restent inférieures à leurs niveaux de début mars.

Aux États-Unis, le PIB en volume devrait diminuer au premier semestre de cette année, suivi d'une reprise modérée. La croissance de la consommation des ménages devrait rester positive grâce à la résilience du marché du travail. Un durcissement des conditions financières a entraîné une baisse de l'investissement non résidentiel, qui devrait maintenant persister tout au long de 2023, tandis que l'incertitude persistante devrait entraîner un nouveau durcissement des critères d'octroi des prêts, ce qui pèsera encore sur la croissance. L'accord sur la suspension du plafond de la dette américaine jusqu'en janvier 2025 a atténué l'incertitude sur les marchés financiers. L'accord réduit légèrement les dépenses non liées à la défense tout en maintenant les dépenses liées à la défense ainsi qu'à la sécurité sociale obligatoire et à la santé. La hausse de l'IPC total s'est établie à 4,9 % en avril, tandis que l'inflation sous-jacente demeure élevée et persistante à 5,5 %. Les services représentent la principale source de persistance de l'inflation, en raison de la rigidité des prix des services de logement et de la lente modération de la croissance élevée des salaires. En outre, la hausse des prix des biens s'est à nouveau accélérée pour le deuxième mois consécutif sous l'effet d'une nouvelle hausse importante des prix des véhicules neufs et d'une contribution négative plus faible des véhicules et des camions d'occasion.

La reprise tirée par la consommation en Chine se poursuit, mais semble s'essouffler. À la suite de la reprise rapide des dépenses de consommation après

la réouverture de l'économie, la dynamique de la reprise s'est essouffée au deuxième trimestre et la reprise tirée par les services et la consommation ne s'est pas répercutée sur le secteur manufacturier. Le PMI du secteur des services indique une forte croissance, tandis que le PMI du secteur manufacturier a légèrement baissé pour indiquer une contraction. Les ventes au détail en avril ont fortement augmenté en termes annuels, mais cette augmentation reflète principalement une base de comparaison faible en raison des confinements généralisés à Shanghai l'année dernière. La dynamique de croissance des ventes au détail s'est ralentie et les données à haute fréquence indiquent que cette tendance s'est poursuivie en mai. Après des signes d'un début de reprise, l'activité sur le marché de l'immobilier a reculé. En particulier, l'investissement dans l'immobilier a sensiblement baissé et les ventes de logements, qui avaient pratiquement cessé de diminuer en glissement annuel depuis mars, se sont de nouveau contractées. La faiblesse persistante du marché de l'immobilier continue de peser sur l'économie. La croissance des prix des logements s'est ralentie en avril, pesant sur la confiance des consommateurs. La hausse annuelle de l'IPC total est revenue à 0,1 % en avril, le chiffre le plus bas en presque deux ans, en raison d'une forte baisse des composantes produits alimentaires et énergie. L'inflation *core* (hors produits alimentaires et énergie) est restée stable à 0,7 %.

Au Japon, l'activité économique devrait poursuivre sa croissance à un rythme modéré, soutenue par une demande non satisfaite et le maintien de mesures de soutien publiques. Le PIB en volume a augmenté au premier trimestre 2023, reflétant la dynamique de réouverture, et devrait continuer de croître à un rythme modéré. Le PMI du secteur des services a continué d'augmenter pour atteindre des niveaux très élevés en mai, les entreprises citant l'atténuation des perturbations liées au coronavirus (COVID-19) et la reprise du tourisme intérieur et extérieur comme facteurs clés de la forte dynamique de croissance dans le secteur, tandis que l'activité manufacturière reste modérée. L'inflation est demeurée relativement élevée en avril, et la hausse de l'IPC total a atteint 3,5 %. La hausse de l'IPC *core* (hors produits alimentaires et énergie) s'est également poursuivie et s'est établie à 2,5 %. Les derniers indicateurs relatifs aux négociations salariales annuelles de printemps continuent d'indiquer de fortes augmentations de salaire par rapport aux moyennes historiques.

Au Royaume-Uni, l'économie devrait échapper à la récession en 2023, en dépit de la persistance des facteurs défavorables à la croissance. Ces facteurs sont liés à une hausse des prix à la consommation toujours élevée qui pèse sur les revenus disponibles, à la hausse des coûts d'emprunt et à la correction du marché de l'immobilier. Bien que les perspectives de croissance à court terme soient moins défavorables que prévu, l'activité économique devrait évoluer sans réelle tendance. La hausse de l'IPC total a atteint un point haut au quatrième trimestre 2022 et a été nettement révisée à la baisse pour cette année par rapport aux projections de mars 2023, en raison de l'extension de la garantie des prix de l'énergie intégrée dans le budget de printemps (*Spring Budget*). Néanmoins, l'inflation totale devrait rester élevée, les tensions sur les marchés du travail et les fortes tensions sur les salaires contribuant à la persistance de l'inflation intérieure.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a stagné ces derniers mois. Comme au quatrième trimestre de l'an dernier, elle s'est contractée de 0,1 % au premier trimestre 2023, dans un contexte de baisse de la consommation privée et publique. La croissance économique devrait rester faible à brève échéance, mais se renforcer dans le courant de l'année, à mesure du ralentissement de l'inflation et de la poursuite de la résorption des perturbations de l'offre. La situation est hétérogène entre les secteurs économiques : l'activité continue de s'affaiblir dans le secteur manufacturier, en partie du fait d'une baisse de la demande mondiale et de conditions de financement plus strictes dans la zone euro, mais résiste bien dans les services. Le marché du travail apporte toujours une forte contribution positive. Près d'un million de nouveaux emplois ont été créés au premier trimestre de l'année et le taux de chômage a atteint un point bas historique de 6,5 % en avril. Le nombre moyen d'heures travaillées a également augmenté, même s'il reste légèrement inférieur à son niveau d'avant la pandémie.

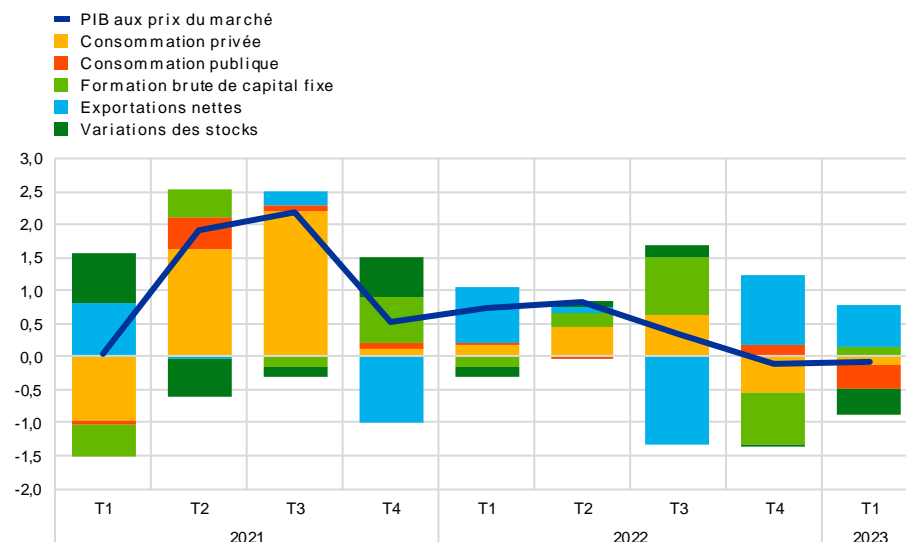
Ces perspectives se reflètent largement dans les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur un ralentissement de la croissance annuelle du PIB en volume à 0,9 % cette année avant un rebond à 1,5 % en 2024 et 1,6 % en 2025. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2023 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2023 et 2024, alors qu'elles restent inchangées pour 2025. Les perspectives de croissance économique restent très incertaines.

L'économie de la zone euro s'est légèrement contractée au premier trimestre 2023. Selon les données révisées d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a diminué de 0,1 % au premier trimestre 2023, après avoir enregistré une baisse du même ordre au quatrième trimestre 2022. Cette évolution intervient malgré le soutien apporté par la baisse des prix de l'énergie, la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les mesures budgétaires. La ventilation des dépenses montre des contributions positives des exportations nettes et de l'investissement (graphique 4). Toutefois, celles-ci ont été contrebalancées par des contributions négatives de la consommation privée et publique ainsi que des variations des stocks. En rythme trimestriel, le PIB a augmenté de 0,6 % en Italie, 0,5 % en Espagne et 0,2 % en France, tandis qu'il a diminué de 0,3 % en Allemagne et de 0,7 % aux Pays-Bas. La faiblesse des résultats de la zone euro s'explique également en partie par un recul particulièrement prononcé du PIB de l'Irlande (– 4,6 %), lié une nouvelle fois aux évolutions dans les secteurs dominés par les entreprises multinationales. La valeur ajoutée brute a augmenté de 0,2 % au premier trimestre, reflétant une forte hausse de la production dans la construction et dans les services, parallèlement à une baisse de la valeur ajoutée dans l'industrie. La différence relativement importante entre la croissance du PIB et celle de la valeur ajoutée est due à la baisse prononcée des taxes nettes sur les produits, résultant largement de l'augmentation des subventions à l'énergie.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

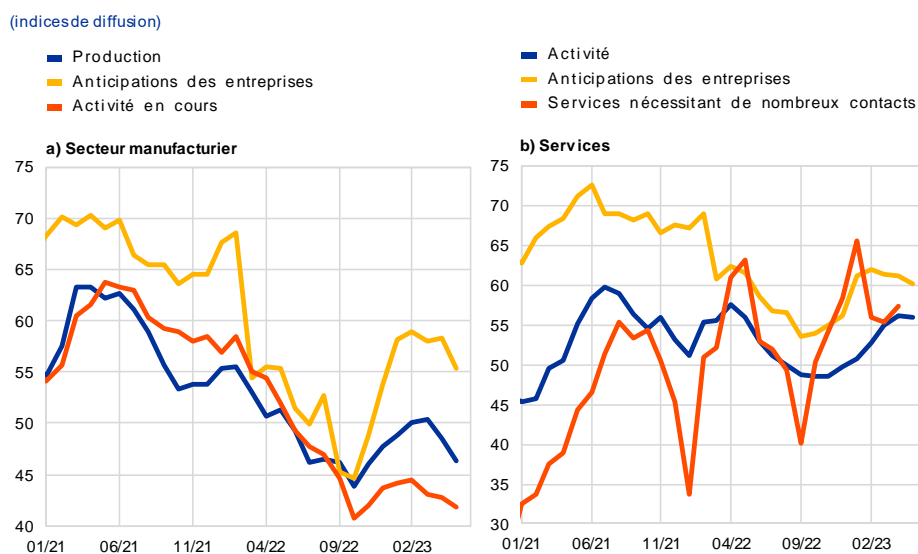
Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023.

La production dans la zone euro devrait afficher une hausse modérée au deuxième trimestre 2023, tirée principalement par le secteur des services.

Les données d'enquêtes disponibles suggèrent une légère croissance économique dans la zone euro au deuxième trimestre 2023. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro est ressorti à 52,8 en mai, un chiffre supérieur à celui du premier trimestre et à sa moyenne de long terme. Toutefois, ce signe de croissance masque une reprise à deux vitesses. L'indice relatif à la production dans le secteur manufacturier, qui a diminué pendant deux mois consécutifs, est ressorti à 46,4 en mai, indiquant que la production pourrait encore diminuer (graphique 5, partie a). Les derniers résultats ressortant du PMI indiquent également une baisse des anticipations relatives à la production future et une résorption des arriérés de commandes. Dans le même temps, l'indice relatif à l'activité dans le secteur des services est ressorti à 55,1, après 52,8 au premier trimestre, ce qui indique une poursuite de la croissance (graphique 5, partie b). Cette amélioration s'explique en partie par le rebond de la demande de services nécessitant de nombreux contacts après l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19. Les nouvelles commandes dans ce secteur progressent également, de même que les anticipations de poursuite de la croissance, bien qu'à un rythme plus lent.

Graphique 5

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023 pour les services nécessitant de nombreux contacts et à mai 2023 pour toutes les autres rubriques.

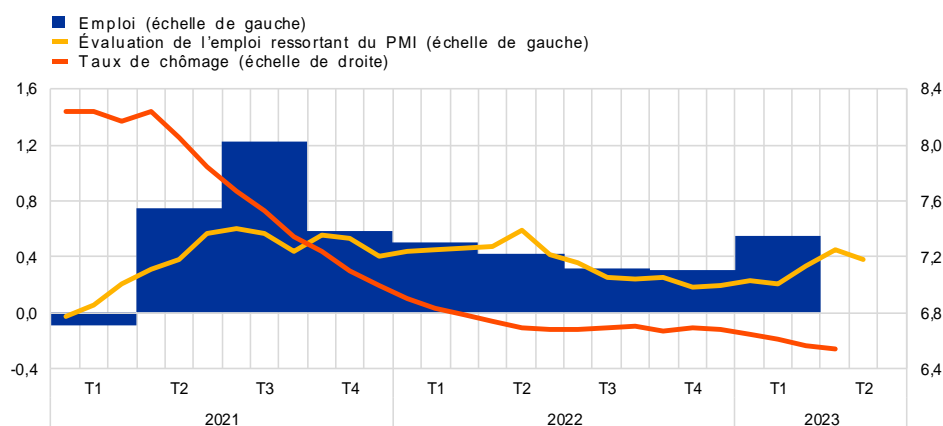
Le marché du travail a poursuivi son expansion au premier trimestre 2023 et est demeuré résilient malgré la baisse du PIB.

L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de 0,6 % au premier trimestre 2023. Depuis le quatrième trimestre 2019, l'emploi a augmenté de 2,9 % et le nombre total d'heures travaillées, de 1,5 % (graphique 6). Cela implique une baisse de 1,6 % du nombre moyen d'heures travaillées. Cette baisse est en partie liée à la forte création d'emplois dans le secteur public, qui affiche généralement un nombre moyen d'heures travaillées moins élevé que l'ensemble de l'économie, et aux niveaux élevés de congés maladie. La population active a continué de croître et demeure la principale source de création d'emplois. Après de très faibles baisses ces derniers trimestres, le taux de chômage s'est établi à 6,5 % en avril, en recul de 0,2 point de pourcentage depuis avril 2022. La demande de main-d'œuvre reste vigoureuse, avec un taux de vacance d'emploi globalement stable à 3,0 %, proche de son plus haut niveau depuis le début de la série.

Graphique 6

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

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



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

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

Les indicateurs à court terme du marché du travail signalent une poursuite de la croissance de l'emploi au deuxième trimestre 2023.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a diminué, revenant de 54,5 en avril à 53,8 en mai, mais demeure significativement supérieur au seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. Cet indice affiche une expansion depuis février 2021, avec un pic en mai 2022. Le ralentissement global suggère une modération de la croissance de l'emploi. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, l'indice va dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi dans le secteur industriel et en particulier dans le secteur des services, et d'une légère baisse dans le secteur de la construction.

La consommation privée s'est contractée au premier trimestre 2023 dans un contexte de baisse des dépenses de biens.

L'inflation toujours élevée et l'incertitude persistante ont continué de peser sur le revenu disponible et d'encourager l'épargne début 2023. Dans ce contexte, la consommation privée s'est contractée de 0,3 % au premier trimestre, sous l'effet d'une baisse des dépenses de biens (graphique 7, partie a). En rythme trimestriel, les ventes au détail ont diminué de 0,2 % au premier trimestre 2023 et ont stagné en avril 2023, tandis que les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont baissé de 3,8 % au cours des trois premiers mois de 2023, puis ont enregistré un nouveau recul mensuel de 1,1 % en avril. En revanche, la consommation de services par les ménages a augmenté, bénéficiant toujours des effets persistants de la réouverture.

Les données disponibles indiquent des signes de reprise modérée des dépenses de consommation.

L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est redressé en avril, principalement soutenu par une amélioration des anticipations relatives aux perspectives économiques générales et aux propres situations financières des ménages. Toutefois, il s'est

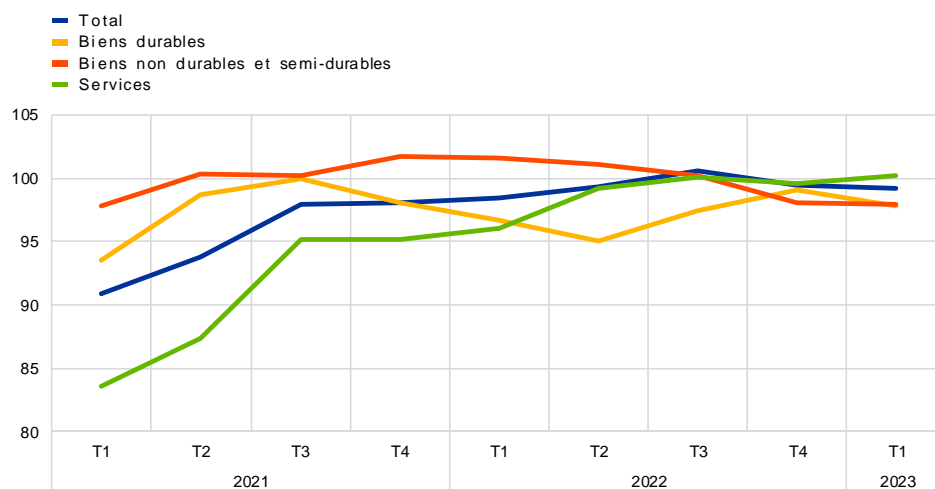
stabilisé en mai, demeurant à un bas niveau. Les perspectives pour les services aux consommateurs demeurent plus robustes que pour les biens, l'indicateur de la Commission relatif à la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts demeurant à un niveau supérieur à sa moyenne historique en avril et mai, malgré une légère baisse. En revanche, les intentions des consommateurs de réaliser des achats importants et les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail se sont détériorées en mai et sont restées inférieures aux moyennes historiques (graphique 7, partie b). De même, l'enquête d'avril de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) signale une hausse des anticipations relatives aux réservations de vacances, mais n'indique aucun changement des intentions d'achats d'appareils électroménagers. Ces dernières demeurent à un bas niveau et confirment l'existence d'une dichotomie entre la demande de services et la demande de biens. La transmission du durcissement des conditions de financement à l'économie réelle devrait réduire les emprunts des ménages, accroître l'épargne et freiner les dépenses de consommation. Les données tirées de la dernière enquête CES suggèrent qu'une part croissante des ménages ayant un prêt hypothécaire à taux variable prévoient d'avoir du retard dans le remboursement de leur dette.

Graphique 7

Indicateurs de la consommation privée réelle

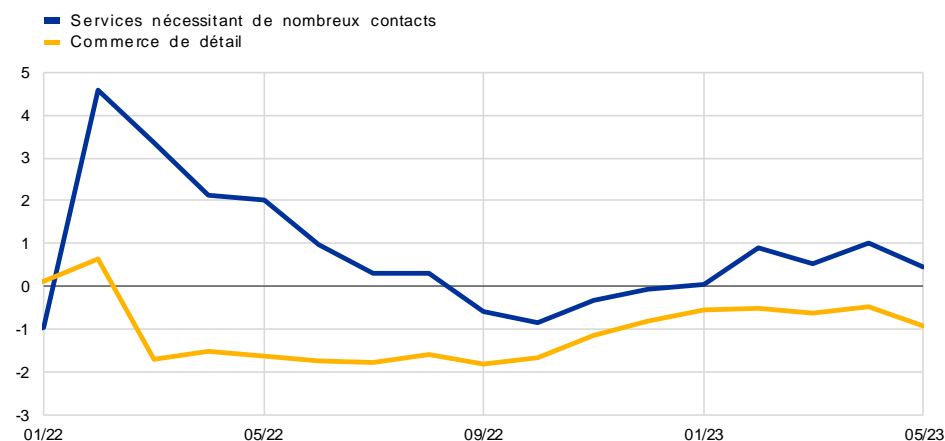
a) Composantes de la consommation privée réelle

(indices : quatrième trimestre 2019 = 100)



b) Anticipations des entreprises relatives à la demande et à l'activité

(soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Eurostat, Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières) et calculs de la BCE.

Notes : Pour la partie b), la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts au cours des trois prochains mois est normalisée sur la période 2005-2019, tandis que les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail au cours des trois prochains mois sont normalisées sur la période 1985-2019. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour la partie a) et à mai 2023 pour la partie b).

L'investissement des entreprises a augmenté début 2023, après s'être contracté au quatrième trimestre 2022.

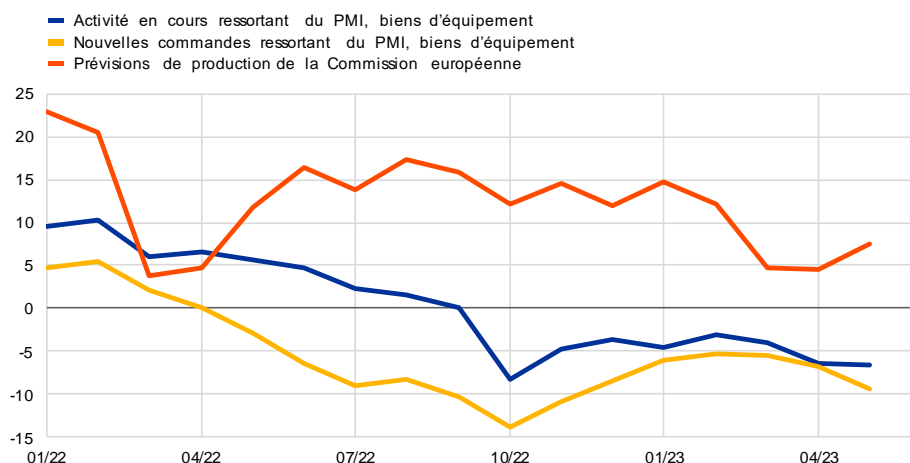
L'investissement total hors construction en glissement trimestriel a augmenté de 0,1 % au premier trimestre 2023. Cependant, ce chiffre serait plus élevé si la contribution volatile des investissements incorporels en Irlande était exclue. L'investissement des entreprises devrait s'être modéré au cours du trimestre actuel. La production de biens d'équipement a fortement reculé en mars, ce qui implique un acquis de croissance négatif au deuxième trimestre. Les carnets de commandes, la confiance dans le secteur manufacturier, l'activité en cours et les prévisions de production dans le secteur des biens d'équipement ont diminué dans l'ensemble au deuxième trimestre (graphique 8). Un nouvel indice de sentiment des entreprises à l'égard des bénéficiaires établi à partir de téléconférences sur les résultats (*earnings calls*) de grandes entreprises de la zone euro montre que,

malgré une baisse des valeurs élevées de ces dernières années, les profits des entreprises restent relativement robustes ². Cela devrait atténuer l'effet croissant de la hausse des coûts d'emprunt et du durcissement des critères d'octroi des prêts sur l'investissement des entreprises. L'enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements, publiée le 27 avril 2023, suggère une amélioration des soldes d'opinion (réponses positives moins réponses négatives) par rapport à l'enquête d'octobre 2022. Les résultats de l'enquête suggèrent une croissance positive des plans d'investissement pour 2023, à la fois dans le secteur manufacturier et dans celui des services. Les soldes les plus élevés sont enregistrés pour les secteurs des services tels que les télécommunications et les infrastructures, qui se caractérisent par des besoins d'investissement à plus long terme liés à la transformation numérique ou à la transition énergétique et sont soutenus par le programme *Next Generation EU*. L'enquête indique également qu'une expansion généralisée de l'investissement dans les machines et des investissements incorporels pourrait encore se produire cette année.

Graphique 8

Indicateurs à court terme dans le secteur des biens d'équipement

(écarts par rapport aux moyennes)



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

Notes : Les indices PMI sont présentés comme des écarts par rapport au seuil de croissance nulle de 50. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux prévisions de production est calculé comme un écart par rapport à sa moyenne de long terme. Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté au premier trimestre 2023, mais devrait à nouveau se contracter à court terme.

En rythme trimestriel, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 1,3 % au premier trimestre 2023, après une baisse de 1,6 % au quatrième trimestre 2022. Cette augmentation est probablement due aux conditions météorologiques favorables, associées aux carnets de commandes bien remplis des entreprises. Cela se reflète dans le fait que le temps nécessaire au traitement des arriérés actuels est resté proche de son point haut historique observé entre janvier et avril selon l'enquête trimestrielle de la Commission européenne. La production dans la construction de bâtiments a significativement augmenté en moyenne au premier trimestre, mais a fortement baissé en mars, suggérant un point de départ bas pour le

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

deuxième trimestre 2023. De plus, en moyenne, l'indicateur de la Commission relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois a nettement diminué en avril et en mai par rapport au premier trimestre. En outre, la contraction ressortant de l'indice PMI pour la construction résidentielle s'est accentuée. À mesure que la demande se réduit, les goulets d'étranglement du côté de l'offre, tels que les pénuries de matériaux et l'allongement des délais de livraison, se résorbent significativement, le nombre de transactions dans l'immobilier résidentiel ayant enregistré une baisse à deux chiffres en rythme annuel dans de nombreux pays au quatrième trimestre 2022. Le sentiment, mesuré par l'enquête trimestrielle de la Commission sur les intentions des ménages de rénover, d'acheter ou de faire construire un logement, s'est légèrement amélioré entre janvier et avril, mais reste modéré. La baisse de la demande est due à la hausse des taux hypothécaires, ce qui, conjugué à la diminution du revenu réel et aux prix des logements élevés, a une incidence sur l'accessibilité. Cela se reflète également dans le recul significatif de la demande de prêts au logement.

La croissance des volumes d'exportations de la zone euro est restée modérée au premier trimestre, en raison d'un affaiblissement de la demande mondiale.

Les exportations de biens hors zone euro ont modérément diminué au premier trimestre à mesure que la demande extérieure mondiale s'est affaiblie. Les exportations de produits manufacturés ont été soutenues par l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, tandis que les effets persistants du choc sur l'offre d'énergie et l'appréciation de l'euro ont contribué à la faiblesse des exportations. Les exportations de services ont soutenu les exportations totales de la zone euro. Les importations de la zone euro ont fortement diminué au premier trimestre, reflétant un ralentissement de la demande intérieure et une baisse des importations d'énergie dans un contexte d'hiver doux et de réserves remplies. Avec la contraction des volumes d'importations, le solde commercial a apporté une contribution positive à la croissance du PIB au premier trimestre en dépit d'une croissance modérée des exportations. Les termes de l'échange dans la zone euro ont continué de s'améliorer à mesure que les prix des importations d'énergie ont continué de diminuer, ce qui a contribué à un retour rapide du compte des transactions courantes à un excédent au premier trimestre 2023. Les indicateurs prospectifs signalent une faiblesse persistante à court terme des volumes d'exportations de la zone euro. Les délais de livraison des fournisseurs ont continué de se raccourcir en mai, et la performance des exportations devrait bénéficier à court terme de la réduction des carnets de commandes existants, qui restent très remplis dans certains secteurs clés. Toutefois, la contraction des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier s'est accentuée, indiquant une atonie persistante de la demande d'exportations de biens de la zone euro. Dans le même temps, l'augmentation des nouvelles commandes à l'exportation dans les services indique une dynamique positive dans ce secteur, avec une activité vigoureuse dans les voyages et le transport ainsi que d'autres services exportables, tels que les technologies de l'information et de la communication.

À plus long terme, la croissance du PIB devrait progressivement se renforcer.

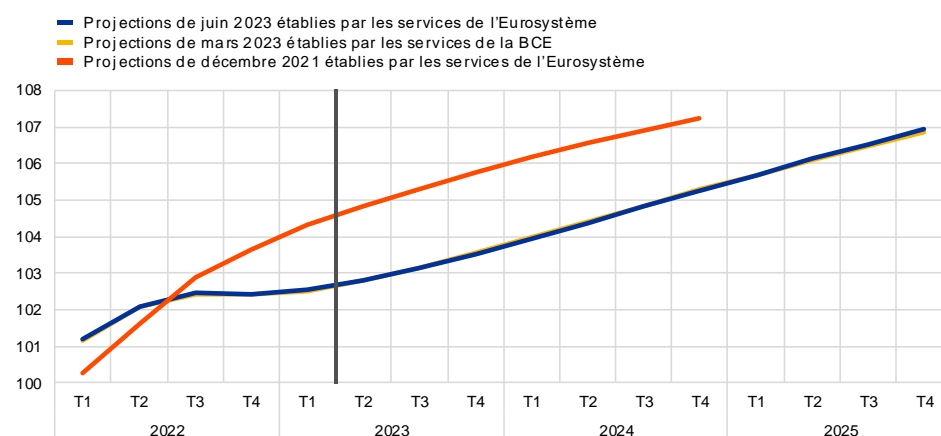
La croissance économique devrait reprendre au cours des prochains trimestres, sous l'effet de la modération des prix de l'énergie, du renforcement de la demande

extérieure, de la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre ainsi que de l'atténuation continue des incertitudes, notamment liées aux récentes tensions sur le secteur bancaire. En outre, les revenus réels devraient s'améliorer, soutenus par un marché du travail robuste, le chômage atteignant de nouveaux points bas historiques. Le resserrement de la politique monétaire de la BCE se répercutera de plus en plus sur l'économie réelle, mais les effets modérateurs du durcissement des conditions de l'offre de crédit devraient être limités. Conjugué au retrait progressif des mesures de soutien budgétaire, ce processus pèsera sur la croissance économique à moyen terme.

Les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient un ralentissement de la croissance annuelle du PIB en volume, à 0,9 % en 2023 (après 3,5 % en 2022), avant un rebond à 1,5 % en 2024 et 1,6 % en 2025 (graphique 9). Par rapport aux projections de mars 2023 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2023 et 2024, afin de refléter principalement des conditions de financement plus strictes. Quant à la croissance projetée du PIB pour 2025, elle demeure inchangée, car les effets du durcissement des conditions de financement devraient être partiellement compensés par les effets de la hausse du revenu réel disponible et du recul de l'incertitude.

Graphique 9
PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(indice : quatrième trimestre 2019 = 100 ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro](#).
Note : La ligne verticale indique le début des projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

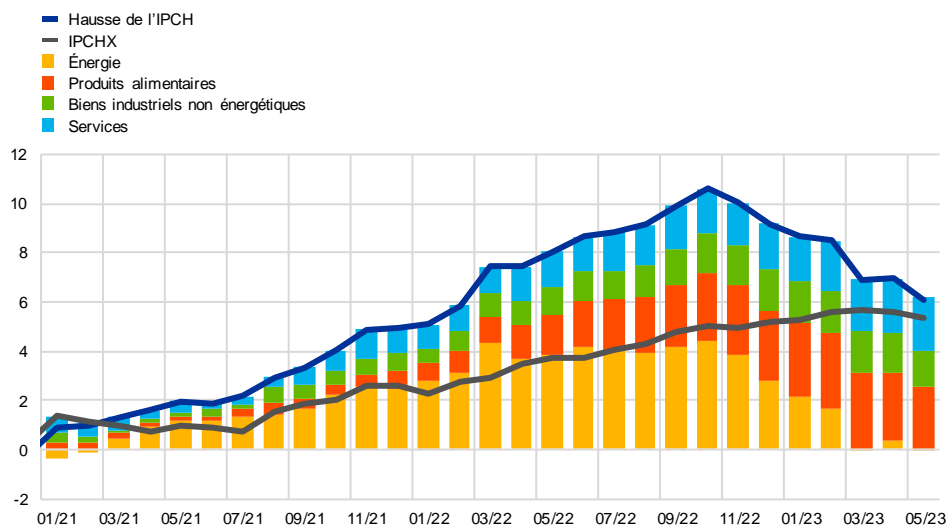
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 6,1 % en mai 2023, reprenant sa trajectoire baissière entamée en octobre 2022. L'ensemble des principales sous-composantes (énergie, produits alimentaires, biens industriels non énergétiques et services) a contribué au recul de l'inflation totale. Les tensions sur les prix sont demeurées fortes, mais certaines ont montré quelques signes d'atténuation, les effets des coûts élevés de l'énergie, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la réouverture de l'économie se dissipant lentement. Les tensions sur les salaires sont devenues une source de plus en plus importante de l'inflation, tandis que les profits sont demeurés relativement élevés dans les secteurs présentant des déséquilibres entre l'offre et la demande. Les dernières données disponibles pour les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont montré les premiers signes de stabilisation, tout en restant à des niveaux élevés. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme ont continué de s'établir à 2 % environ, certains indicateurs sont demeurés élevés et justifient un suivi continu. Les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation totale poursuivra sa trajectoire baissière, ressortant, en moyenne, à 5,4 % en 2023, 3,0 % en 2024 et 2,2 % en 2025.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH est revenue à 6,1 % en mai, reprenant sa tendance antérieure à la modération après la légère hausse à 7,0 % enregistrée en avril, qui reflétait un effet de base haussier concernant les prix de l'énergie (graphique 10). Le ralentissement observé en mai a résulté d'une baisse des taux d'inflation pour l'ensemble des principales sous-composantes de l'IPCH (énergie, produits alimentaires, biens industriels non énergétiques et services). La hausse des prix de l'énergie est revenue à – 1,7 % en mai, renouant ainsi avec sa tendance baissière après s'être accélérée à 2,4 % en avril contre – 0,9 % en mars. Le ralentissement global de la hausse des prix de l'énergie au cours des derniers mois a été lié à la baisse des prix de gros du gaz et de l'électricité. La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore ralentie, revenant de 13,5 % en avril à 12,5 % en mai, en raison de taux moins élevés pour les composantes produits alimentaires tant non transformés que transformés. Cette évolution est en ligne avec l'atténuation des tensions en amont sur les prix, les effets indirects des chocs sur les coûts de l'énergie et sur les autres coûts se dissipant. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est établie à 5,3 %, contre 5,6 % en avril, affichant ainsi un fléchissement pour le deuxième mois consécutif. Cette évolution a résulté de taux d'inflation moins élevés tant pour les services que pour les biens industriels non énergétiques. Pour ces derniers, le taux a de nouveau fléchi, revenant à 5,8 % en mai contre 6,2 % en avril, reflétant probablement dans une large mesure l'atténuation des pressions haussières antérieures exercées par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les chocs sur les prix de l'énergie. Cette baisse reflète potentiellement aussi une réorientation de la demande des biens vers les services après la pandémie. La hausse des prix des services s'est également légèrement ralentie, revenant de 5,2 % en avril à 5,0 % en mai.

Graphique 10

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

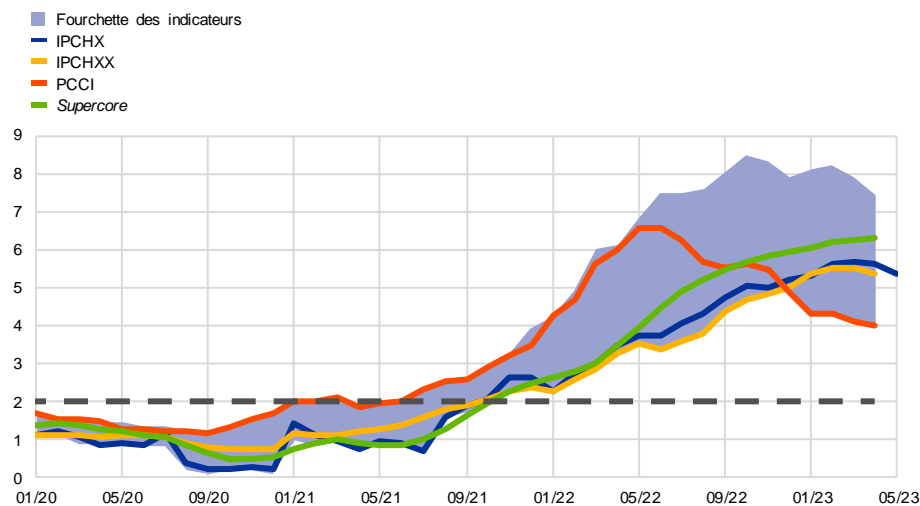
La plupart des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente dans la zone euro montrent les premiers signes d'une stabilisation, même s'ils demeurent à des niveaux élevés et si l'incertitude reste forte (graphique 11). Selon les dernières

données disponibles, la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont affiché une légère baisse de leurs taux de croissance annuels en avril. De plus, la hausse de l'IPCHX s'est de nouveau ralentie, revenant à 5,3 % en mai (estimation rapide), confortant l'anticipation d'une amorce de trajectoire baissière pour l'inflation core. Par rapport au mois précédent, l'indicateur *Supercore* (qui recouvre les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité) et l'indicateur de l'inflation domestique (qui exclut les postes ayant un contenu en importation élevé) ont été les seuls indicateurs de l'inflation sous-jacente qui ont continué d'augmenter en avril. Cela met en évidence la prédominance de certaines tensions plus persistantes sur les prix domestiques. Cette évolution se conjuguant aux répercussions décalées des précédents chocs sur les coûts de l'énergie et les chaînes d'approvisionnement, les taux de l'inflation sous-jacente sont par conséquent restés élevés. La fourchette des indicateurs suivis s'est réduite en avril, mais elle est restée importante au regard des évolutions historiques, signalant que l'incertitude accrue persiste.

Graphique 11

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services 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 mai 2023 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à avril 2023 pour les autres indicateurs.

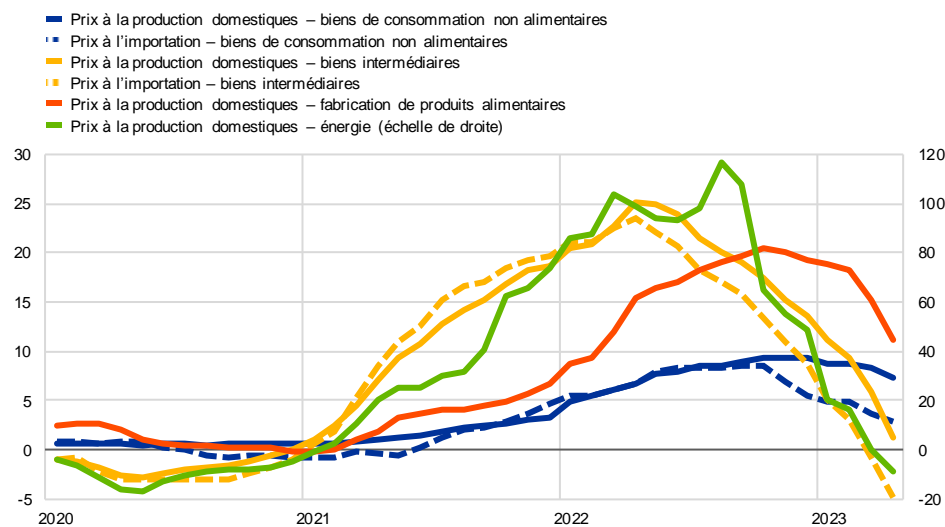
Les tensions en amont continuent de s'atténuer, mais certains indicateurs demeurent à des niveaux historiquement élevés, en particulier en aval de la chaîne des prix (graphique 12).

En amont de la chaîne des prix, les tensions ont continué de diminuer sensiblement en avril, la hausse des prix à la production domestiques pour les biens intermédiaires revenant à 1,3 % contre 5,8 % en mars. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires est devenu plus négatif, passant de -0,8 % en mars à -4,8 % en avril, en partie en raison de l'appréciation du taux de change de l'euro à l'automne 2022. L'atténuation de l'impact des chocs sur les prix de l'énergie s'est également reflétée dans la hausse des prix à la production pour l'énergie, qui est devenue négative en avril. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques pour les biens de consommation non alimentaires s'est encore ralentie, revenant de 8,2 % en mars à 7,2 % en avril. Elle continue cependant de se situer à des niveaux remarquablement élevés. Sur la même période, le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est revenu à 2,8 % après 3,7 %. La poursuite de l'atténuation des tensions en amont suggère que l'effet cumulé des chocs antérieurs sur les prix s'estompe. Le taux de croissance annuel des prix à la production pour les produits alimentaires a également fléchi, la hausse des prix à la production ressortant à 11,2 % en avril et les séries équivalentes pour les prix à l'importation à 3,5 %.

Graphique 12

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



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

Les tensions d'origine interne sur les coûts, telles que mesurées par le déflateur du PIB, ont continué de s'accroître au premier trimestre 2023 en raison de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et des profits unitaires (graphique 13). Le taux de croissance en glissement annuel du déflateur du PIB a atteint 6,2 % au premier trimestre 2023, contre 5,8 % au quatrième trimestre 2022, dépassant ainsi la hausse de l'IPCHX. Les profits unitaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont contribué pour moitié environ au taux de croissance total du déflateur du PIB, tandis que les impôts unitaires ont exercé un impact baissier mineur. La contribution des profits unitaires au déflateur du PIB est restée élevée d'un point de vue historique³. Cela signifie que les déséquilibres entre l'offre et la demande dans certains secteurs n'ont pas encore totalement disparu et que les entreprises ont bénéficié d'un environnement favorable en matière de fixation des prix dans lequel les hausses des prix des consommations intermédiaires ont pu être répercutées sur les prix de vente. L'accélération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a principalement résulté d'une baisse de la productivité du travail, qui est revenue de 0,3 % au dernier trimestre 2022 à -0,6 % au premier trimestre 2023. L'accroissement de la croissance de la rémunération par tête, qui est passée de 4,8 % à 5,2 % sur la même période, a également apporté une contribution positive. Un renforcement des tensions sur les salaires est également observé au travers du taux de croissance des salaires négociés, qui ont augmenté de 4,3 % au premier trimestre 2023 contre 3,1 % le trimestre précédent. De plus, les informations prospectives émanant des négociations salariales qui se sont achevées récemment suggèrent que les tensions sur les salaires nominaux demeurent fortes, en particulier lorsque l'on tient également compte des paiements

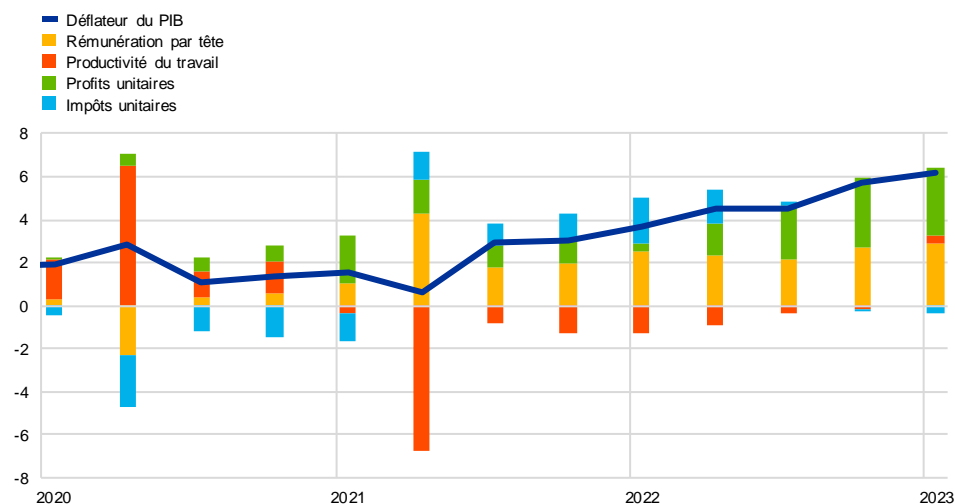
³ Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

exceptionnels qui ont été fréquents dans les accords récents pour certains pays de la zone euro.

Graphique 13

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023. La rémunération par tête et la productivité du travail contribuent toutes deux aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre.

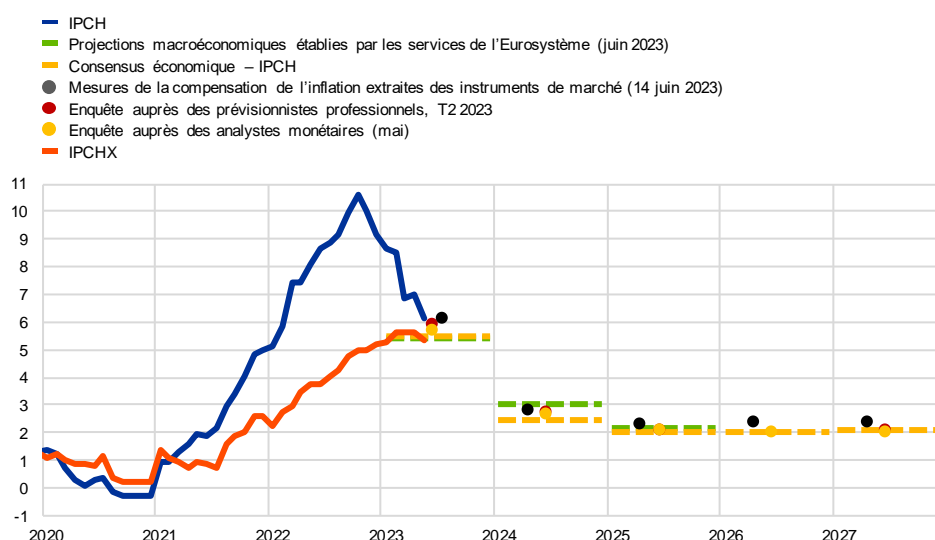
La plupart des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro sont restés à 2 % environ, tandis que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme tirés des enquêtes réalisées par les prévisionnistes professionnels continuent de s'établir autour de la cible de 2 % de la BCE. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2023, la moyenne des anticipations à plus long terme (qui se rapportent à 2027) est restée inchangée à 2,1 %, tandis que dans l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires pour mai 2023, les anticipations à plus long terme ressortent à 2 %, sans changement par rapport à la publication de mars. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) ont légèrement augmenté pour l'ensemble des échéances au cours de la période sous revue qui s'est achevée mi-juin, les intervenants de marché se concentrant davantage sur la question de savoir s'il existe des éléments indiquant une persistance de l'inflation *core* dans la zone euro et ailleurs. Les données plus faibles que prévues pour l'inflation *core* et l'inflation totale dans la zone euro publiées fin mai n'ont pas sensiblement modifié cette évaluation sur les marchés à terme. Sur la partie courte, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an s'est établi à 2,3 % mi-juin, soit 15 points de base de plus qu'au début de la période mi-mars. Sur la partie longue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a également achevé la période sous revue à un niveau supérieur de près de 15 points de base et oscille autour de 2,5 %. 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 également des primes de risque sur l'inflation qui compensent les risques pesant sur l'inflation. Du côté des consommateurs, selon la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) d'avril 2023, les anticipations médianes pour l'inflation totale à trois ans ont fortement baissé, à 2,5 % après 2,9 %, et celles à un an sont revenues à 4,1 % après 5,0 %⁴. En conséquence, la hausse des anticipations d'inflation à trois ans observée en mars a été globalement annulée, indiquant que cette remontée temporaire pourrait être imputable aux incertitudes et aux préoccupations relatives aux perturbations sur les marchés financiers en Europe.

Graphique 14

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 de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro 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 14 juin 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 et mai 2023 pour les prévisions à court terme (2023 et 2024). La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 31 mai 2023. La dernière observation relative à l'IPCH se rapporte à mai 2023 (estimation rapide).

Les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation totale poursuivra sa trajectoire baissière, ressortant, en moyenne, à 5,4 % en 2023, 3,0 % en 2024 et 2,2 % en 2025 (graphique 15).

L'inflation totale a fléchi depuis octobre de l'année dernière, même si elle s'avère plus persistante qu'anticipé précédemment, en dépit des premiers signes d'atténuation des tensions sous-jacentes sur les prix. La hausse des prix de l'énergie devrait devenir de plus en plus négative en 2023, sous l'effet de la poursuite de la baisse des prix des matières premières énergétiques, et la hausse des prix des produits alimentaires devrait se modérer. Conjugués à l'atténuation des

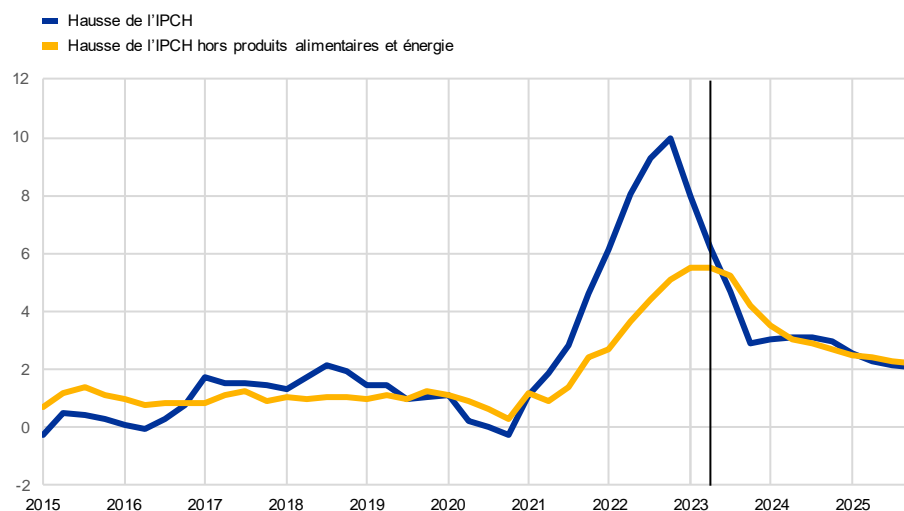
⁴ Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – avril 2023 », communiqué de presse, BCE, 6 juin 2023.

goulets d'étranglement au niveau de l'offre, ces facteurs devraient faire encore baisser l'inflation totale, qui reviendrait à 3,0 % au dernier trimestre 2023. L'inflation devrait fluctuer autour de ce niveau en 2024, lorsque les mesures budgétaires devraient prendre fin, avant de continuer à baisser graduellement en 2025. L'IPCHX se ralentira progressivement courant 2023, pour s'établir à 5,1 % en moyenne en 2023, 3,0 % en 2024 et 2,3 % en 2025. L'impact moins prononcé des tensions en amont devrait compenser un renforcement des tensions sur les coûts de main-d'œuvre, la croissance des salaires demeurant supérieure aux moyennes historiques en raison de la compensation de la perte de pouvoir d'achat et des tensions sur les marchés du travail. Une contraction des profits unitaires devrait amortir légèrement la dynamique plus soutenue des coûts salariaux. Sur l'horizon des projections, la dissipation des effets indirects des prix de l'énergie, l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'impact modérateur de la politique monétaire devraient contribuer à faire baisser l'inflation. Par rapport aux projections de mars 2023 établies par les services de la BCE, le profil de l'inflation totale est demeuré globalement inchangé, avec une révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage chaque année. L'IPCHX a été revu à la hausse en raison des surprises à la hausse antérieures et de pressions liées à la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Graphique 15

Inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème \(juin 2023\)](#).
Notes : IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour les données et au quatrième trimestre 2025 pour les projections. Les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été finalisées fin mai et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 23 mai 2023. Les données historiques relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont trimestrielles. Les données relatives aux prévisions sont trimestrielles pour l'inflation mesurée par l'IPCH et annuelles pour l'inflation mesurée par l'IPCHX.

Au cours de la période sous revue (du 16 mars au 14 juin 2023), les marchés financiers de la zone euro se sont stabilisés après les turbulences dans le secteur bancaire survenues début mars aux États-Unis et en Suisse. À mesure que les préoccupations quant aux retombées économiques de ces turbulences se sont progressivement dissipées, les intervenants de marché ont réévalué leurs anticipations en ce qui concerne la hausse des taux directeurs, la volatilité a diminué, le cours des actions s'est redressé et les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés. Fin mai, les taux d'intérêt sans risque ont légèrement diminué sur l'ensemble des échéances, en partie du fait de niveaux d'inflation sous-jacente (core) et d'inflation totale plus bas que prévu dans la zone euro. Dans l'ensemble, la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) s'est déplacée vers le haut sur les échéances à très court terme, atteignant un point haut de 3,8 % environ mi-juin, à la fin de la période sous revue, bien que ce niveau reste inférieur à celui enregistré début mars avant l'émergence des perturbations dans le secteur bancaire. Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro n'ont que partiellement reflété la hausse de leurs taux correspondants aux États-Unis et au Royaume-Uni et se sont stabilisés à un niveau légèrement supérieur à celui enregistré mi-mars. Les marchés des obligations souveraines ont été globalement isolés des événements survenus dans le secteur bancaire, et les écarts de rendement n'ont pas réagi à l'annonce par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de mai qu'il prévoyait de mettre fin aux réinvestissements au titre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) à compter de juillet 2023. Au cours de la période sous revue, les indices boursiers agrégés de la zone euro ont augmenté dans une moindre mesure qu'aux États-Unis, tandis que le secteur bancaire a enregistré de meilleures performances dans la zone euro qu'aux États-Unis. Les répercussions sur la zone euro de la volatilité des marchés financiers aux États-Unis, liée à l'incertitude politique concernant le plafond de la dette dans ce pays, ont été largement limitées. Enfin, sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

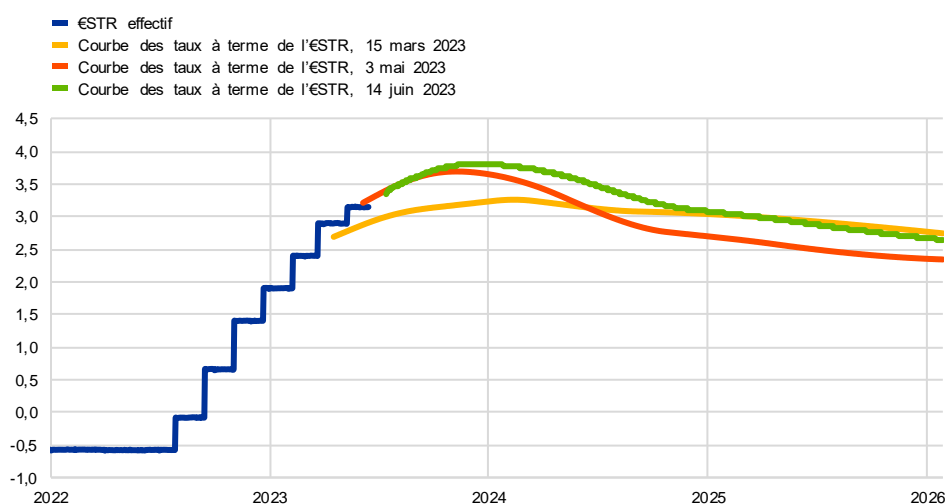
La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS) s'est déplacée vers le haut pour les échéances à très court terme et la courbe à terme de l'€STR a atteint un point haut à 3,8 % environ (graphique 16). Le taux de référence €STR a étroitement suivi les évolutions du taux de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a relevé de 50 points de base (de 2,5 % à 3 %) lors de sa réunion de politique monétaire le 16 mars 2023, puis de 25 points de base (de 3 % à 3,25 %) lors de sa réunion du 4 mai. Début mars, la courbe à terme des taux OIS, basés sur l'€STR, intégrait un pic de taux de 4 % d'ici décembre 2023, qui a ensuite diminué à 3,3 % d'ici octobre 2023, en raison des préoccupations croissantes des intervenants de marché quant aux perturbations dans le secteur bancaire. Au cours de la deuxième quinzaine de mars, la décision du Conseil des gouverneurs de relever le taux de la facilité de dépôt et sa communication claire au sujet de la résilience du secteur bancaire de la zone euro ont incité les intervenants de marché à réviser à la hausse leurs anticipations relatives à la politique monétaire. La décision de mai du Conseil des gouverneurs concernant les taux en mai n'a pas eu d'impact significatif sur la trajectoire des taux directeurs que les intervenants de marché avaient intégrée

dans la courbe à terme des taux OIS. Toutefois, fin mai, la publication de données plus basses que prévu concernant l'inflation core et l'inflation totale dans la zone euro a légèrement freiné les anticipations relatives aux taux directeurs. Au cours de la période sous revue dans son ensemble, la courbe à terme des taux OIS s'est déplacée vers le haut pour les échéances à très court terme et a intégré un pic de taux de 3,8 % pour octobre 2023. Par rapport à la courbe à terme des taux OIS qui prévalait avant la réunion du Conseil des gouverneurs de mai, la courbe à terme de mi-juin présente un pic similaire, mais une baisse plus modérée des taux à terme par la suite.

Graphique 16

Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide de taux OIS (€STR) au comptant.

Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro n'ont que partiellement reflété les hausses de leurs taux correspondants aux États-Unis et au Royaume-Uni et se sont stabilisés à un niveau légèrement supérieur à celui enregistré mi-mars, au début de la période sous revue (graphique 17).

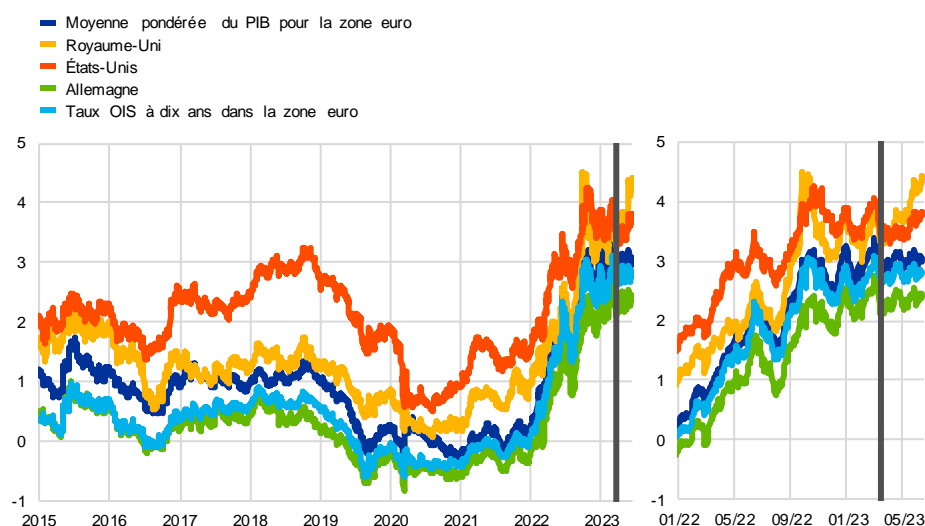
Les taux sans risque à long terme dans la zone euro ont sensiblement baissé au début de la période sous revue, à mesure que les intervenants de marché ont réévalué leurs anticipations relatives aux taux directeurs après les turbulences dans le secteur bancaire. Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro est ressorti à 3 % mi-mars. Il a ensuite fluctué dans une fourchette de 40 points de base environ, avant de terminer la période sous revue, mi-juin, en hausse de 10 points de base, à 3,1 %, ce qui contraste particulièrement avec la hausse prononcée des taux sans risque à long terme au Royaume-Uni. Le débat entourant le plafond de la dette aux États-Unis, sur lequel un accord a été conclu par la Chambre des représentants le 31 mai, conjugué à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque et au resserrement en cours de l'orientation de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, ont constitué les principaux facteurs à l'origine de la plus forte hausse des rendements des obligations souveraines à dix

ans aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui ont augmenté de 20 points de base et 100 points de base respectivement, pour s'établir à 3,8 % et 4,4 % mi-juin.

Graphique 17

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

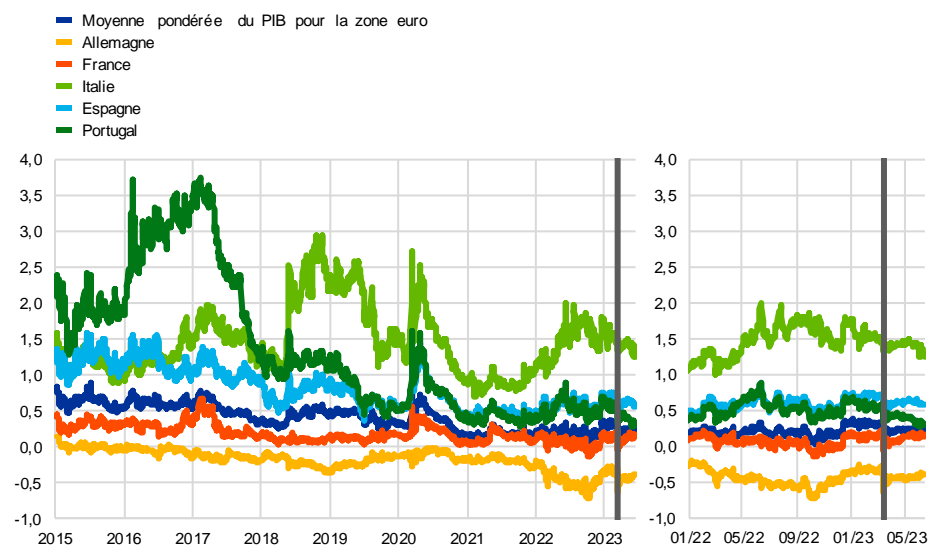
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (16 mars 2023). Les dernières observations se rapportent au 14 juin 2023.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, les écarts de rendement des obligations souveraines restant isolés des préoccupations liées au secteur bancaire (graphique 18). L'écart de rendement moyen pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux OIS basés sur l'€STR n'a augmenté que légèrement au cours de la période sous revue, faisant écho aux écarts de rendement des obligations souveraines, qui sont restés globalement stables dans la plupart des juridictions. Le principal facteur à l'origine du mouvement haussier est l'écart de rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans, qui a augmenté de 12 points de base pour devenir moins négatif, reflétant en partie une inversion des flux de report vers les valeurs sûres provoqués par les perturbations dans le secteur bancaire. L'annonce, en mai, que le Conseil des gouverneurs prévoyait de mettre fin aux réinvestissements au titre de l'APP à compter de juillet 2023 n'a pas entraîné d'élargissement visible des écarts de rendement. Une évolution notable au cours de la période sous revue a été le resserrement de l'écart de rendement des obligations souveraines grecques après le premier scrutin des élections législatives le 21 mai. Cela a renforcé les anticipations des intervenants de marché d'un possible relèvement de notation au statut d'obligations les mieux notées (*investment-grade*) au cours des prochains mois. L'écart de rendement des obligations souveraines grecques à dix ans a diminué de 60 points de base au cours de la période sous revue.

Graphique 18

Écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro par rapport au taux OIS à dix ans basé sur l'€STR

(en points de pourcentage)



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 14 juin 2023.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés en raison d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise à rendement élevé (*high-yield*) et les mieux notées (*investment-grade*) se sont resserrés de 77 points de base et 13 points de base respectivement, annulant presque l'élargissement survenu pendant les perturbations dans le secteur bancaire qui ont précédé la période sous revue. Bien que les écarts de rendement soient légèrement plus importants qu'avant les perturbations bancaires, les émissions brutes des sociétés non financières (SNF) sont conformes aux régularités historiques. Les émissions brutes ont été plus importantes début 2023 que les émissions brutes moyennes des dix dernières années, mais elles se sont presque interrompues lorsque les perturbations dans le secteur bancaire ont commencé et que les écarts de rendement se sont significativement élargis, et n'ont repris que lorsque les écarts de rendement ont commencé à se resserrer et que la volatilité s'est réduite. La capacité des SNF à s'adapter aux conditions prévalant sur les marchés et à émettre moins de dette lorsque les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont augmenté a probablement empêché un élargissement plus important des écarts de rendement pendant les perturbations.

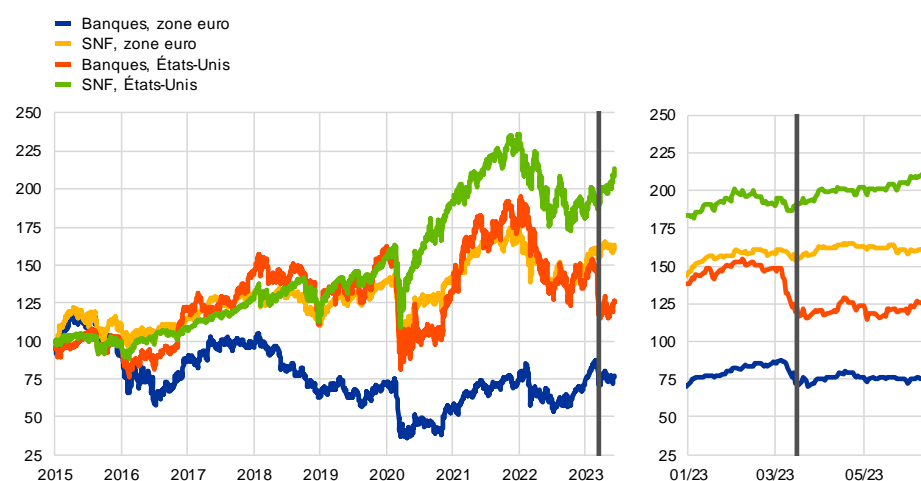
Les prix des actions de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue à mesure que les marchés boursiers se sont stabilisés dans un environnement de faible volatilité (graphique 19). Au cours de la période sous revue, les indices boursiers de la zone euro ont enregistré une augmentation généralisée de 5 %, regagnant en grande partie les pertes subies pendant les turbulences dans le secteur bancaire, même si les cours des actions bancaires n'ont pas encore entièrement effacé la perte. À l'approche de la date-butoir pour relever le

plafond de la dette aux États-Unis, les marchés boursiers des deux côtés de l'Atlantique ont été relativement calmes. Malgré un effet négatif plus persistant sur le cours des actions bancaires américaines, les indices boursiers agrégés ont enregistré de meilleurs résultats aux États-Unis que dans la zone euro, stimulés par la surperformance générale des SNF – en particulier dans le secteur technologique –, qui ont un poids relativement plus élevé dans les indices boursiers aux États-Unis que dans la zone euro. Dans la zone euro, les prix des actions des SNF ont augmenté de 4,5 %, en raison de dividendes et de rachats d'actions plus élevés que prévu ainsi que d'anticipations de bénéfices à court terme plus élevés, en partie contrebalancées par une détérioration des perspectives de bénéfices à long terme, et aux États-Unis, ils ont augmenté de 11 % au cours de la période sous revue dans son ensemble. Les prix des actions bancaires ont progressé de 5,7 % dans la zone euro et de 1,9 % aux États-Unis.

Graphique 19

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



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 14 juin 2023.

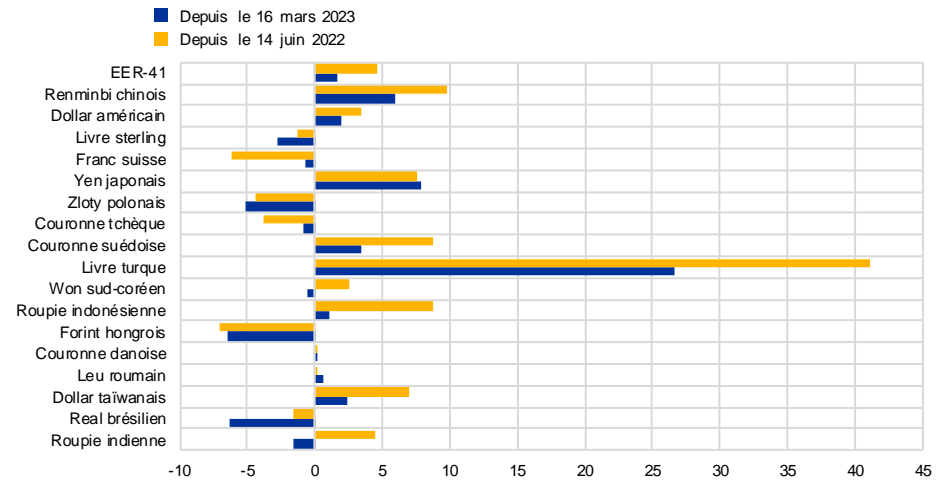
Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 20).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 1,7 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des grandes devises, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain (de 2,0 %) malgré l'augmentation des écarts de taux d'intérêt, ainsi que vis-à-vis du renminbi chinois (de 5,9 %) et du yen japonais (de 7,9 %), tandis qu'il s'est déprécié vis-à-vis de la livre sterling (de 2,7 %) et du franc suisse (de 0,7 %). Il s'est également renforcé par rapport aux devises de la plupart des grandes économies émergentes en Asie, ainsi que vis-à-vis de la livre turque (de 26,7 %), mais il s'est affaibli vis-à-vis du real brésilien (de 6,3 %) et des devises de la plupart des États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale ne faisant pas partie de la zone euro.

Graphique 20

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

(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 14 juin 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Les coûts de financement des banques ont continué d'augmenter en avril 2023, reflétant de nouvelles hausses des taux directeurs de la BCE. Les taux débiteurs bancaires ont également augmenté pour les entreprises et les ménages, mais à un rythme plus lent qu'au cours des mois précédents. Sur la période allant du 16 mars au 14 juin 2023, le coût du financement par émission d'actions et celui du financement par endettement de marché n'ont que légèrement augmenté. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en avril, dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de fléchissement de la demande de prêts et de durcissement des critères d'octroi. Le ralentissement de la dynamique monétaire s'est poursuivi, sous l'effet du niveau élevé du coût d'opportunité lié à la détention de monnaie, du ralentissement de la dynamique du crédit et de la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème.

Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter en avril, reflétant de nouvelles hausses des taux directeurs de la BCE et des taux appliqués aux dépôts. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a encore légèrement augmenté en avril, se stabilisant ainsi autour de son plus haut niveau depuis plus de dix ans (graphique 21, partie a). L'augmentation récente reflète essentiellement la hausse des taux appliqués aux dépôts, alors que les rendements des obligations bancaires sont restés globalement stables (graphique 21, partie b). Les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse régulière, avec quelques variations d'un instrument à l'autre. Les déposants réagissent à cet élargissement de l'écart entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue en réorientant leurs fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme et vers d'autres instruments offrant une rémunération plus élevée. La transmission des hausses des taux directeurs de la BCE aux taux des dépôts a varié significativement d'une banque à l'autre et s'est accompagnée d'une redistribution des volumes de dépôts entre les banques. Les épargnants ont réaffecté leurs dépôts des banques offrant une rémunération moins attrayante vers les banques ayant plus rapidement augmenté les taux appliqués aux dépôts.

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 contribué à une nouvelle réduction de l'excédent de liquidité et 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 des fonds empruntés dans le cadre du programme. En juin, un total de 1 500 milliards d'euros (fonds obligatoires et volontaires) auront été remboursés, réduisant les encours d'environ 72 % (par rapport au niveau d'avant le recalibrage)⁵. Depuis septembre 2022, les banques ont accru leurs émissions d'obligations, qui sont rémunérées à un taux supérieur aux taux appliqués aux dépôts et aux taux

⁵ 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](#) », communiqué de presse, BCE, 27 octobre 2022.

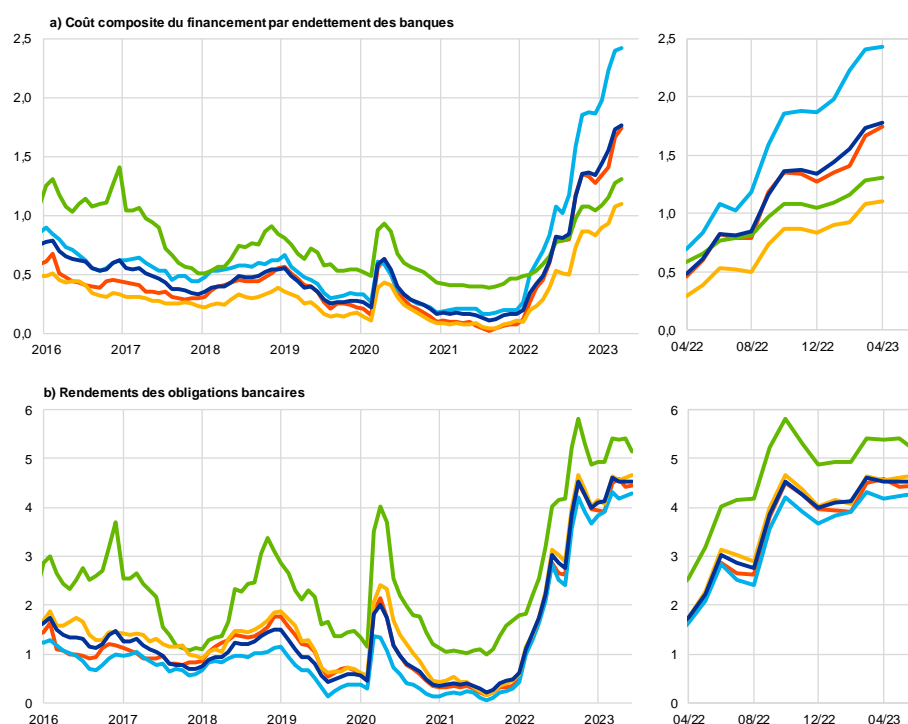
directeurs de la BCE, dans un contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts.

Graphique 21

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 IHS 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 correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à avril 2023 pour les taux de financement composites des banques et au 14 juin 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

Les banques restent bien capitalisées dans l'ensemble, mais les évolutions des conditions de financement, du risque de taux d'intérêt et de la qualité des actifs sont susceptibles de peser de plus en plus sur leur capacité de prêt.

Les banques ont continué d'accroître leur rentabilité au premier trimestre 2023. Cela s'explique principalement par leurs sources de revenus hors intérêts, tandis que la hausse des revenus nets d'intérêt enregistrée tout au long de 2022 a marqué le pas dans un contexte de faible croissance du crédit et de marges nettes d'intérêts globalement stables. Les perturbations dans le secteur bancaire en mars ont entraîné une baisse du prix des actions des banques et un élargissement des écarts de rendement pour les obligations bancaires plus risquées telles que les obligations subordonnées et les instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 (AT1). L'accroissement des tensions sur le financement résultant de la hausse des taux appliqués aux dépôts et des importants remboursements au titre des TLTRO pèse

actuellement sur la rentabilité des banques. S'agissant de la qualité des actifs au bilan des banques, les ratios de prêts non performants ont poursuivi leur baisse, mais on voit apparaître des signes d'accroissement des risques de crédit du fait de l'augmentation de la proportion de prêts comportant des arriérés à court terme, en particulier pour les expositions à des secteurs tels que l'immobilier commercial, qui sont davantage affectés par le cycle de resserrement de la politique monétaire. S'agissant de l'exposition des banques au risque de taux d'intérêt, les pertes non réalisées sur les titres détenus jusqu'à l'échéance font actuellement l'objet d'une surveillance accrue de la part des marchés, bien qu'elles aient été relativement limitées jusqu'à présent.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté en avril 2023, mais à un rythme plus lent qu'au cours des mois précédents. Le resserrement de la politique monétaire de la BCE est en train de se transmettre aux conditions d'octroi des prêts bancaires, les taux débiteurs augmentant et les critères d'octroi se durcissant. Les taux appliqués par les banques aux prêts aux sociétés non financières (SNF) ont augmenté, s'établissant à 4,38 % en avril, leur plus haut niveau depuis fin 2008. Par comparaison, ces taux sont ressortis à 4,22 % en mars 2023 et 1,83 % en juin 2022, avant le début du cycle de resserrement. La récente hausse résulte d'une augmentation des taux des prêts assortis d'une période de fixation inférieure ou égale à un an, tandis que les taux des prêts assortis de périodes de fixation plus longues ont diminué. Les taux des prêts bancaires accordés aux ménages pour l'achat d'un logement ont également de nouveau augmenté en avril, à 3,44 %, après 3,37 % en mars et 1,97 % en juin 2022. La hausse enregistrée en avril résulte d'une augmentation des taux sur les prêts hypothécaires à taux variable, tandis que les taux des prêts hypothécaires à taux fixes ont baissé pour la première fois depuis le début de la tendance haussière en décembre 2021. Globalement, les taux débiteurs ont augmenté plus rapidement 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 d'avril 2023 sur les anticipations des consommateurs](#), les consommateurs prévoient que les taux hypothécaires commenceront à se stabiliser au cours des douze prochains mois. Toutefois, dans l'enquête, un pourcentage net élevé de consommateurs prévoit qu'il deviendra plus difficile d'obtenir des prêts au logement. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé est resté stable en avril, à des niveaux faibles dans une perspective historique, malgré des variations dans une certaine mesure d'un pays à l'autre. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée à de bas niveaux (graphique 22, parties a et b).

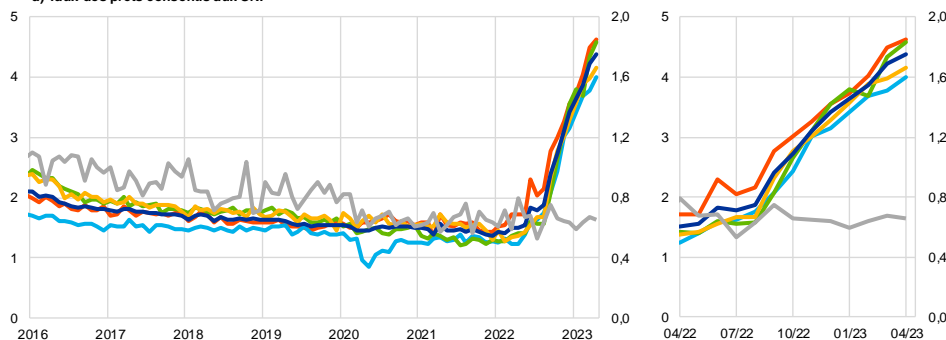
Graphique 22

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

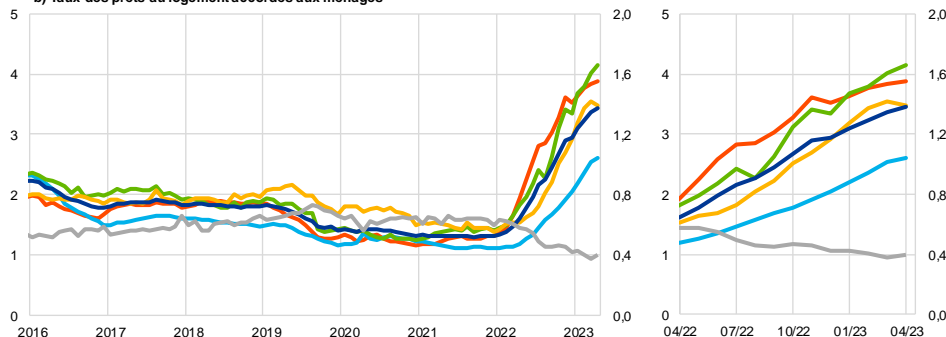
(pourcentages annuels ; écart type)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne
■ Écart type entre pays (échelle de droite)

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement accordés aux ménages



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 avril 2023.

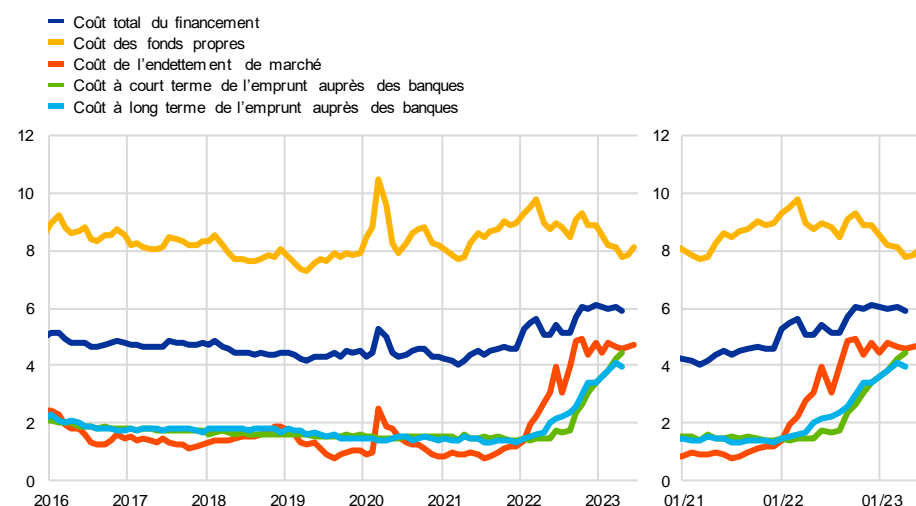
Entre le 16 mars et le 14 juin 2023, le coût du financement par émission d'actions des SNF et celui du financement par endettement de marché n'ont augmenté que légèrement. En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, le coût global du financement 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, au 14 juin, être calculé que jusqu'à avril 2023, où il est ressorti à 5,9 %, niveau à peine inférieur à celui du mois précédent (graphique 23). Cette évolution résulte d'une baisse, en avril, du coût de l'ensemble des composantes du financement des SNF à l'exception du coût de l'emprunt bancaire à court terme, qui a fortement augmenté. Malgré une légère baisse par rapport à son pic d'octobre 2022, en avril 2023, le coût total du financement est resté proche des niveaux élevés atteints en septembre 2002 et observés pour la dernière fois fin 2011. Sur la période sous revue allant du 16 mars au 14 juin, le coût de l'endettement de marché et des fonds propres a légèrement augmenté. La hausse du coût de l'endettement de marché résulte de l'impact de l'augmentation des taux sans risque, qui a été partiellement compensé par une

réduction des écarts de rendement des obligations 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*). La légère hausse du coût des fonds propres reflète également la hausse des taux sans risque, la prime de risque sur actions étant restée constante au cours de la période sous revue.

Graphique 23

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.

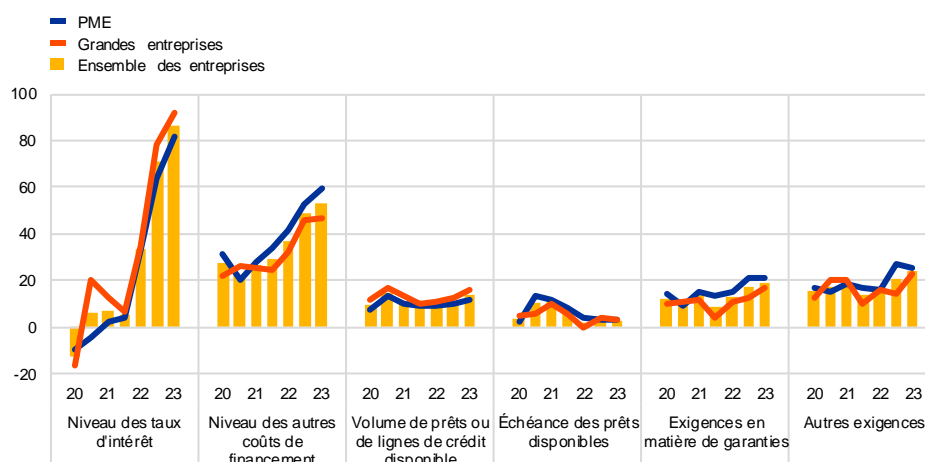
Notes : Le coût total du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 14 juin 2023 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 9 juin 2023 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à avril 2023 pour le coût total de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Quelle que soit leur taille, les entreprises ont signalé dans l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) un nouveau durcissement des conditions de financement pour la période d'octobre 2022 à mars 2023. Le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une hausse des taux bancaires s'est établi à 87 %, après 71 % lors de la campagne précédente (graphique 24). Il s'agit de la plus forte hausse depuis le début de l'enquête en 2009, reflétant la transmission progressive du resserrement de la politique monétaire aux coûts d'emprunt des entreprises. De plus, un pourcentage net de 53 % (après 49 %) des entreprises ont signalé des hausses des autres coûts de financement, tels que les charges, frais et commissions. La hausse généralisée des taux d'intérêt et autres coûts des banques est comparable pour les petites et moyennes entreprises (PME) et les grandes entreprises. En termes nets, les entreprises ont également fait état d'exigences de collatéral plus strictes, mais d'un allongement des échéances et d'une augmentation des montants des prêts. Peu d'entreprises ont signalé des obstacles à l'obtention d'un prêt bancaire (7 % comme lors de la précédente campagne).

Graphique 24

Évolution des modalités et conditions du financement bancaire pour les entreprises de la zone euro

(pourcentages nets de participants)



Source : Enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : Les données se fondent sur les entreprises ayant fait une demande de prêt bancaire (y compris les prêts bancaires subventionnés), de ligne de crédit, ou de découvert bancaire ou de carte de crédit. Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant qu'un facteur donné a augmenté et le pourcentage de celles faisant état d'une diminution. Les chiffres se rapportent aux campagnes 22 à 28 de l'enquête (octobre 2019-mars 2020 à octobre 2022-mars 2023).

D'après les entreprises, leurs écarts de financement ont continué de s'accroître et la disponibilité de la plupart des sources de financement externe devrait devenir plus restrictive à l'avenir.

Le pourcentage net d'entreprises de la zone euro signalant une accentuation de l'écart de financement externe (différence entre la variation de la demande et la variation de l'offre de financement externe) s'est établi à 6 % (contre 9 % lors de la campagne précédente). Si l'on exclut la précédente campagne d'enquête, c'est la plus forte hausse de l'écart de financement observée depuis 2013. Cette hausse reflète l'augmentation des besoins de financement dont les entreprises ont fait état, ainsi que la détérioration de la disponibilité de la plupart des sources de financement. Pour l'avenir, un pourcentage net de 17 % des entreprises s'attend à une nouvelle baisse de la disponibilité des prêts bancaires entre avril et septembre 2023. Les entreprises prévoient également, dans l'ensemble, une poursuite de la détérioration de la disponibilité des lignes de crédit et des crédits commerciaux au cours des six prochains mois, alors qu'elles s'attendent à ce que la disponibilité future du financement de marché soit pratiquement inchangée.

Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en avril, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, de fléchissement de la demande de prêts et de durcissement des critères d'octroi.

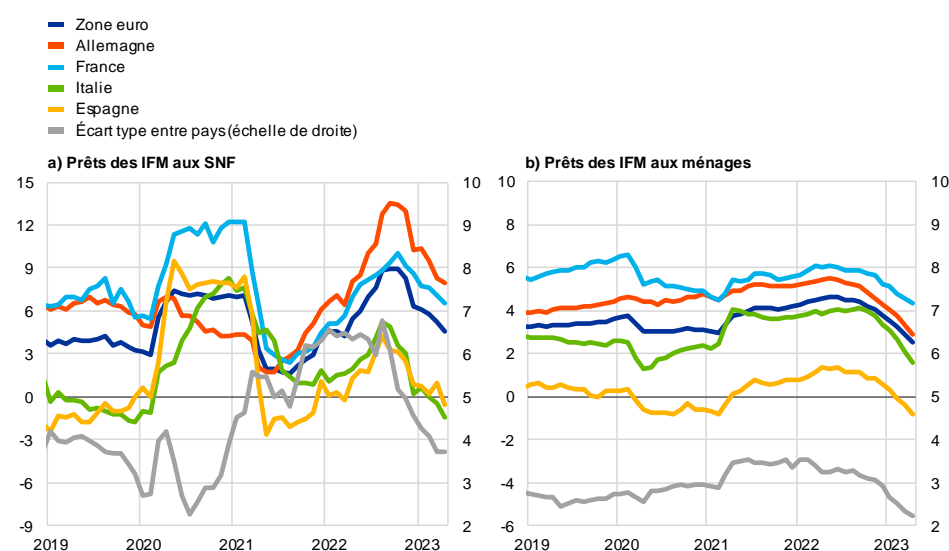
Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a diminué pour s'établir à 4,6 % en avril, contre 5,2 % en mars (graphique 25, partie a). Les flux mensuels de prêts aux SNF ont été légèrement négatifs en moyenne depuis novembre 2022. Le ralentissement a été observé dans l'ensemble des principales économies et reflète la forte diminution de la demande de prêts, en partie due à la hausse des taux débiteurs, et le nouveau durcissement substantiel des critères d'octroi. Le taux de

croissance annuel des prêts aux ménages est revenu de 2,9 % en mars à 2,5 % en avril (graphique 25, partie b) dans le contexte d'une 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. Ce recul s'explique principalement par la baisse en cours de la croissance des prêts au logement. Toutefois, depuis début 2023, les autres prêts aux ménages, en particulier les prêts accordés aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes), baissent d'un mois sur l'autre ; ils ont donc eux aussi contribué au ralentissement.

Graphique 25

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 avril 2023.

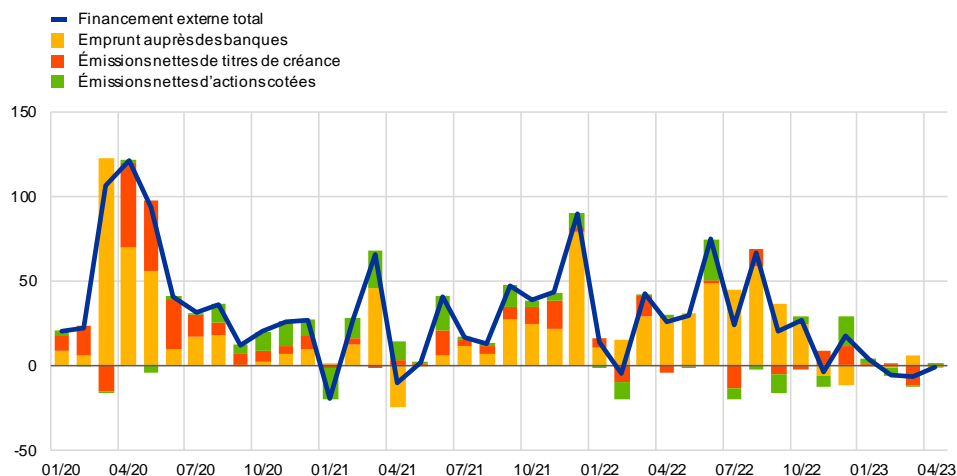
La croissance du financement externe net des entreprises de la zone euro a été modérée au premier trimestre 2023 et en avril, reflétant les bas niveaux du financement par endettement.

Le taux de croissance annuel du financement externe net est revenu de 2,2 % en janvier 2023 à 1,7 % en avril (graphique 26). Les flux de prêts ont été faibles en valeur absolue et par rapport aux années précédentes. Cette évolution reflète la baisse des besoins de financement des entreprises liée à l'atonie de l'activité économique, à la hausse des taux débiteurs et au durcissement des critères d'octroi des banques. Les émissions nettes de titres de créance se sont contractées sous l'effet d'une augmentation des remboursements et d'une diminution des émissions brutes. Les émissions d'actions cotées ont été globalement modérées, malgré la baisse du coût des fonds propres pour les entreprises et ce, au vu de la faible activité liée aux introductions en bourse et aux fusions et acquisitions, alors que quelques multinationales ont procédé à des rachats d'actions et que les dividendes distribués ont été plus élevés.

Graphique 26

Flux nets de financement externe pour les SNF de la zone euro

(flux mensuels ; en milliards d'euros)



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

Notes : Le financement externe net correspond à la somme de emprunts auprès des banques (prêts des IFM), des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

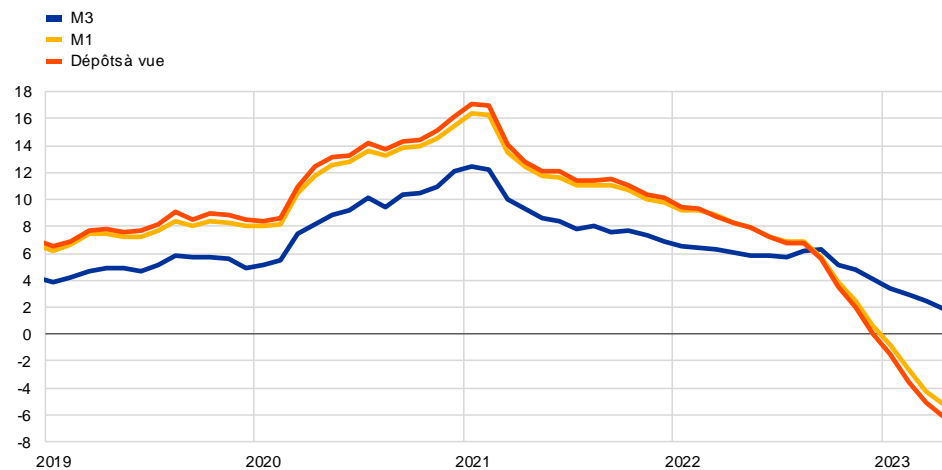
Les dépôts à vue se sont encore contractés en avril, sous l'effet de la réallocation de fonds vers des instruments assortis d'une rémunération plus élevée.

Après une baisse de 5,1 % en glissement annuel en mars, les dépôts à vue ont reculé de 6,1 % de plus en avril, soit la plus forte contraction depuis le début de l'Union économique et monétaire en 1999 (graphique 27). Cette évolution résulte en particulier du remplacement à grande échelle des dépôts à vue par des dépôts à terme, mais également par d'autres instruments mieux rémunérés tels que les parts de fonds d'investissement monétaires et les obligations. Cela reflète le fait que les taux d'intérêt des dépôts à vue s'ajustent plus lentement aux variations des taux directeurs que les taux des dépôts à terme. Le fait que le resserrement de la politique monétaire de la BCE ait été plus rapide que lors des précédents cycles de resserrement explique les volumes exceptionnels qui sont réaffectés.

Graphique 27

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 avril 2023.

Le ralentissement de la dynamique monétaire s'est poursuivi, sous l'effet du niveau élevé du coût d'opportunité de la détention de monnaie, du ralentissement de la dynamique du crédit et de la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème. La croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) est

revenue de 2,5 % en mars à 1,9 % en avril, soit le taux le plus bas depuis juillet 2014 (graphique 27). Les variations mensuelles de cet agrégat sont négatives depuis décembre 2022. L'agrégat monétaire étroit (M1) s'est encore contracté, de 5,2 % en avril après 4,2 % en mars. Le fléchissement actuel de la croissance monétaire peut s'expliquer par la hausse des coûts d'opportunité de la détention de monnaie et le ralentissement de la dynamique du crédit. La transmission des relèvements des taux directeurs aux conditions financières incite les détenteurs de monnaie à déplacer des fonds au détriment des dépôts à vue et au profit des dépôts à terme et, dans une moindre mesure, vers les obligations bancaires, les fonds d'investissement monétaires et les titres d'État. De plus, la fin en mars 2023 des réinvestissements, en totalité, du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du programme d'achats d'actifs a entraîné une réduction du portefeuille d'actifs de l'Eurosystème, asséchant par conséquent mécaniquement la liquidité dans le système financier. Enfin, les remboursements des TLTRO contribuent également au ralentissement de la dynamique monétaire, en incitant les banques à émettre des obligations assorties d'échéances plus longues qui ne sont pas incluses dans M3.

6 Évolutions budgétaires

Selon les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives budgétaires de la zone euro continuent de s'améliorer, les mesures de soutien budgétaire étant progressivement supprimées. En dépit de l'amélioration des finances publiques, les ratios de déficit et d'endettement devraient rester nettement supérieurs aux niveaux observés avant la pandémie, et ce sur l'ensemble de l'horizon de projection. Le ratio de déficit de la zone euro devrait ainsi revenir à 3,2 % du PIB en 2023 et se stabiliser autour de 2,5 % en 2024 et en 2025. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2023 et se resserrer vivement en 2024, avant de redevenir globalement neutre en 2025. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, on observera un certain resserrement de la politique budgétaire, mais celle-ci demeurera relativement accommodante, au vu des mesures budgétaires importantes instaurées durant la pandémie et du choc des coûts énergétiques qui a suivi. Le ratio dette/PIB de la zone euro reviendrait de 91 % en 2022 à environ 87 % en 2025. Du point de vue des politiques, alors que le choc sur 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 être élaborées avec pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et de réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être achevée sous peu et, dans le cadre de ses compétences, la BCE prépare actuellement un avis sur les propositions législatives de la Commission émises le 26 avril 2023.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro s'améliorera modérément sur l'horizon de projection ⁶.

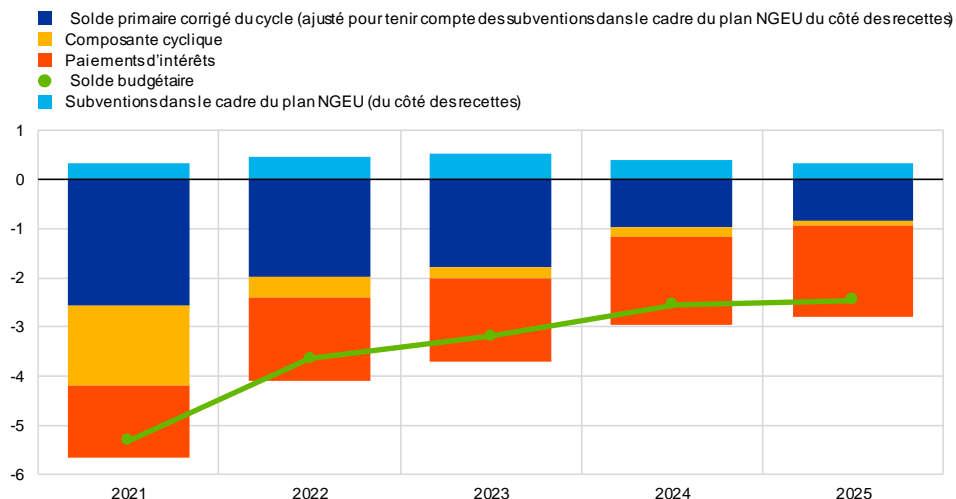
Selon les projections, le déficit budgétaire de la zone euro devrait revenir à 3,2 % du PIB en 2023 et à 2,6 % et 2,5 % du PIB, respectivement en 2024 et 2025 (graphique 28). Ce recul s'explique principalement par une contraction du déficit primaire corrigé du cycle et, dans une moindre mesure, par une amélioration de la composante conjoncturelle. Dans le même temps, les paiements d'intérêts devraient quelque peu s'accroître en pourcentage du PIB. Quant au déficit primaire de la zone euro, il est largement influencé par les réductions constantes des mesures de soutien budgétaire mises en œuvre par les pouvoirs publics en réaction au choc énergétique et à la hausse de l'inflation. Il est actuellement estimé que ces mesures atteindront 1,6 % du PIB au niveau de la zone euro en 2023 et 0,5 % en 2024, avant de retomber à quelque 0,2 % du PIB en 2025.

⁶ Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2023](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 15 juin 2023.

Graphique 28

Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : NGEU signifie *Next Generation EU*. Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de l'ensemble des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

L'orientation budgétaire de la zone euro ⁷ serait globalement neutre en 2023 et se durcirait sensiblement en 2024, avant de redevenir globalement neutre en 2025.

L'orientation budgétaire pratiquement neutre en 2023 s'explique par une dissipation partielle attendue des recettes exceptionnelles engrangées en 2021-2022, découlant principalement des effets positifs du niveau élevé de l'inflation sur les finances publiques, et globalement compensée par un certain resserrement des mesures budgétaires discrétionnaires globales. Ce resserrement reflète le retrait d'une partie des mesures de relance mises en œuvre par les pouvoirs publics en réaction à la crise de la pandémie, de même que le reclassement statistique en Italie. En 2024, l'orientation budgétaire devrait se durcir vivement, sous l'effet principalement du retrait progressif de quelque 70 % des mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie et à l'inflation mises en place par les gouvernements de la zone euro en 2023. Le soutien reçu des fonds accordés dans le cadre du programme *Next Generation EU* (NGEU) se réduirait également après 2023, tandis qu'une nouvelle diminution des recettes exceptionnelles devrait atténuer le durcissement de l'orientation budgétaire en 2024-2025.

Le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro poursuivrait son repli, pour ressortir à un peu plus de 87 % du PIB d'ici 2025.

Après avoir augmenté de quelque 13 points de pourcentage pour atteindre environ 97 % en 2020 sous l'effet des réponses des gouvernements de la zone euro à la

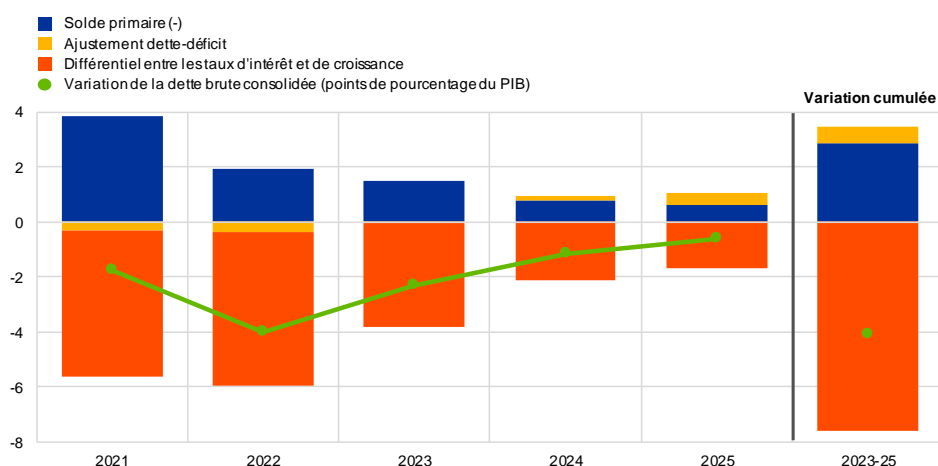
⁷ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie par la voie des politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions au titre du plan *Next Generation EU* provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté dans ce contexte afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

crise de la COVID-19, le ratio d'endettement s'est établi à 91 % du PIB en 2022 ; il reviendrait à 89 % environ du PIB en 2023, avant de se replier une nouvelle fois à quelque 87 % du PIB en 2025. Cette baisse s'explique principalement par les différentiels négatifs entre les taux d'intérêt et la croissance nominale du PIB, qui, malgré un rétrécissement après 2022, devraient continuer de compenser plus que largement les déficits primaires (graphique 29). La contribution des ajustements dette-déficit serait neutre en 2023, mais elle devrait modérément accroître la dette brute au cours des deux dernières années de l'horizon de prévision. En dépit de sa réduction progressive, le ratio de dette agrégé de la zone euro demeurerait supérieur, de près de 3 points de pourcentage, à son niveau d'avant la pandémie jusqu'en 2025.

Graphique 29

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

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de l'ensemble des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

Par comparaison avec les projections de mars 2023 réalisées par les services de la BCE, le solde budgétaire de la zone euro a été revu légèrement à la hausse pour 2023, mais de nouveau à la baisse dans une proportion comparable pour 2024. Ces révisions sont principalement liées à des changements dans le solde primaire, bien que la révision à la hausse pour 2023 repose également sur la projection que les charges d'intérêts en part du PIB seraient un peu plus modérées que prévu. Les perspectives du solde primaire reflèteront globalement les révisions du niveau des mesures budgétaires discrétionnaires.

Alors que le choc énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes. Cela éviterait d'accroître les pressions inflationnistes à moyen terme, et d'exiger une réponse de politique monétaire plus forte. Les politiques budgétaires doivent être élaborées avec pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et de réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Dans le même ordre d'idées, le [paquet annuel « Semestre européen » du printemps](#) de la Commission européenne publié le 24 mai 2023 et

reflétant les orientations générales reprises dans son [orientation en matière de politique budgétaire pour 2024](#) recommandait aux pouvoirs publics de lever leurs mesures de soutien budgétaire d'ici la fin de cette année. La Commission a également indiqué que la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) serait désactivée à la fin de 2023. Elle a par ailleurs affirmé qu'elle proposerait d'ouvrir des procédures de déficit excessif au printemps 2024 sur la base des données réelles pour 2023.

S'agissant des [propositions législatives](#) de la Commission européenne visant à réformer le cadre de gouvernance économique de l'Union européenne publiées le 26 avril 2023, la BCE prépare actuellement un avis dans le cadre de ses compétences ⁸.

⁸ D'après la [Communication](#) du 9 novembre 2022 et les [Conclusions du Conseil sur les orientations pour une réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE](#)

Encadrés

1 L'impulsion de consommation liée à l'épargne accumulée durant la pandémie – la composition de l'épargne est-elle importante ?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino et Johannes Gareis

Après le début de la pandémie, les ménages dans la zone euro et aux États-Unis ont accumulé un stock d'épargne important, supérieur à la tendance pré-pandémique¹. Entre le premier trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2022, le stock d'épargne excédentaire accumulé a augmenté régulièrement pour atteindre 11,3 % du revenu disponible (brut) tendanciel dans la zone euro. Aux États-Unis, le stock d'épargne excédentaire accumulé a atteint 13,2 % au troisième trimestre 2021, avant de revenir à 7,9 % au quatrième trimestre 2022². À première vue, l'important stock d'épargne excédentaire dans les deux économies suggère la possibilité d'une impulsion de consommation significative, définie comme le stimulus immédiat de la consommation par l'utilisation potentielle de cette épargne. De plus, il montre que l'impulsion de consommation restante est plus importante dans la zone euro qu'aux États-Unis, où la consommation a augmenté bien davantage au cours de la période post-pandémie. Outre la taille du stock, la composition de l'épargne excédentaire joue un rôle essentiel dans la détermination de l'impulsion de consommation associée. Cet encadré estime la composition de l'épargne excédentaire et calibre ensuite un modèle d'équilibre général avec des agents hétérogènes fondé sur la méthodologie utilisée par Auclert *et al.* pour évaluer l'impulsion de consommation dans les deux juridictions³.

Au-delà du stock d'épargne liée à la pandémie, la composition de cette épargne excédentaire a de l'importance pour deux raisons. Premièrement, l'épargne excédentaire est répartie entre des actifs qui présentent des degrés de

¹ Pour d'autres analyses, cf. les encadrés intitulés « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020 ; « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021 ; [Implications de l'épargne accumulée durant la pandémie pour les perspectives économiques mondiales](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021 ; « [Les déterminants récents de l'épargne sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022 ; et « [L'épargne des ménages pendant la pandémie de COVID-19 et ses conséquences pour le redressement de la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022. Pour une vue d'ensemble des déterminants de la consommation liés à la demande, cf. l'article intitulé « [Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro](#) » du présent *Bulletin économique*.

² Le stock d'épargne excédentaire peut être estimé comme la différence cumulée entre l'épargne effective et sa tendance pré-pandémique (2015-2019) extrapolée. La même méthodologie a été appliquée aux données relatives aux États-Unis par Aladangady (A.), Cho (D.), Feiveson (L.) et Pinto (E.), « [Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#) », *FEDS Notes*, 21 octobre 2022. Même si l'estimation du stock d'épargne excédentaire varie en fonction de la méthodologie spécifique utilisée, les résultats qualitatifs comparant la zone euro et les États-Unis présentés dans cet encadré ne changent pas quand d'autres méthodes sont utilisées (par exemple, en estimant le stock d'épargne excédentaire comme la différence cumulée entre le taux d'épargne actuel et son niveau avant la pandémie).

³ Cf. Auclert (A.), Rognlie (M.) et Straub (L.), « [The Trickling Up of Excess Savings](#) », *NBER Working Paper Series*, n° 30900, janvier 2023.

liquidité différents, ce qui constitue un premier déterminant (équilibre partiel) de l'impulsion de consommation. Deuxièmement, l'impact de l'épargne excédentaire sur l'impulsion de consommation dépend également d'une dynamique (équilibre général) plus large : d'une part, la redistribution dynamique de l'épargne dépensée par certains ménages au profit d'autres ménages prolonge la durée de l'impulsion de consommation ; d'autre part, l'anticipation par les ménages de cette future redistribution limite l'ampleur de l'impulsion de consommation, les ménages lissant leurs profils de consommation dans le temps. Des données empiriques laissent penser que ces effets d'équilibre partiel et général peuvent se manifester différemment dans la zone euro et aux États-Unis.

Entre 2020 et 2022, dans la zone euro, l'épargne excédentaire s'est accumulée principalement sous forme d'actifs illiquides, tandis qu'aux États-Unis, il s'agissait largement d'actifs liquides.

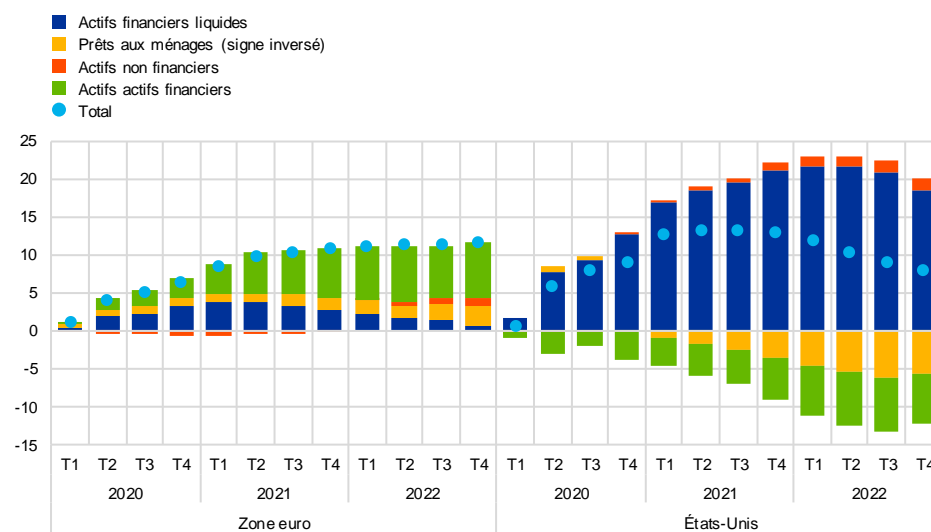
Dans la zone euro, entre le premier trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2022, l'épargne excédentaire a été investie en actifs non financiers, tels que l'immobilier résidentiel, et en actifs financiers relativement illiquides, tels que des actions et des obligations, et elle a également été utilisée pour rembourser des prêts. Considérées ensemble, ces formes d'épargne excédentaire cumulée ont augmenté régulièrement pour atteindre 10,8 % du revenu disponible tendanciel au quatrième trimestre 2022 (graphique A). En revanche, l'épargne excédentaire cumulée sous forme d'actifs financiers (les plus) liquides, tels que le numéraire et les dépôts, a atteint un pic à 3,7 % du revenu disponible tendanciel au premier trimestre 2021 puis a fortement diminué pour s'établir à 0,6 % au quatrième trimestre 2022. Aux États-Unis, la composition de l'épargne excédentaire cumulée à fin 2022 a été très différente. Les actifs financiers liquides représentaient 18,5 % du revenu disponible tendanciel, tandis que les actifs illiquides étaient inférieurs de 10,6 % à leur tendance pré-pandémique, reflétant également une accumulation importante de nouveaux prêts ⁴

⁴ La préférence des ménages américains pour une détention de leur épargne excédentaire liée à la pandémie sous forme d'actifs liquides est corroborée par Abdelrahman (H.) et Oliveira (L.E), « [The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#) », *Economic Letter*, FRBSF, 8 mai 2023. Au cours de la période de référence, les évolutions des prêts aux ménages peuvent masquer les effets des mesures budgétaires adoptées aux États-Unis (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Ces mesures incluaient des restructurations (*forbearance*) pour certains types de prêts (prêts étudiants et certains prêts hypothécaires), que les prêteurs ont également proposés, de leur propre initiative, pour d'autres catégories de prêts. De plus, une partie des prêts en souffrance ont été reclassés en prêts restructurés, accroissant fictivement les flux de prêts aux ménages. Cf. Dettling (L.) et Lambie-Hanson (L.), « [Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 4 mars 2021.

Graphique A

Répartition de l'épargne excédentaire cumulée entre les différents actifs

(écarts par rapport à la tendance pré-pandémique, en pourcentages du revenu disponible tendanciel)



Sources : Eurostat, BCE, Federal Reserve Board et calculs de la BCE.

Notes : Chaque entrée représente la valeur cumulée dépassant sa tendance estimée entre 2015 et 2019. Les actifs financiers liquides se rapportent au numéraire et aux dépôts. Les actifs non financiers se rapportent à la formation brute de capital. Les actifs financiers sont calculés comme un résidu et se rapportent principalement aux actions et obligations.

Au cours des trois dernières années, le stock d'épargne excédentaire a été de plus en plus concentré parmi les ménages aisés de part et d'autre de l'Atlantique.

L'analyse de la répartition de l'excédent d'épargne entre les ménages combine sa répartition estimée entre les actifs, étudiée précédemment, avec des informations tirées d'enquêtes relatives à la composition des portefeuilles des ménages le long de la distribution du patrimoine net⁵. La distribution correspondante de l'épargne excédentaire fait apparaître une concentration encore plus importante parmi les ménages dont le niveau de richesse est relativement élevé, en particulier aux États-Unis (graphique B). La part de l'épargne excédentaire cumulée détenue par les ménages situés dans les 10 % supérieurs de la distribution a augmenté, passant de moins de la moitié au premier trimestre 2020 dans les deux économies à près des deux tiers dans la zone euro et plus des trois quarts aux États-Unis au quatrième trimestre 2022. Toutefois, la part relativement plus importante de l'épargne excédentaire parmi les ménages dont le niveau de richesse est faible dans la zone euro n'implique pas une impulsion de consommation plus élevée par rapport aux États-Unis. Cela est dû au fait que l'épargne excédentaire dans la zone euro a été essentiellement constituée d'actifs relativement illiquides, notamment le patrimoine immobilier et les remboursements de prêts, qui représentent une part

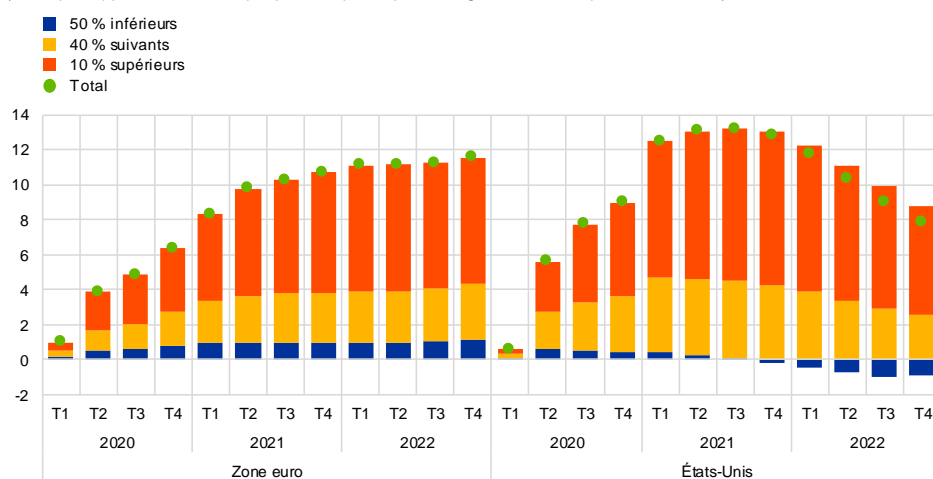
⁵ Pour la zone euro, la distribution de l'épargne excédentaire entre les différents ménages est estimée en utilisant les Comptes distributionnels de patrimoine expérimentaux (*Experimental Distributional Wealth Accounts*) de la BCE, qui combinent les évolutions trimestrielles des portefeuilles d'actifs agrégés avec les instantanés des portefeuilles d'actifs des ménages dans l'Enquête sur les finances et la consommation des ménages (enquête HFCS). Pour les États-Unis, elle est estimée en utilisant les comptes financiers distributionnels du Conseil de la Réserve fédérale (*Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts, DFA*), qui suivent une méthodologie similaire pour les portefeuilles d'actifs agrégés et les portefeuilles d'actifs des ménages dans l'enquête relative à la situation financière des consommateurs (*Survey of Consumer Finances, SCF*). Les dernières données disponibles pour les enquêtes HFCS et SCF se rapportent à 2017 et 2019, respectivement.

importante des portefeuilles pour les ménages se situant dans la partie inférieure de la distribution.

Graphique B

Distribution de l'épargne excédentaire cumulée entre les différents groupes de ménages

(écarts par rapport à la tendance pré-pandémique, en pourcentages du revenu disponible tendanciel)



Sources : Eurostat, BCE (y compris les Comptes distributionnels de patrimoine expérimentaux), US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board (y compris les comptes financiers distributionnels) et calculs de la BCE.

Notes : Le modèle inclut trois groupes de ménages, correspondant aux 50 % inférieurs, aux 40 % suivants et aux 10 % supérieurs de la distribution de l'épargne excédentaire. La distribution de l'épargne excédentaire entre les différents ménages est obtenue en multipliant la part des actifs dans le portefeuille de chaque groupe de ménages (comptes distributionnels) par l'épargne excédentaire estimée dans chaque classe d'actifs.

Un modèle avec agents hétérogènes est utilisé pour établir un lien entre la distribution estimée de l'épargne excédentaire entre les différents actifs et les différents ménages et leur impulsion de consommation, en prenant en compte les effets d'équilibre partiel et général.

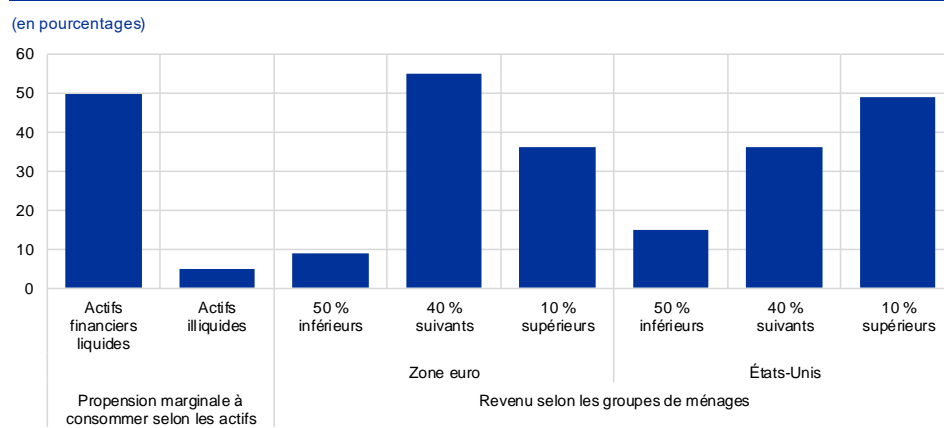
Le modèle inclut trois groupes de ménages, correspondant aux 50 % inférieurs, aux 40 % suivants et aux 10 % supérieurs de la distribution de l'épargne excédentaire. Dans l'approche d'équilibre partiel, chaque groupe décide quelle part de l'épargne excédentaire consommer ou économiser lors de chaque période en se fondant sur sa propension marginale à consommer, qui est supposée dépendre de la composition par actifs de son épargne excédentaire. Dans une approche d'équilibre général, les décisions de consommation reflètent deux mécanismes supplémentaires. Premièrement, l'épargne dépensée par certains ménages devient le revenu qui finance la consommation pour d'autres ménages. En conséquence, l'impulsion exercée sur la consommation est prolongée et ne se dissipe que lentement, dans la mesure où l'épargne excédentaire « ruisselle vers le haut » (*trickle up*) vers les ménages dont le niveau de richesse est élevé et à haut revenu, qui ont une propension marginale à consommer plus faible. Deuxièmement, les ménages anticipent l'expansion future de la demande agrégée et lissent leur consommation à l'impact, l'effet modérateur que cela implique étant proportionnel aux propensions marginales à consommer pour chaque groupe de ménages⁶. Cela incite à accumuler de l'épargne et à limiter la redistribution du revenu, accélérant ainsi le ruissellement vers le haut de l'épargne

⁶ Dans le modèle, la somme de la consommation pour chaque groupe de ménages est égale à la demande agrégée et au revenu agrégé.

excédentaire et atténuant l'impulsion de consommation ⁷. Dans les deux scénarios, la banque centrale ne réagit pas à l'expansion de la demande, maintenant par conséquent le taux d'intérêt fixe. Globalement, l'impulsion de consommation potentielle impliquée par le modèle liée à l'utilisation de l'épargne excédentaire dépend du calibrage de deux ensembles de paramètres : a) la propension marginale à consommer pour chaque classe d'actifs ; et b) la part du revenu total pour chaque groupe de ménages (graphique C). La propension marginale à consommer est fixée à 50 % pour les actifs financiers liquides et à 5 % pour les actifs illiquides ⁸. La part du revenu est calibrée à 9 %, 55 % et 36 % dans la zone euro et à 15 %, 36 % et 49 % aux États-Unis pour les 50 % inférieurs, les 40 % suivants et les 10 % supérieurs de la distribution de l'épargne excédentaire, respectivement.

Graphique C

Propension marginale à consommer selon les actifs et revenu selon les groupes de ménages



Sources : Enquête de 2017 sur les finances et la consommation des ménages et enquête de 2019 relative à la situation financière des ménages, Slacalek *et al.*, *op. cit.*, et calculs de la BCE.

Note : Les actifs financiers liquides se rapportent aux dépôts et au numéraire, les actifs illiquides incluent les actifs non financiers et les autres actifs financiers, ainsi que les prêts aux ménages (signe inversé).

L'impulsion de consommation résultant de l'épargne liée à la pandémie a diminué dans les deux économies et a été plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Dans l'approche d'équilibre partiel, le modèle suppose que les décisions des ménages ne tiennent pas compte de la redistribution du revenu et de la réponse au niveau des taux d'intérêt, de sorte que l'impulsion de consommation est déterminée uniquement par la propension marginale à consommer pour chaque groupe de ménages. Celle-ci est calculée comme la moyenne pondérée des propensions marginales à consommer spécifiques à chaque actif, les pondérations

⁷ Dans l'approche d'équilibre général, le modèle présenté dans cet encadré prend en compte le cas des « anticipations rationnelles » décrit par Auclert *et al.*, *op. cit.* Dans ce cas, les ménages anticipent les évolutions futures du revenu agrégé.

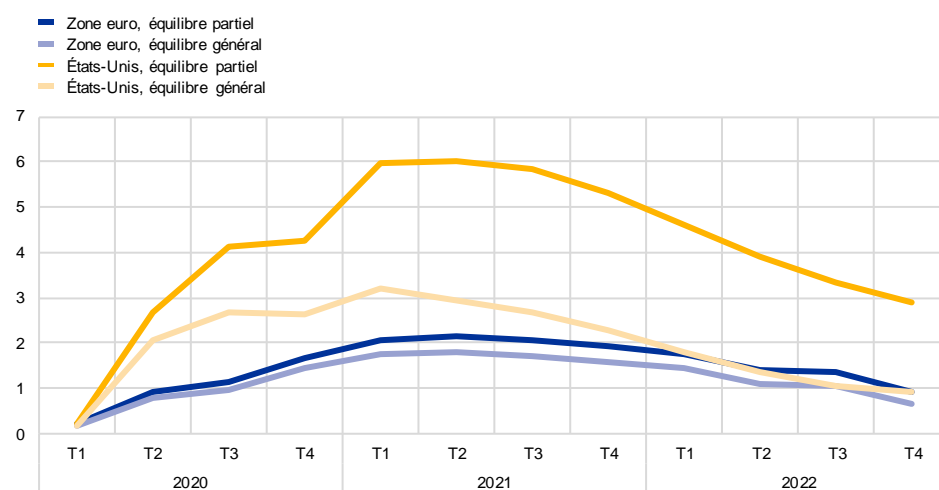
⁸ S'agissant de la propension marginale à consommer, les données empiriques récentes indiquent que : a) la propension marginale à consommer moyenne affiche généralement des valeurs importantes, et b) la part des avoirs en actifs liquides dans les portefeuilles des ménages est un déterminant essentiel de l'hétérogénéité transversale considérable de la propension marginale à consommer. Les valeurs spécifiques prises comme hypothèses dans cet encadré sont tirées de Slacalek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.), « *Household balance sheet channels of monetary policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area* », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 115, 103879, juin 2020. S'agissant de la part du revenu, les valeurs présentées dans cet encadré sont calibrées sur la base de l'enquête HFCS de 2017 pour la zone euro (ensemble de la distribution) et de l'enquête SCF de 2019 pour les États-Unis (valeurs médianes).

étant identifiées par les portefeuilles spécifiques à chaque groupe sur chaque période. Dans ce scénario, l'impulsion de consommation a fortement diminué après un pic au deuxième trimestre 2021 dans les deux économies et, en cohérence avec la dynamique modérée de la consommation, elle est restée relativement faible au cours des trois dernières années dans la zone euro par rapport aux États-Unis (graphique D)⁹. Dans l'approche d'équilibre général, les simulations du modèle montrent que le ralentissement de la consommation a un effet modérateur plus marqué aux États-Unis, reflétant la propension marginale à consommer moyenne plus importante par rapport à la zone euro. Dans ce scénario, l'impulsion de consommation était modérée dans les deux économies fin 2022.

Graphique D

Impulsion de consommation provenant de l'épargne liée à la pandémie

(écarts par rapport à la tendance pré-pandémique, en pourcentages du revenu disponible tendanciel)



Source : Calculs de la BCE.

Note : Les simulations sont fondées sur Auclert *et al.*, *op. cit.*

D'autres considérations renforcent les résultats dérivés du modèle qui indiquent que l'épargne excédentaire continue d'apporter une stimulation supplémentaire modérée à la consommation, en particulier dans la zone euro.

Premièrement, l'origine différente de l'épargne excédentaire contribue à expliquer l'impulsion de consommation plus faible dans la zone euro par rapport aux États-Unis. Dans la zone euro, cette épargne excédentaire a principalement résulté des restrictions de déplacement qui ont limité la consommation, en particulier s'agissant des services nécessitant de nombreux contacts, pour lesquels les ménages aisés (ayant une faible propension marginale à consommer) dépensent généralement une part plus importante de leur revenu. Aux États-Unis, l'épargne excédentaire a principalement résulté des importants programmes de relance qui ont soutenu les revenus, en particulier pour les ménages (ayant une propension marginale à consommer élevée) situés dans la partie inférieure de la distribution du

⁹ Cf. le discours de Philip Lane intitulé « *Inflation and monetary policy* » prononcé le 8 mai 2023 et l'encadré intitulé « *Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, janvier 2023.

patrimoine ¹⁰. Deuxièmement, les évolutions récentes des prix renforcent l'idée qu'une impulsion de consommation modeste continue d'être générée par l'épargne excédentaire dans les deux économies. De fait, la hausse des prix à la consommation et la baisse des prix des actifs au cours des derniers trimestres, amplifiée par le resserrement en cours de la politique monétaire et la détérioration des conditions de financement, ont encore réduit l'impulsion de consommation restante.

¹⁰ Le gouvernement américain a versé un montant fixe aux citoyens dont le revenu était inférieur à 75 000 dollars. Cela signifie que les citoyens à faibles revenus ont reçu une allocation plus importante proportionnellement à leur revenu. Cf., par exemple, la description dans les documents intitulés « *Unemployment Compensation* » et « *Economic Impact Payments* » publiés par le Département du Trésor américain.

2 *Earnings calls* : de nouvelles données sur les bénéfiques, l'investissement et les conditions de financement des entreprises

Malin Andersson, Pedro Neves et Carolina Nunes

Les téléconférences (ou appels) sur les résultats (*earnings calls*) peuvent fournir des informations utiles et rapides sur le sentiment des entreprises.

Une « *earnings call* » est une téléconférence organisée entre le conseil d'administration d'une entreprise cotée, les investisseurs, les analystes et la presse afin de discuter des résultats financiers de l'entreprise. Ces appels ont lieu généralement une fois par trimestre ¹. NL Analytics a automatisé l'extraction d'informations à partir des transcriptions de téléconférences en anglais ². En se concentrant sur les entreprises de la zone euro situées dans les principaux secteurs non financiers, cet encadré s'appuie sur des recherches textuelles de correspondances avec un certain nombre de synonymes. L'objectif est d'extraire des indices trimestriels relatifs au sentiment et au risque qui soient disponibles particulièrement rapidement, la base de données étant actualisée toutes les deux semaines pour le trimestre en cours.

L'analyse textuelle permet d'obtenir des mesures de la perception des entreprises.

L'indice de sentiment reflète le nombre de phrases d'une téléconférence sur les résultats qui contiennent un mot spécifique correspondant à un sujet donné par rapport au nombre total de phrases, et il est exprimé en termes nets (c'est-à-dire bonne nouvelle *versus* mauvaise nouvelle). L'indice de risque montre le nombre de fois qu'un sujet est mentionné dans une phrase conjointement à des mots clés, tels que « risque » et « incertitude » ³. Le volume important de transcriptions, conjugué aux recherches textuelles, génère un ensemble de données à haute fréquence au niveau des entreprises sur les indices de sentiment et de risque, dont nous faisons la moyenne et que nous convertissons en données trimestrielles structurées pour la période allant du premier trimestre 2002 au premier trimestre 2023. Les indices respectifs sont validés en ce sens qu'ils ont évolué en co-mouvement avec le cycle d'activité au cours des deux dernières décennies et qu'ils sont corrélés aux indicateurs standards des variables respectives. Il est également possible d'extraire à partir des conférences des citations qui rendent

¹ Dans certains cas, toutefois, la téléconférence sur les résultats se tient tous les six mois, ou tous les ans. La date exacte de l'appel au cours d'un trimestre varie selon le trimestre.

² La base de données de NL Analytics contient les transcriptions des téléconférences sur les résultats d'environ 14 000 entreprises cotées dans 82 pays, la majorité d'entre elles ayant leur siège aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans d'autres pays anglophones. En moyenne, 600 entreprises de la zone euro communiquent ces informations tous les trimestres. Le nombre d'observations par trimestre au cours des premières années de l'échantillon, initié en 2002, était environ le quart de ce qu'il est maintenant.

³ Pour un exemple supplémentaire d'un indice de risque calculé à partir de l'analyse textuelle des transcriptions des téléconférences sur les résultats, cf. Hassan (T.A.), Schreger (J.), Schwedeler (M.) et Tahoun (A.), « *Sources and Transmission of Country Risk* », *NBER Working Paper*, n° 29526, novembre 2021.

compte du narratif dominant associé à une évolution particulière et significative des indices.

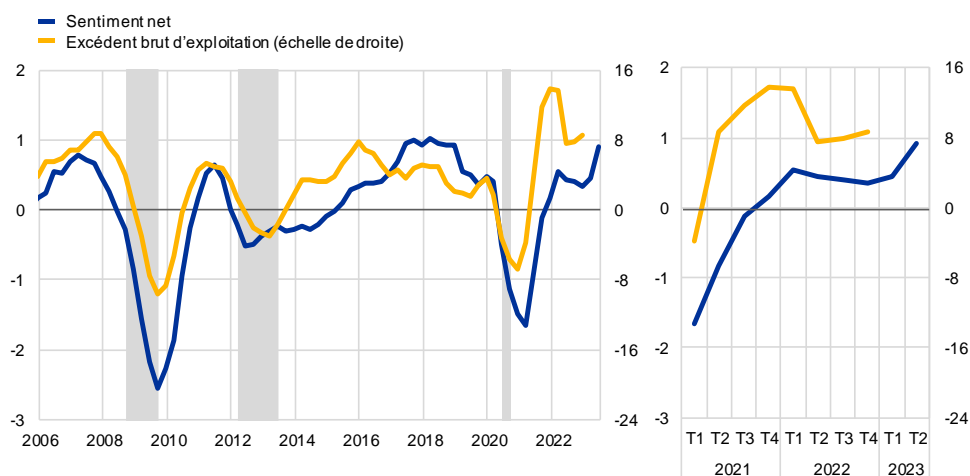
Le sentiment des entreprises de la zone euro à l'égard des bénéfices a continué de dépasser les moyennes historiques au deuxième trimestre 2023.

Au cours des deux dernières décennies, on a observé une forte corrélation entre l'indice de sentiment à l'égard des bénéfices calculé à partir des conférences sur les résultats et les données des comptes sectoriels sur l'excédent brut d'exploitation dans le secteur des sociétés non financières (SNF) de la zone euro (graphique A, partie gauche). S'agissant de l'indice de sentiment à l'égard des bénéfices, le coefficient de corrélation augmente quatre trimestres avant l'excédent brut d'exploitation et atteint un point haut de 0,6 environ. L'indice présente un profil clair de cycle d'activité, avec des points bas pendant la crise financière mondiale, la crise de la dette souveraine et la pandémie de COVID-19, en conformité avec la cyclicité des bénéfices. Après un fort redressement en 2021, le sentiment net s'est stabilisé dans une certaine mesure en 2022, avant de progresser à nouveau au deuxième trimestre 2023. Le taux de croissance de l'excédent brut d'exploitation dans le secteur des SNF a légèrement diminué tout en demeurant robuste au second semestre 2022, en raison du durcissement des conditions de financement et du fléchissement de la demande (graphique A, partie droite). Cela est conforme aux données sur les bénéfices issues des marchés et des enquêtes, suggérant que la croissance des bénéfices s'est ralentie en 2022, tout en restant au-dessus de ses moyennes historiques. L'excédent brut d'exploitation des SNF de la zone euro a dépassé le niveau observé au quatrième trimestre 2019 et augmente désormais à un rythme supérieur à sa tendance d'avant la pandémie, ce qui indique qu'un rattrapage n'est pas nécessaire de ce point de vue (graphique B). La vigueur de la croissance des bénéfices depuis début 2021 pourrait avoir résulté de la persistance de la demande latente post-pandémique, de l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la substituabilité imparfaite des intrants de production.

Graphique A

Sentiment à l'égard des bénéfices et excédent brut d'exploitation des SNF dans la zone euro

(score Z ; variations annuelles en pourcentage)



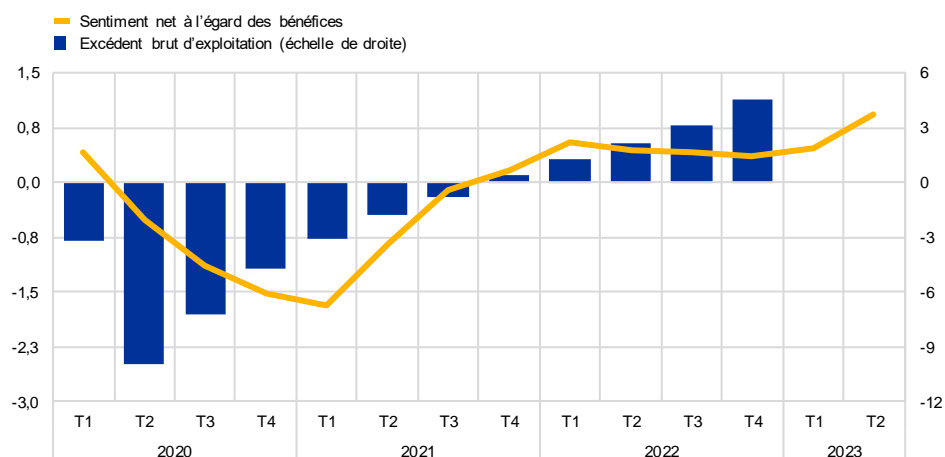
Sources : NL Analytics, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le sentiment net reflète la fréquence de récurrence de synonymes de *profit* (bénéfices), *earnings* (résultats), *revenue* (revenus/recettes), etc. dans les téléconférences des entreprises sur les résultats. Le score Z est calculé en soustrayant la moyenne historique de chaque point de données et en divisant cette série centrée par l'écart type. Les périodes de récession sont indiquées en gris. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 12 juin) pour le sentiment net et au quatrième trimestre 2022 pour l'excédent brut d'exploitation.

Graphique B

Sentiment à l'égard des bénéfices et excédent brut d'exploitation des SNF dans la zone euro après élimination de la composante tendancielle

(score Z ; taux de croissance cumulés après élimination de la composante tendancielle)



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

Notes : Les taux de croissance cumulés de l'excédent brut d'exploitation après élimination de la composante tendancielle ont été calculés en cumulant l'écart entre la série effective et sa tendance pré-pandémie (2002-2019) puis en la divisant par la tendance cumulée pré-pandémie. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 12 juin) pour le sentiment net et au quatrième trimestre 2022 pour l'excédent brut d'exploitation.

Le sentiment des entreprises à l'égard de l'investissement a continué d'augmenter légèrement au deuxième trimestre 2023.

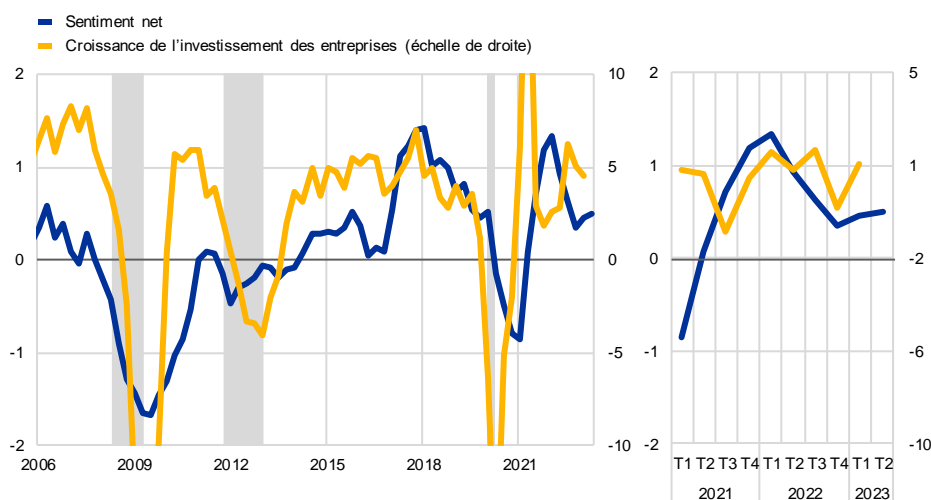
Au cours des deux dernières décennies, le sentiment net à l'égard de l'investissement et le taux de croissance de l'investissement des entreprises (en excluant la composante volatile de l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande et aux Pays-Bas)

ont été bien corrélés (graphique C, partie gauche). La corrélation atteint son point le plus haut lorsque l'indice de sentiment précède la croissance de l'investissement de deux trimestres, avec un coefficient de corrélation de 0,5. En 2021 et début 2022, le sentiment à l'égard de l'investissement a continué d'augmenter pour dépasser sa moyenne historique, parallèlement à des taux de croissance trimestriels globalement robustes de l'investissement des entreprises, avec la réouverture de l'économie (graphique C, partie droite). Plus tard en 2022, il s'est légèrement détérioré, reflétant l'affaiblissement de la demande, les coûts élevés de l'énergie et la forte incertitude. Au deuxième trimestre 2023, il a continué d'augmenter légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme, en ligne avec l'amélioration des conditions d'offre et la baisse des coûts de l'énergie.

Graphique C

Sentiment à l'égard de l'investissement dans la zone euro

(score Z, échelle de droite de la partie gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite de la partie droite : variations trimestrielles en pourcentage)



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

Notes : Le sentiment net à l'égard de l'investissement reflète la fréquence de récurrence de synonymes d'investissement (investissement) (*investment* (investissement), *capital investment* (investissement en capital), *investment plans* (plans d'investissement), etc.) dans les téléconférences des entreprises sur les résultats. Le score Z est calculé en soustrayant la moyenne historique de chaque point de données et en divisant cette série centrée par l'écart type. Les périodes de récession sont indiquées en gris. La croissance de l'investissement des entreprises exclut l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande et aux Pays-Bas. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour le sentiment net (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 12 juin) et au premier trimestre 2023 pour l'investissement des entreprises.

S'agissant des différents secteurs, en 2023, le sentiment à l'égard des bénéficiers a jusqu'ici été le plus favorable dans le secteur des services, tandis que le sentiment à l'égard de l'investissement l'a été dans le secteur manufacturier.

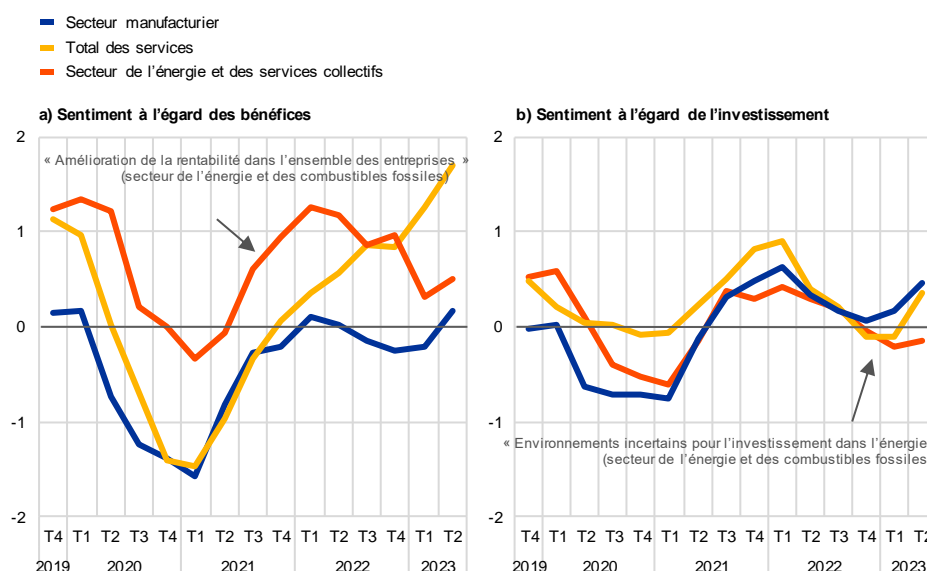
Pendant la pandémie, le sentiment à l'égard des bénéficiers s'est davantage détérioré dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier. Toutefois, lors de la phase de reprise post-pandémie et une nouvelle fois au premier semestre 2023, il s'est amélioré plus fortement dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier (graphique D, partie a). Cela est également cohérent avec d'autres indicateurs du sentiment, tels que l'indice des directeurs d'achats (PMI). Cependant, le sentiment à l'égard de l'investissement s'est fortement détérioré depuis début 2022 dans l'ensemble des secteurs, bien que jusqu'à présent en 2023, il semble avoir légèrement mieux résisté dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services. Dans le secteur de l'énergie et des services collectifs,

le sentiment à l'égard des bénéfices a été plus positif que dans les autres secteurs ces trois dernières années, mais il s'est récemment détérioré, reflétant les évolutions des prix de l'énergie. Le sentiment à l'égard de l'investissement a été relativement atone dans le secteur, probablement en raison de l'incertitude entourant l'investissement dans l'énergie, mais également dans le contexte de la transition verte, comme l'a indiqué une entreprise du secteur (graphique D, partie b).

Graphique D

Sentiment à l'égard des bénéfices et de l'investissement dans la zone euro dans une sélection de secteurs

(score Z)



Sources : NL Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les séries ne correspondent pas à la moyenne du total des séries, car certaines entreprises ne sont pas couvertes par les classifications sectorielles. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 12 juin).

Les entreprises considèrent actuellement que les conditions de financement représentent un risque significatif.

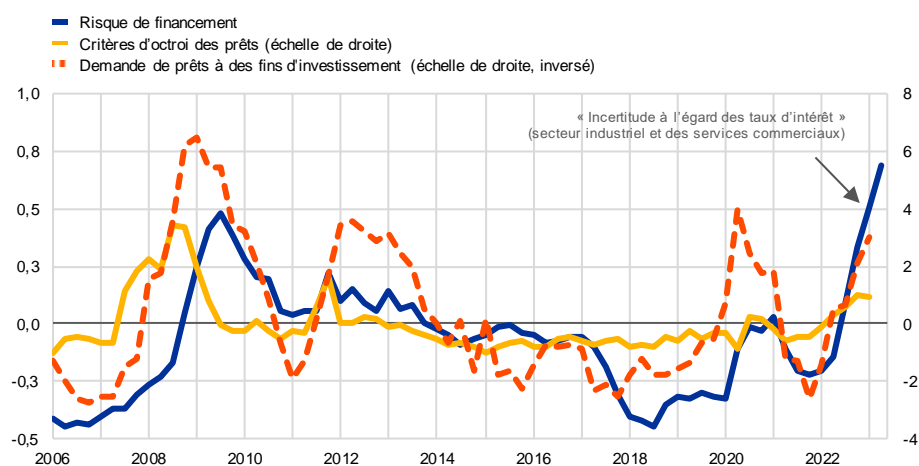
Aux fins de cet encadré, nous avons également créé un indicateur du risque de financement en cherchant des mots clés, tels que « taux d'intérêt », « conditions de financement » et « coûts d'emprunts », associés à « incertitude » et « risque ». Les conditions de financement ont été perçues comme un risque élevé pendant la crise financière mondiale, en raison du durcissement des critères d'octroi des prêts et du recul de l'activité de prêt à des fins d'investissement, comme cela est mis en évidence dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (graphique E). Les entreprises de l'échantillon semblent également avoir perçu les conditions de financement comme un risque accru pendant la crise de la dette souveraine. Lors de la phase de reprise, entre 2015 et 2019, la perception des risques entourant les conditions de financement a diminué dans l'ensemble pour s'établir à des niveaux observés avant la crise financière mondiale. Jusqu'à présent en 2023, après une légère hausse pendant la pandémie, les entreprises estiment que les conditions de financement représentent un risque élevé et croissant – dans le contexte de hausse rapide des taux d'intérêt et de tensions récentes sur les marchés financiers –, les valeurs ayant atteint ces derniers

trimestres des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la crise financière mondiale. Bien que les indicateurs ne soient pas directement comparables, l'indicateur de risque financier étant plus large, on observe une corrélation avec les critères d'octroi des prêts. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la perception du risque financier plus élevé coïncide également avec la diminution de la demande de prêts à des fins d'investissement.

Graphique E

Risque de financement, critères d'octroi des prêts et demande de prêts à des fins d'investissement fixe dans la zone euro

(score Z, soldes en pourcentage)



Sources : NL Analytics, enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et calculs des services de la BCE.
Notes : La recherche textuelle pour l'indicateur de risque financier couvre des mots clés tels que *interest rates* (taux d'intérêt), *financing conditions* (conditions de financement) et *borrowing costs* (coûts d'emprunt). Les dernières observations se rapportent au premier trimestre pour les critères d'octroi des prêts et la demande de prêts, et au deuxième trimestre 2023 pour le risque de financement (pour les téléconférences réalisées jusqu'au 12 juin).

3 Comment les profits unitaires ont-ils contribué à la récente accentuation des tensions sur les prix domestiques de la zone euro ?

Elke Hahn

Les profits sont une composante intégrante des prix à la production, tout comme les coûts de production tels que les salaires ou le coût des consommations intermédiaires. Les entreprises déterminent leurs profits désirés en fixant leurs prix à un certain niveau au-dessus de leurs coûts afin d'obtenir une rémunération de leur capital. Les évolutions des profits et des salaires, telles qu'elles ressortent du déflateur du PIB, sont des déterminants importants de l'inflation sous-jacente, comme l'illustre l'important co-mouvement entre le déflateur du PIB et des indicateurs de l'inflation sous-jacente tels que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires ou l'IPCH hors énergie (graphique A) ¹. Cet encadré analyse l'impact exercé par les profits sur l'inflation domestique à partir des profits unitaires tirés des comptes nationaux ^{2,3}. Il examine également comment des indicateurs de profits calculés à partir des comptes par secteurs institutionnels, qui sont plus proches des profits des entreprises, ont contribué à l'inflation domestique, et comment les signaux provenant actuellement des profits unitaires fondés sur les comptes nationaux s'articulent avec les signaux provenant des marges commerciales (*markup*) et des marges bénéficiaires tirées des comptes des entreprises.

¹ Cela se vérifie malgré des différences conceptuelles entre les deux types de mesures. Il existe des différences conceptuelles en matière de couverture des tensions sur les prix, par exemple, du fait que le déflateur du PIB ne couvre que les composantes de la valeur ajoutée, tandis que les indicateurs de l'inflation sous-jacente comprennent l'ensemble des composantes des prix à la production. De même, le déflateur du PIB capture les tensions sur les prix dans l'économie domestique, tandis que des indicateurs tels que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se rapportent aux évolutions des prix dans les secteurs de biens de consommation concernés, que ces biens ou services soient produits au niveau national ou importés.

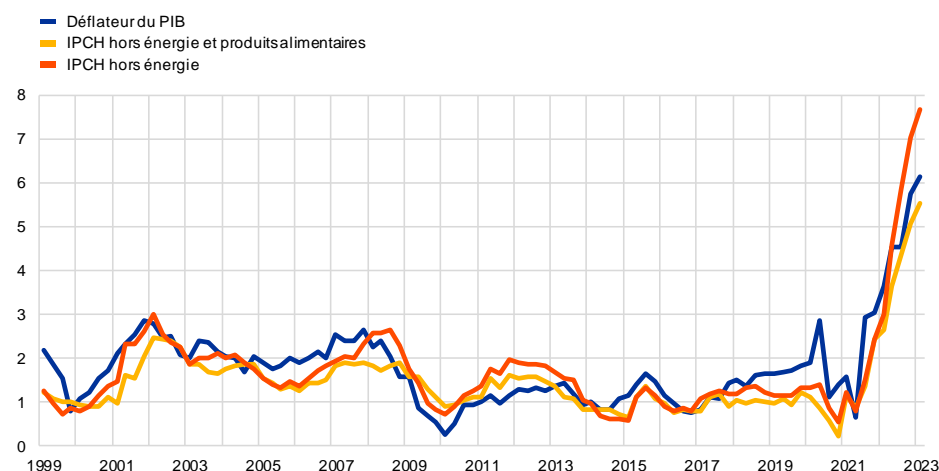
² Il convient de noter que les profits unitaires et les profits des entreprises sont différents d'un point de vue conceptuel, comme expliqué dans la suite de cet encadré.

³ Cf. également Arce (Ó.), Hahn (E.) et Koester (G.), « [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#) », *The ECB Blog*, BCE, 30 mars 2023.

Graphique A

Les tensions sur les prix intérieurs et une sélection d'indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les mesures des profits diffèrent en termes de périmètre et d'objectifs.

Dans les comptes nationaux, le rôle des profits dans les tensions sur les prix domestiques est analysé à l'aide des profits unitaires, qui sont définis comme l'excédent brut d'exploitation (EBE) et le revenu mixte par unité de PIB en volume. Les estimations de la BCE permettent de calculer cette mesure pour le secteur des sociétés non financières (SNF) également. Une autre mesure des profits disponible dans les comptes nationaux pour analyser l'inflation est l'indicateur dit des marges bénéficiaires, qui est calculé comme le ratio déflateur de PIB aux prix de base/coûts unitaires du travail. Cet indicateur évalue la mesure dans laquelle les évolutions des profits ont accentué ou atténué les évolutions des coûts du travail pour expliquer les tensions sur les prix domestiques. Deux mesures des profits peuvent être tirées des comptes des entreprises, la marge commerciale (*mark-up*) et la marge bénéficiaire. La marge commerciale est définie comme le ratio prix/coûts marginaux, où les coûts marginaux sont, en pratique, généralement approximatés par les coûts moyens. Cet indicateur peut être utilisé pour évaluer les stratégies de fixation des prix des entreprises. Un indicateur des marges bénéficiaires couramment utilisé tiré du compte de résultat des entreprises dans le contexte de la méthode du coût des ventes est la marge bénéficiaire brute. Celle-ci est calculée comme les profits bruts divisés par le chiffre d'affaires, où les profits bruts sont définis comme le chiffre d'affaires moins le coût des biens vendus (c'est-à-dire moins le coût des matériaux et de la main-d'œuvre, entre autres).

Les profits unitaires peuvent être affectés par les évolutions des consommations intermédiaires. Le PIB est fondé sur le concept de valeur ajoutée. Il inclut les contributions des profits (définis comme l'EBE et le revenu mixte) et la rémunération des salariés, ainsi que les impôts (nets des subventions) sur la production, mais, contrairement à la production brute, il n'inclut pas les consommations intermédiaires (telles que la consommation d'énergie ou de

matériaux) ⁴. Toutefois, la consommation intermédiaire étant déjà intégralement déduite du PIB, les évolutions des profits peuvent fournir des indications quant à la mesure dans laquelle une variation des coûts des consommations intermédiaires se reflète dans les prix à la production. Abstraction faite des autres impacts sur les profits unitaires, si une situation impliquant de fortes hausses des coûts des consommations intermédiaires (comme observé au cours des deux dernières années) s'accompagne aussi d'un affaiblissement des évolutions des profits unitaires, cela constitue une indication que les profits ont (en partie ou en intégralité) amorti la hausse des coûts de sorte qu'elle ne soit pas transmise (ou pas en intégralité) aux prix à la production. Si, au contraire, les évolutions des profits unitaires demeurent globalement inchangées voire s'accroissent dans une telle situation, cela suggère que la hausse des prix à la production est de même ampleur que celle des coûts, voire plus forte.

Les tensions sur les prix domestiques, mesurées par le déflateur du PIB, s'accroissent à nouveau fortement depuis mi-2021, avec d'importantes contributions des coûts unitaires du travail et des profits unitaires. Au premier trimestre 2023, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB de la zone euro a atteint le niveau record de 6,2 %, contre 5,7 % au trimestre précédent, après un creux de 0,6 % au deuxième trimestre 2021 (graphique B). Entre 1999 et 2019 (c'est-à-dire la période précédant la crise du coronavirus (COVID-19), sa moyenne s'est établie à 1,6 %. Comme l'indique le graphique B, les coûts unitaires du travail et les profits unitaires ont contribué à la hausse du déflateur du PIB ces dix-huit derniers mois. La contribution des profits unitaires a été particulièrement forte ces trois derniers trimestres, représentant environ 60 % de la croissance totale du déflateur du PIB (ce qui est supérieur à la part de 42 % du PIB nominal pour l'EBE et le revenu mixte) ⁵. La contribution des subventions au déflateur du PIB a été remarquablement importante pendant la crise de la COVID-19 en raison du soutien public lié aux dispositifs de maintien de l'emploi, mais des évolutions inhabituellement importantes ont également été observées plus récemment en raison du soutien public durant la crise énergétique.

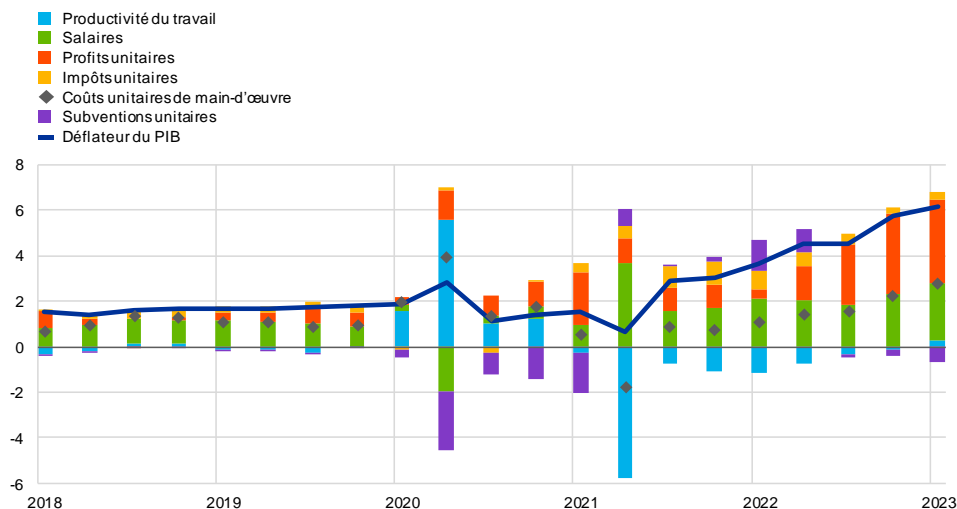
⁴ Une mesure de la production brute est disponible dans les statistiques entrées-sorties. Toutefois, les délais de publication de ces données limitent leur utilisation pour l'analyse de la politique économique.

⁵ Contrairement au graphique B, le graphique 1 dans Arce *et al.*, *op. cit.* fournit une décomposition du déflateur du PIB en incluant une correction pour le revenu des travailleurs indépendants. Il convient de noter que les différences entre les deux en ce qui concerne la contribution des bénéfices unitaires sont faibles.

Graphique B

Déflateur du PIB et contributions

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

L'EBE et le revenu mixte utilisés dans l'indicateur de profit unitaire reflètent une conception large des profits.

L'EBE couvre l'ensemble des secteurs institutionnels, tandis que le revenu mixte se rapporte au secteur des ménages, (secteur qui inclut également les entreprises sans personnalité juridique). Le revenu mixte peut être considéré comme les profits des travailleurs indépendants ou des entreprises sans personnalité juridique une fois imputés leurs différents coûts. Toutefois, la rémunération du facteur travail des travailleurs indépendants reste incluse dans ces profits. Une façon courante de corriger de la partie revenus du travail incluse dans le revenu mixte consiste à faire l'hypothèse que les travailleurs indépendants perçoivent le même salaire moyen que les salariés et à déduire ce revenu du travail imputé de la composante EBE et revenu mixte⁶. L'EBE et le revenu mixte incluent également les revenus tirés des services de logement (c'est-à-dire les loyers, qui concernent tous les secteurs institutionnels dans l'économie, ainsi que les loyers imputés pour les logements occupés par leur propriétaire, qui ne concernent que le secteur des ménages). Les revenus des travailleurs indépendants et ceux tirés des logements sont généralement considérés comme faisant partie des profits des entreprises⁷. Un autre élément de la composante EBE et revenu mixte qu'il convient de mentionner dans ce contexte est la consommation de capital fixe. Celle-ci représente un revenu du capital qui a été perçu, mais elle peut également être vue comme un coût subi par les entreprises, car elle est nécessaire pour remplacer le capital déprécié. Par conséquent, une meilleure approximation des profits des entreprises est l'excédent brut ou net d'exploitation des SNF dans les comptes nationaux, dont le chiffre net est calculé comme l'excédent brut

⁶ Cette correction du revenu des travailleurs indépendants est généralement appliquée lors du calcul de la contribution type que les profits apportent au délateur de PIB de la zone euro. Cf. par exemple le graphique 1 dans Arce *et al.*, *op. cit.*

⁷ Pour une analyse détaillée récente, cf. Haskel (J.), « *What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?* », discours prononcé au Peterson Institute for International Economics, Washington, 25 mai 2023.

d'exploitation des SNF moins leur consommation de capital fixe. Un dernier point quand il s'agit de déterminer ce qui constitue les profits est lié à l'impact des subventions (telles qu'inclues dans la composante impôts moins subventions du PIB). En fonction du destinataire, ces subventions sont incluses dans les profits ou dans les revenus du travail et corrigées dans la décomposition du déflateur du PIB via la composante subventions. La crise de la COVID-19 et la crise énergétique ont eu pour conséquence des subventions exceptionnellement importantes ces dernières années, le soutien public via les dispositifs de maintien de l'emploi et lié à la crise énergétique ayant en partie été fourni par le biais de subventions. Les subventions ont donc exercé un impact visible sur les composantes travail et profits ces dernières années⁸. Ces subventions versées aux entreprises doivent à l'évidence être distinguées des profits des entreprises. Néanmoins, tout financement supplémentaire via des subventions peut, en principe, avoir un impact sur la façon dont les entreprises prévoient d'ajuster leurs prix.

Les données sectorielles suggèrent que les évolutions des excédents brut et net d'exploitation des SNF ont été un déterminant important de la récente solidité des profits unitaires totaux. Comme décrit précédemment, l'excédent brut d'exploitation et l'excédent net d'exploitation des SNF sont plus proches des profits des entreprises que la composante EBE et revenus mixtes qui se rapporte à l'ensemble de l'économie. Le graphique C présente les contributions de l'excédent net d'exploitation des SNF, de la consommation de capital fixe des SNF et des autres revenus aux profits unitaires pour l'ensemble de l'économie comme présenté dans le graphique B. Cette décomposition montre que, même si les trois composantes se sont renforcées au cours des derniers trimestres, les excédents bruts et nets d'exploitation des SNF ont récemment été plus dynamiques que les profits unitaires totaux et ont constitué des déterminants importants du redressement des profits unitaires⁹. Leur contribution à la croissance de plus en plus forte du déflateur du PIB au second semestre 2022 a été visible. Cela montre que les entreprises n'ont pas, en données agrégées, joué un rôle d'amortisseur des hausses de coûts ; en fait, cela suggère que leurs hausses de prix ont dépassé les hausses de coûts, contribuant ainsi à la hausse de l'inflation domestique.

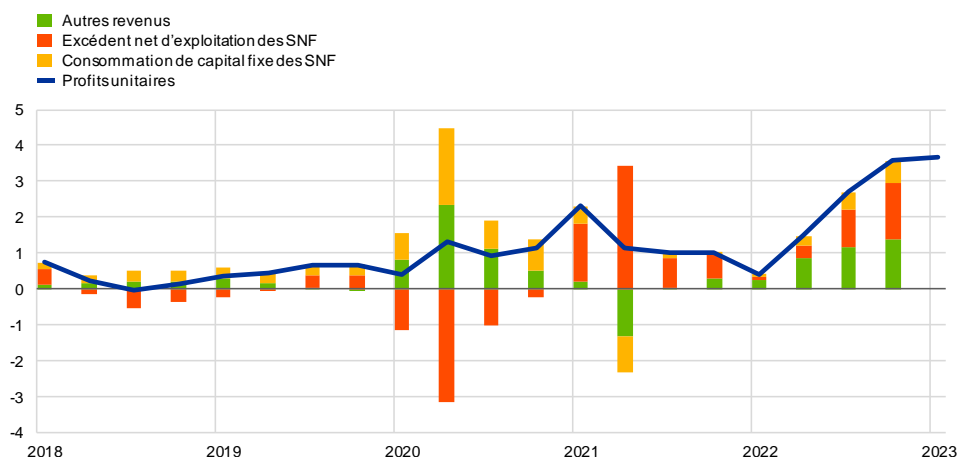
⁸ Bien que les subventions liées aux dispositifs de maintien de l'emploi durant la récession due à la COVID-19 aient été principalement orientées vers la stabilisation du revenu du travail et se soient directement reflétées dans cette composante du revenu, elles ont également eu un impact visible sur la composante profits unitaires, qui a bien mieux résisté que lors des récessions précédentes. Tandis que les entreprises s'efforcent généralement de conserver leurs salariés aux premiers stades d'une récession et ce, au détriment des profits unitaires, cette pression à la baisse sur les profits unitaires semble avoir été atténuée par le recours bien plus répandu aux dispositifs de maintien de l'emploi dans le contexte de la récession liée à la COVID-19. Cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des marges bénéficiaires dans l'ajustement au choc de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, mars 2021.

⁹ Même si les excédents bruts et nets d'exploitation des SNF expliquent 54 % et 28 %, respectivement, du total de la composante EBE et revenu mixte pour l'ensemble de l'économie, au second semestre 2022, ils ont expliqué des parts plus importantes (près de 60 % et plus de 40 %, respectivement, de la contribution des profits unitaires. Avec des parts du PIB nominal d'environ 23 % et 12 %, respectivement, les excédents bruts et nets d'exploitation des SNF expliquent environ 36 % et 25 %, respectivement, de la croissance totale du déflateur du PIB.

Graphique C

Décomposition de la contribution des profits unitaires

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour les profits unitaires et au quatrième trimestre 2022 pour les composantes.

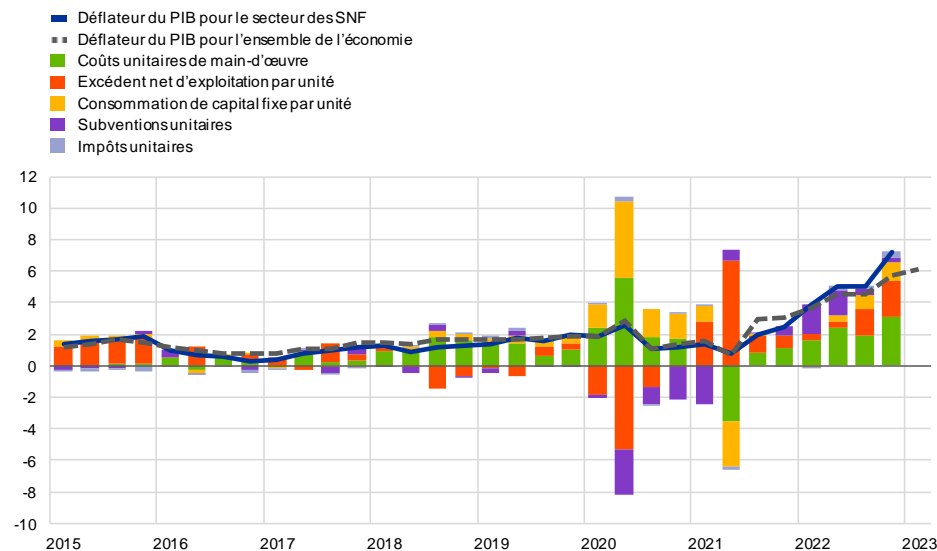
Les tensions sur les prix domestiques dans le secteur des SNF ont été plus fortes que celles observées dans l'ensemble de l'économie au cours des derniers trimestres, reflétant la croissance soutenue des coûts unitaires du travail ainsi qu'une contribution disproportionnellement importante des excédents d'exploitation par unité de produit (graphique D). Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB pour le secteur des SNF a atteint 7,2 % au quatrième trimestre 2022, dépassant ainsi de 1,5 point de pourcentage les tensions sur les prix intérieurs dans l'ensemble de l'économie. Cette évolution représente un écart par rapport aux régularités historiques, le taux de croissance du déflateur du PIB pour le secteur des SNF étant en général inférieur au chiffre équivalent pour l'ensemble de l'économie ¹⁰. La forte croissance du déflateur du PIB observée récemment pour le secteur des SNF a reflété en partie la croissance soutenue des coûts unitaires du travail dans ce secteur, dont la croissance annuelle s'est établie à 5,1 % au quatrième trimestre 2022 (soit 0,6 point de pourcentage au-dessus du taux enregistré pour l'ensemble de l'économie). En dépit de ces évolutions, les excédents brut et net d'exploitation ont contribué de manière disproportionnée aux tensions sur les prix domestiques dans le secteur des SNF au second semestre 2022, représentant près de 50 % de ces tensions en termes bruts et légèrement plus de 30 % en termes nets, des niveaux dépassant nettement leurs parts respectives du PIB nominal (environ 40 % et 20 %, respectivement).

¹⁰ Sur la période allant de 2002 à 2021 (c'est-à-dire avant les fortes hausses récentes), le taux de croissance moyen du déflateur du PIB pour le secteur des SNF s'est établi à 1,1 %, contre 1,6 % pour l'économie dans son ensemble. Il convient de noter que le déflateur du PIB pour le secteur des SNF est fondé sur des estimations internes de la BCE et n'est disponible qu'à compter de 2002.

Graphique D

Déflateur du PIB pour le secteur des SNF et contributions

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



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour le déflateur du PIB pour l'ensemble de l'économie et au quatrième trimestre 2022 pour toutes les autres données.

Les déterminants macroéconomiques traditionnels auraient fait état d'évolutions beaucoup plus faibles des profits unitaires, ce qui indique que leur croissance récente a été principalement déterminée par des facteurs moins habituels. En général, les profits unitaires sont particulièrement influencés par le cycle économique et les termes de l'échange ¹¹. On aurait pu s'attendre à ce que le ralentissement conjoncturel de l'activité économique jusqu'au premier trimestre 2023 et les évolutions défavorables des termes de l'échange en 2022 freinent les évolutions des profits unitaires. Une première raison de la vigueur inhabituelle des profits unitaires tient au fait que la demande a été supérieure à l'offre dans de nombreux secteurs, la pandémie générant des contraintes d'offre généralisées avec par la suite, le développement d'une demande latente. Une deuxième raison est liée au fait que la forte dynamique des prix des intrants (pour l'énergie, par exemple) a permis aux entreprises d'augmenter les prix plus facilement, car dans une telle situation il est plus difficile de dire si la hausse de prix a résulté d'une augmentation des coûts ou des profits unitaires ¹². Les anticipations de nouvelles fortes hausses des prix des intrants pourraient également avoir incité les entreprises à avancer les augmentations de prix afin de lisser les variations de prix dans le temps ¹³. Une autre raison éventuelle tient au fait que l'environnement

¹¹ Cf. l'encadré intitulé « [Comment les bénéficiaires déterminent-ils les tensions sur les prix domestiques dans la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, septembre 2019, et l'encadré intitulé « [Le rôle des marges bénéficiaires dans l'ajustement au choc de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, mars 2021.

¹² Pour des informations sur la relation entre l'inflation et la croissance des profits, cf. Andler (M.) et Kover (A.), « [Do corporate profits increase when inflation increases?](#) », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 juillet 2022.

¹³ Cf. Glover (A.), Mustré-del-Río (J.) et von Ende-Becker (A.), « [How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?](#) », *Economic Review*, vol. 108, n° 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, premier trimestre 2023.

d'inflation élevée résultant du choc sur les termes de l'échange a entraîné une baisse du revenu réel significative pour l'économie domestique, les salariés et les entreprises voulant peut-être effacer ces pertes.

Le rôle joué par les profits (des entreprises) dans l'inflation a également été évalué récemment en se fondant sur les marges commerciales estimées et les marges bénéficiaires tirées des comptes des entreprises. Même si d'autres études fondées sur les données relatives aux profits et aux profits unitaires tirées des comptes nationaux corroborent les conclusions présentées dans cet encadré ¹⁴, le fait que les marges commerciales estimées et les marges bénéficiaires tirées des comptes des entreprises soient globalement inchangées est souvent interprété comme suggérant que le rôle des profits est moins clair s'agissant de l'inflation ¹⁵. Toutefois, les comparaisons des concepts sous-jacents et des exemples stylisés de la manière dont ces différents indicateurs réagissent à un choc sur le coût des intrants montrent que leurs variations respectives dressent en fait un tableau cohérent.

Dans une situation caractérisée par des augmentations importantes des coûts des consommations intermédiaires, les marges commerciales globalement inchangées qui sont observées sont en fait cohérentes avec les tensions inflationnistes accrues liées aux profits unitaires. Le rôle joué par les profits s'agissant de l'inflation a récemment attiré l'attention dans la littérature économique, l'accent étant mis sur la question de savoir s'il est possible d'obtenir des informations sur le comportement des entreprises à partir des données des comptes nationaux. Dans la théorie microéconomique, les entreprises sont généralement présentées comme fixant les prix comme une marge commerciale par rapport à leurs coûts marginaux. Par conséquent, les tensions sur les prix peuvent résulter à la fois des coûts marginaux et de la marge commerciale. Cette dernière est généralement utilisée pour évaluer les stratégies de fixation des prix des entreprises, qui sont considérées comme inchangées si la marge commerciale est inchangée. En présence d'augmentations importantes des coûts, une marge commerciale inchangée implique de fortes hausses similaires des profits unitaires. Du point de vue d'une entreprise, cette marge commerciale inchangée peut être vue comme une stratégie de fixation des prix inchangée et peut, à cet égard, ne pas être considérée comme contribuant activement aux tensions inflationnistes, les profits affichant simplement la même dynamique soutenue que les coûts globaux. Toutefois, dans une perspective macroéconomique et d'analyse de l'inflation, toute hausse d'une

¹⁴ Cf., par exemple, Ragnitz (J.), « *Gewinninflation und Inflationsgewinner* », ifo Institute, 7 décembre 2022 ; Capolongo (A.), Kühl (M.) et Skovorodov (V.), « *Firms' profits: cure or curse?* », *ESM Blog*, 12 mai 2023 ; et Commission européenne, « *Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges* », 15 mai 2023.

¹⁵ Cf., par exemple, Colonna (F.), Torrini (R.) et Viviano (E.), « *The profit share and firm mark-up: how to interpret them?* », Occasional Paper n° 770, Banca d'Italia, mai 2023, sur la question des marges commerciales, et Schlautmann (C.), « *Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt* », *Handelsblatt*, 11 mai 2023, sur les marges bénéficiaires tirées des comptes des entreprises.

composante d'un prix contribue à l'inflation, qu'il y ait ou non une évolution du comportement sous-jacent en matière de fixation des prix ¹⁶.

Le tableau A fournit des exemples stylisés des évolutions des marges commerciales et des profits unitaires en réponse à un choc sur les coûts des consommations intermédiaires. En se fondant sur une structure de coûts hypothétique, le tableau établit une distinction entre une situation (Cas 1) où la marge commerciale sur les coûts totaux demeure inchangée après le choc sur les coûts des intrants et une situation (Cas 2) où seule la hausse pure des coûts des intrants est transférée au prix à la production (avec en conséquence une évolution de la marge commerciale). Dans le Cas 1, une hausse des coûts des intrants de 67 % sur la période T1 implique une hausse de 33 % des coûts totaux. Si une marge commerciale inchangée de 20 % est appliquée en plus des coûts totaux, les profits et les profits unitaires de l'entreprise augmentent également de 33 %, accentuant ainsi l'inflation parallèlement au choc initial sur les coûts des intrants. Dans le Cas 2, les coûts des intrants et les coûts totaux augmentent du même montant que dans le Cas 1, mais seule la hausse pure des coûts est transférée au prix, tandis que les profits ne sont pas ajustés en réponse au choc sur les coûts des consommations intermédiaires. Dans cette situation, le prix augmente moins que dans le Cas 1 (28 %), ce qui implique une baisse de la marge commerciale. Les profits et les profits unitaires demeurent inchangés et n'accroissent donc pas l'inflation. Ces exemples montrent, par conséquent, qu'en présence d'un choc sur les coûts des intrants, les hausses des profits unitaires et leur contribution à l'inflation peuvent être cohérentes avec une marge commerciale constante et donc un comportement inchangé en matière de fixation des prix. Ils montrent également que la marge commerciale doit diminuer si les profits unitaires restent inchangés face à un choc sur les coûts des consommations intermédiaires.

¹⁶ Colonna *et al.*, *op. cit.*, montrent également que les variations de la part des profits ne correspondent pas toujours à celles de la marge commerciale – et que, de même que les profits unitaires, la part des profits ne peut pas être considérée comme un indicateur sans ambiguïté des évolutions du comportement en matière de fixation des prix.

Tableau A

Exemple stylisé des évolutions des indicateurs relatifs aux profits en réponse à un choc sur les coûts des consommations intermédiaires

Indicateurs tirés des comptes nationaux	Période initiale T0	Cas 1		Cas 2	
		Hypothèse avec marge commerciale constante		Hypothèse sans marge commerciale constante	
		T1	Variation en % T0 à T1	T1	Variation en % T0 à T1
Marge commerciale rapportée aux coûts totaux	20 %	20 %	0 %	15 %	- 25 %
Unités produites	100	100	0 %	100	0 %
Coûts intermédiaires	6 000	10 000	67 %	10 000	67 %
Coûts du travail	6 000	6 000	0 %	6 000	0 %
Coûts totaux = coûts intermédiaires + coûts du travail	12 000	16 000	33 %	16 000	33 %
Profits	2 400	3 200	33 %	2 400	0 %
Production brute nominale = coûts totaux + profits	14 400	19 200	33 %	18 400	28 %
Profits unitaires = profits / unités produites	24	32	33 %	24	0 %
Prix = production brute nominale / unités produites	144	192	33 %	184	28 %
Part des profits = profits / (profits + coûts du travail)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
Part des profits = profits / production brute nominale	17 %	17 %	0 %	13 %	- 22 %

Source : BCE.

Note : Dans le Cas 1, la marge commerciale par rapport aux coûts totaux est supposée rester constante ; dans le Cas 2, le calcul de cette marge est fondé sur une hypothèse où le prix ne reflète que les coûts supplémentaires des consommations intermédiaires, pas les profits supplémentaires.

De même, dans une situation caractérisée par une forte hausse des intrants, des marges bénéficiaires brutes inchangées dans les comptes des entreprises peuvent également être cohérentes avec des tensions inflationnistes accrues provenant des profits. Comme évoqué précédemment, la marge bénéficiaire brute, qui est définie comme les profits bruts divisés par le chiffre d'affaires constitue un indicateur communément utilisé des marges bénéficiaires qui peut être calculé à partir des comptes des entreprises. Malgré des différences s'agissant du concept sous-jacent et des sources de données, la marge bénéficiaire brute peut être globalement considérée comme la contrepartie de la part des profits (définie comme le ratio profits/production brute nominale) dans les comptes nationaux. Sur cette base, on peut déduire du tableau A que la marge bénéficiaire brute est inchangée dans le Cas 1 (où la marge commerciale est constante) et cette marge bénéficiaire brute inchangée est cohérente avec la hausse des profits unitaires et des tensions inflationnistes liées aux profits. Dans le Cas 2 (où seules les hausses des coûts des consommations intermédiaires sont reflétées dans le prix et où les profits unitaires restent inchangés), la marge bénéficiaire brute diminue, car les profits bruts restent inchangés tandis que le chiffre d'affaires augmente.

Dans l'ensemble, les profits unitaires ont fortement augmenté au cours des derniers trimestres et ont apporté une contribution visible aux tensions sur les prix intérieurs dans la zone euro, mais ils devraient servir d'amortisseur pour une partie de la répercussion de l'augmentation des coûts du travail. Une forte

croissance a été observée non seulement pour l'indicateur large des profits unitaires fondé sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) et le revenu mixte, mais aussi pour les indicateurs de profits plus étroitement définis disponibles dans les comptes nationaux, qui sont davantage liés aux profits des entreprises. Dans un contexte de forte hausse des coûts des intrants, ce scénario composé d'évolutions dynamiques des profits unitaires et d'effets haussiers sur l'inflation est cohérent avec les marges commerciales et les marges bénéficiaires brutes globalement inchangées constatées dans les comptes des entreprises. À plus long terme, la disparition de la demande latente liée à la pandémie, l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'effet modérateur du resserrement de la politique monétaire devraient signifier que les entreprises subiront des pressions accrues pour absorber la forte croissance des salaires et la croissance des coûts unitaires du travail qui en résulte en utilisant les profits unitaires.

4 L'évolution de la part salariale dans la zone euro depuis le début de la pandémie

Katalin Bodnár et Matthias Mohr

Les évolutions récentes de l'activité économique et la forte hausse de l'inflation ont soulevé des questions relatives à la distribution des revenus entre les facteurs de production, à savoir le travail et le capital. La part salariale

(ou part du travail) est une mesure qui permet de capter certains de ces aspects distributionnels. Elle indique la part du revenu intérieur nominal allouée au travail. Dans le présent encadré, elle est calculée comme la rémunération totale des salariés, corrigée de la part des travailleurs indépendants, divisée par la valeur ajoutée brute nominale¹. La part salariale est étroitement liée aux marges bénéficiaires². Son évolution reflète à la fois des déterminants structurels de long terme, tels que les évolutions technologiques, la mondialisation, la réallocation sectorielle et les caractéristiques institutionnelles (y compris les modifications des réglementations sur les marchés du travail et des biens et services et les dispositifs de fixation des salaires (minimums)), ainsi que des déterminants du cycle d'activité à moyen terme, tels que les tensions sur le marché du travail et le pouvoir de négociation des travailleurs³. La part salariale peut constituer un indicateur important des tensions inflationnistes via les effets de second tour sur les prix.

Après avoir affiché une certaine volatilité pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), la part salariale dans la zone euro a diminué depuis le début de la guerre d'agression menée par la Russie en Ukraine (graphique A). La part

salariale s'est établie légèrement au-dessus de 62 % fin 2019, à un niveau proche de sa moyenne de long terme. Après le début de la pandémie, elle a fortement augmenté à plus de 65 % au deuxième trimestre 2020. Cela a reflété le découplage de la croissance de la valeur ajoutée et de la croissance de la rémunération en raison du recours généralisé aux dispositifs de maintien de l'emploi. Pendant la période de restrictions liées à la pandémie, la production a diminué et les salariés ont travaillé moins d'heures que d'habitude. Toutefois, dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi, ils ont conservé leurs relations de travail et ont perçu une

¹ Pour cette correction au numérateur, on part de l'hypothèse que les travailleurs indépendants perçoivent en moyenne le même revenu du travail par personne que les salariés du secteur correspondant. Le dénominateur « valeur ajoutée brute nominale » correspond à la somme des revenus des facteurs de production intérieurs (rémunération des salariés, excédent brut d'exploitation et revenu mixte), de la consommation de capital fixe (ou dépréciation) et des « autres taxes moins subventions à la production ». Il est identique au « produit intérieur brut aux prix de base ». Les références aux secteurs d'activité correspondent à l'ensemble des secteurs de la classification NACE, y compris le secteur des services publics. Ce dernier comprend l'administration publique, la défense, l'enseignement et la santé. Par définition, la part salariale dans le secteur institutionnel des administrations publiques est égale à 100 %. En effet, les services des administrations publiques ne se vendent pas sur des marchés, ou seulement dans une mesure marginale. Il n'est donc pas possible de calculer la part salariale de ce secteur.

² Pour les évolutions récentes des marges bénéficiaires, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

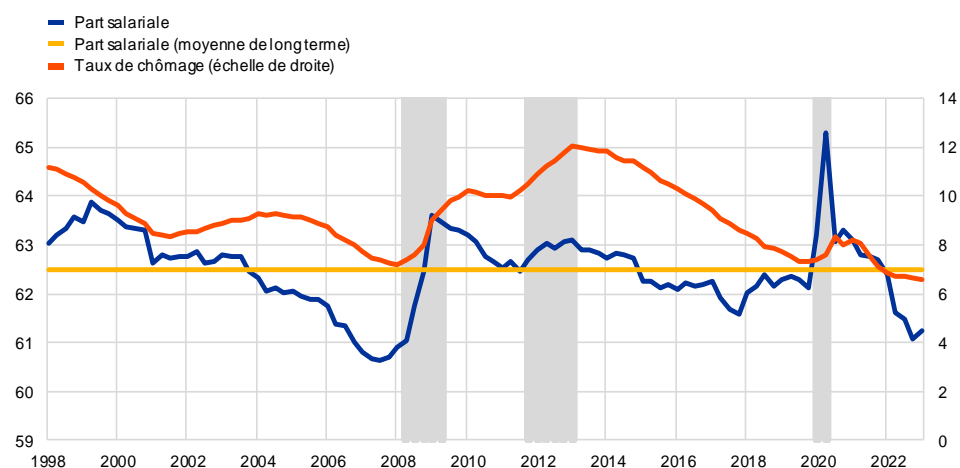
³ Cf., par exemple, Guschanski (A.) et Onaran (Ö.), « *The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD* », *Socio-Economic Review*, vol. 20, Issue 3, juillet 2022, p. 1091-1124 ; et Velasquez (A.), « *Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share* », *IMF Working Paper*, n° 23/32, Fonds monétaire international, février 2023.

indemnisation partielle de la part des pouvoirs publics ou des employeurs pour compenser la perte de revenus du travail. Une part significative de ces paiements a été comptabilisée comme un revenu salarial dans les comptes nationaux ⁴. Par conséquent, la rémunération totale des salariés a diminué dans une moindre mesure que la valeur ajoutée brute. Début 2022, les dispositifs de maintien de l'emploi avaient en grande partie été retirés au fur et à mesure du redressement de l'activité économique, et la part salariale était revenue à des niveaux proches d'avant la pandémie. Elle a ensuite continué de diminuer jusqu'à fin 2022 et s'est établie juste au-dessus de 61 % au quatrième trimestre 2022. Elle a légèrement augmenté au premier trimestre 2023, restant toutefois inférieure à sa moyenne de long terme et environ 0,9 point de pourcentage au-dessous du niveau observé au quatrième trimestre 2019.

Graphique A

La part salariale et le taux de chômage dans la zone euro

(échelle de gauche : en pourcentage de la valeur ajoutée brute nominale ; échelle de droite : en pourcentage de la population active)



Sources : Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023. La part salariale moyenne de long terme calculée pour la période 1998-2023 est de 62,4 %, soit le même taux que la moyenne de long terme calculée jusqu'à fin 2019. Les zones grisées indiquent les épisodes de récession datés par le réseau pour le cycle conjoncturel de la zone euro (Euro Area Business Cycle Network, EABCN). La récession technique au tournant de l'année n'est pas indiquée sur le graphique, en cohérence avec l'évaluation du Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR-EABCN (Euro Area Business Cycle Dating Committee) le 27 mars 2023.

Le fait stylisé général est que la part salariale suit un profil contracyclique :

elle augmente en début de récession et diminue en début de reprise. C'est ce

qu'illustre le graphique A, dans lequel le taux de chômage (qui est également contracyclique) peut être considéré comme une approximation du cycle d'activité.

Les récessions dans la zone euro sont également indiquées dans le graphique.

Le caractère contracyclique de la part salariale est dû aux différents décalages dans les réponses des profits et des salaires aux chocs économiques. Au début des récessions, ce sont les profits qui contribuent généralement le plus à la baisse du revenu, entraînant ainsi une augmentation de la part salariale. Lorsque la reprise

⁴ Cf. l'article intitulé « [Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022 ; l'encadré intitulé « Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19 » dans l'article intitulé « [L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020 ; et l'encadré intitulé « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

s'installe, les profits rebondissent fortement, entraînant une diminution de la part salariale ⁵. En effet, pendant la crise financière de 2008 et la crise de 2010-2012 dans la zone euro, la part salariale se situait initialement à un point bas dans une économie en surchauffe, puis elle a fortement augmenté lors des deux phases de récession de la période antérieure à la pandémie, reflétant une diminution des profits et le maintien de sureffectifs, avant de se modérer à nouveau lors de la reprise. Elle a également augmenté au début de la crise de la COVID-19 et de la forte hausse des prix de l'énergie qui en a résulté, mais ces épisodes sont de nature différente : si les chocs survenus pendant la crise financière étaient principalement liés à la demande, faisant baisser les profits, aujourd'hui l'économie est frappée par une série de chocs d'offre. Même si, à l'heure actuelle, le marché du travail est plus tendu et le chômage plus bas qu'avant et pendant la crise financière (ce qui devrait normalement renforcer le pouvoir de négociation des travailleurs), l'environnement actuel s'est révélé plus favorable aux augmentations des marges bénéficiaires.

Depuis début 2022, la part salariale a enregistré sa baisse la plus prononcée dans l'industrie et la construction, tandis qu'elle a augmenté dans les services privés nécessitant moins de contacts et dans les services publics. Malgré la volatilité due à la pandémie, la part salariale dans ces deux derniers secteurs a augmenté à un niveau encore plus élevé que ne l'auraient suggéré leurs tendances haussières avant la pandémie (graphique B) ⁶. Cela reflète probablement la forte croissance récente des salaires dans ces deux secteurs. Les secteurs marchands nécessitant moins de contacts fournissent des services principalement à d'autres secteurs d'activité, y compris à l'industrie. L'augmentation de la part salariale dans ces secteurs (que ce soit avant ou après la pandémie) peut en partie être liée à la diminution de la part salariale dans l'industrie et refléter le processus consistant à externaliser des emplois de services professionnels particulièrement bien rémunérés (tels que les services comptables et juridiques) à des entreprises de services plus spécialisées. Depuis la pandémie, l'accélération de la transformation numérique, qui nécessite une plus grande part de salariés hautement qualifiés et mieux rémunérés, pourrait avoir encore accéléré ces évolutions ⁷. Dans les services nécessitant plus de contacts – principalement le commerce, le transport et l'hébergement –, la part

⁵ Cf. « *The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession* », *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international, avril 2012, p. 36-37.

⁶ En considérant uniquement l'économie de marché, c'est-à-dire hors services publics, la part salariale a diminué de 1,2 point de pourcentage depuis le quatrième trimestre 2019. Entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2023, la rémunération par tête dans le secteur public et dans les secteurs nécessitant moins de contacts a augmenté de 9,5 % et de 12,4 %, respectivement, tandis que dans l'ensemble de l'économie elle a augmenté de 11,3 %. Le nombre de salariés a également fortement augmenté dans ces grands secteurs, de 4,8 % et 6,1 %, respectivement, tandis que dans l'ensemble de l'économie il a augmenté de 3,1 %.

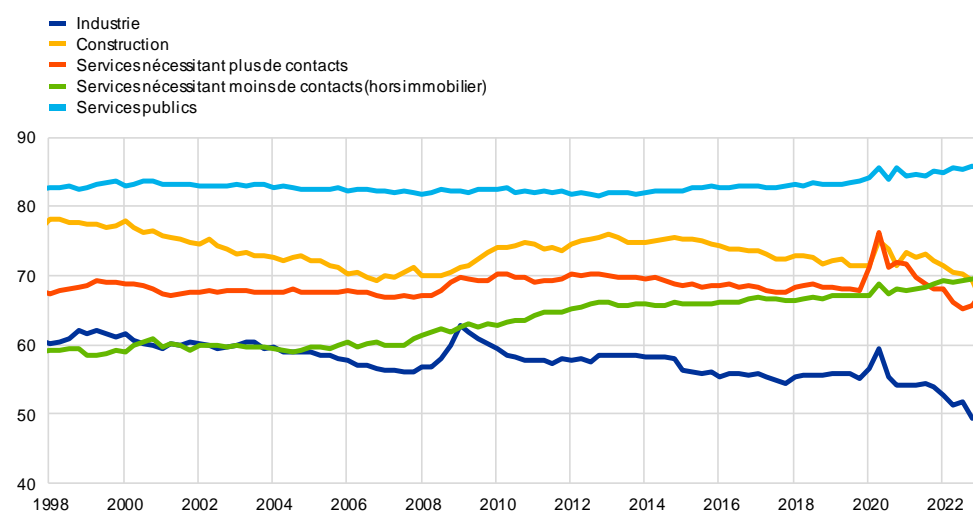
⁷ Pour des données empiriques sur l'externalisation de ces services, cf. : Baker (P.), Foster-McGregor (N.), Koenen (J.), Leitner (S.M.), Schrickler (J.), Stehrer (R.), Strobel (T.), Vermeulen (J.), Vieweg (H.-G.) et Yagafarova (A.) : « *The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation* », *wiiw Research Report*, n° 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, juillet 2015 ; Falk (M.) et Peng (F.) : « *The increasing service intensity of European manufacturing* », *The Service Industries Journal*, vol. 33(15-16), 2013, p. 1686-1706 ; et Schettkat (R.) et Yocarini (L.) : « *The shift to services employment: A review of the literature* », *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 17(2), juin 2006, p. 127-147. Pour les données empiriques globalement contrastées des effets à long terme de la transformation numérique et de l'automatisation sur les salaires et la part salariale, qui semblent dépendre en grande partie de la structure de l'économie et de ses institutions du marché du travail, cf. Work stream on digitalisation, « *Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 266, BCE, septembre 2021.

salariale a diminué début 2022, mais cette évolution s'est récemment inversée, tandis que dans l'industrie et la construction, on observe plus clairement un mouvement baissier persistant. Certaines des baisses récentes pourraient refléter les pénuries de main-d'œuvre survenues après la pandémie. Les employeurs pourraient devoir y faire face en attribuant certains postes vacants à des travailleurs moins qualifiés et moins rémunérés. L'augmentation de la part des travailleurs migrants (qui perçoivent généralement des salaires inférieurs à ceux des travailleurs locaux) dans l'emploi dans la zone euro, de 7,9 % au quatrième trimestre 2019 à 8,6 % au quatrième trimestre 2022, pourrait également avoir contribué à la diminution globale de la part salariale.

Graphique B

La part salariale dans les principaux sous-secteurs économiques de la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023. Les services nécessitant plus de contacts comprennent le commerce, le transport, l'hébergement et les autres services. Les secteurs des services nécessitant moins de contacts comprennent les services d'information et de communication, de finance et d'assurance, les services professionnels et les services administratifs.

Les déplacements de l'activité économique entre secteurs n'ont pas contribué à la diminution la plus récente de la part salariale agrégée observée dans la zone euro.

Les modifications de la part salariale agrégée peuvent résulter de changements sectoriels dans lesquels les secteurs dont la part salariale est traditionnellement plus faible (ou plus élevée) apportent une contribution plus importante à la valeur ajoutée globale. Toutefois, une analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) montre que le déplacement, entre les principaux secteurs, du poids dans la valeur ajoutée en faveur des secteurs dont la part salariale est plus faible n'a contribué que marginalement (de - 0,1 point de pourcentage) à la diminution de la part salariale. Celle-ci résulte plutôt principalement de diminutions

au sein des sous-secteurs, qui ont contribué pour – 0,6 point de pourcentage à la diminution globale de la part salariale depuis le quatrième trimestre 2019⁸.

La baisse des salaires réels des consommateurs reflète la diminution de la part salariale et la détérioration des termes de l'échange, mais l'impact des pertes de salaire réel sur les revenus des ménages a été en partie atténué par les mesures de soutien budgétaire.

Les salaires réels des consommateurs ont diminué depuis le début de la guerre en Ukraine, ce qui implique qu'une partie du choc récent sur les termes de l'échange et de son impact sur la hausse des prix à la consommation est absorbée par les travailleurs (graphique C). Au premier trimestre 2023, les salaires réels ont affiché une reprise partielle. Même si la décomposition des salaires réels en part salariale, termes de l'échange et croissance de la productivité est mécanique et ne peut pas tenir compte de l'endogénéité de ces évolutions (par exemple, entre la part salariale et la croissance de la productivité), elle illustre néanmoins la convergence des évolutions de la part salariale et de la croissance des salaires réels ces derniers trimestres. Cela reflète, d'une part, l'échelonnement des négociations salariales, ce qui signifie que les salaires s'ajustent plus lentement que les prix et les profits. D'autre part, certaines mesures de soutien public – représentant 1,9 % du PIB de la zone euro en 2022 – ont limité l'impact de l'inflation élevée (principalement de l'énergie) sur les ménages à faibles revenus et ont atténué l'impact des pertes de salaire réel sur le revenu⁹. Ce soutien peut avoir contribué à contrebalancer à la fois la volatilité dans l'économie réelle et les répercussions de l'inflation élevée. Ainsi, la diminution de la part salariale surestime probablement la modification actuelle de la distribution des revenus. Comme l'inflation totale se ralentit, que la croissance des salaires nominaux se renforce, et que les profits devraient absorber la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre qui en résulte, la part salariale devrait encore se redresser à une valeur proche de sa moyenne de long terme observée avant la pandémie¹⁰.

⁸ Une autre contribution négative d'environ – 0,2 point de pourcentage provient d'une composante résiduelle, reflétant une corrélation négative entre les niveaux sectoriels de la part salariale et leurs modifications respectives. Le calcul applique l'analyse structurelle résiduelle (*shift-share analysis*) de la productivité dans Denis (C.), McMorow (K.) et Röger (W.), « *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)* », *European Economy – Economic Papers*, n° 208, Commission européenne, juillet 2004, p. 78.

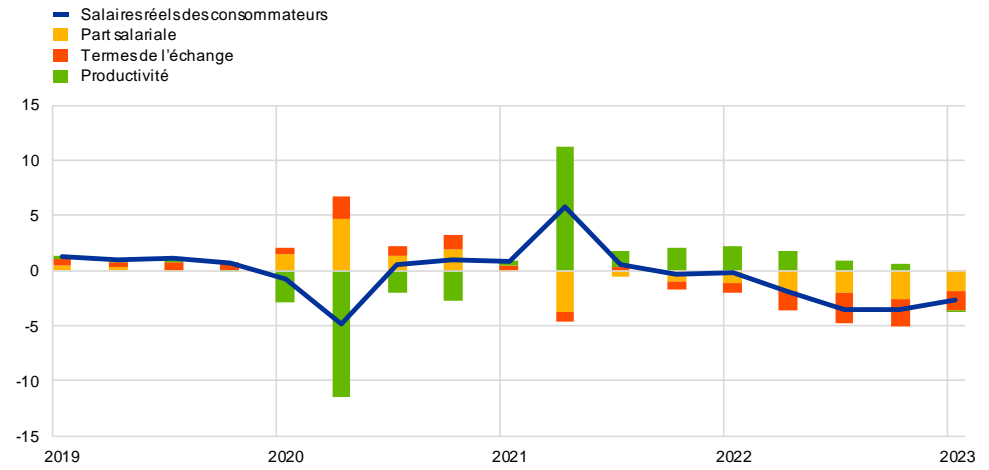
⁹ Cf. l'encadré intitulé « *Qui paye la facture ? L'impact inégal du récent choc sur les prix de l'énergie* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023 ; et l'encadré intitulé « *Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

¹⁰ Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique C

La part salariale et les salaires réels des consommateurs dans la zone euro

(taux de croissance annuels en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023. Les « termes de l'échange » sont définis ici comme le ratio déflateur de la valeur ajoutée/déflateur de la consommation privée. Ce dernier intègre les prix des biens et services importés, ce qui n'est pas le cas du déflateur de la valeur ajoutée.

5 Anticipations des entreprises relatives aux prix de vente – éléments tirés de l'enquête SAFE

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund et Erzsebet Judit Rariga

Le présent encadré examine les anticipations des entreprises relatives à leurs prix de vente pour la période allant d'avril 2023 à avril 2024, en se concentrant sur l'hétérogénéité entre les secteurs du commerce de détail et hors commerce de détail. La dernière [Enquête sur l'accès des entreprises au financement \(SAFE\)](#), qui a été réalisée entre le 6 mars et le 14 avril 2023, comportait

deux questions spécifiques sur les anticipations subjectives des entreprises relatives aux variations a) de leurs prix de vente, et b) des salaires courants des personnes qu'elles emploient au cours des 12 prochains mois ¹. Cet encadré ne porte que sur les anticipations des entreprises relatives à leurs prix de vente. Comme l'enquête SAFE inclut des entreprises qui vendent aussi bien à d'autres entreprises qu'à des consommateurs, leurs anticipations moyennes relatives aux prix de vente futurs représentent une combinaison de prix à la production et de prix à la consommation. Les entreprises ont donc été regroupées en deux grands secteurs, les entreprises du secteur du commerce de détail et les entreprises hors commerce de détail, conformément à leur nomenclature sectorielle NACE ². Cela permet de distinguer les entreprises qui vendent des biens et services intermédiaires et finaux à d'autres entreprises de celles qui vendent directement aux consommateurs finaux ³.

En moyenne, les entreprises de la zone euro prévoient une augmentation de leurs prix de vente de 6,1 % au cours des douze prochains mois, avec des hausses plus importantes dans le secteur du commerce de détail (graphique A) ⁴. Sur la base de la nomenclature NACE, les entreprises du secteur

¹ Pour plus de détails concernant les anticipations des entreprises relatives aux salaires, cf. l'encadré 1 « *Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages* » du [rapport](#) sur la 28^{ème} campagne de l'enquête SAFE (octobre 2022-mars 2023).

² La Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne, abrégée en NACE, est la nomenclature des activités économiques dans l'Union européenne.

³ Le groupe des « entreprises du secteur du commerce de détail » comprend les entreprises opérant principalement dans le commerce de détail, la vente de voitures, le transport de passagers, l'hébergement et la restauration, des secteurs qui sont directement couverts dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les entreprises du groupe « secteur hors commerce de détail » opèrent principalement dans les secteurs manufacturier et de la construction. Ce groupe reflète plus étroitement les biens intermédiaires ou les biens finaux qui sont moins directement liés au consommateur et/ou à la vente au détail. Bien que cet exercice soit axé sur les entreprises de secteurs pertinents pour l'IPCH, l'échantillon ne reflète pas nécessairement la composition globale du panier de l'IPCH. Par conséquent, les anticipations des entreprises relatives à leurs prix de vente futurs indiquées dans cette enquête ne peuvent être directement comparées aux mesures des anticipations de hausse des prix à la consommation couramment utilisées pour trois raisons. Premièrement, même si les entreprises du secteur du commerce de détail sont définies ici comme étant celles des secteurs pris en compte pour le calcul de l'IPCH, ces entreprises peuvent également être impliquées dans le commerce de gros, auquel cas leurs prix refléteraient plutôt les prix à la production. Deuxièmement, certaines entreprises vendent des biens intermédiaires plutôt que des biens finaux, alors que seuls les biens finaux se reflètent dans l'IPCH. Troisièmement, les réponses se réfèrent aux propres prix des entreprises et non à un indice des prix agrégés. Les informations sectorielles détaillées sont obtenues en rapprochant les réponses individuelles à l'enquête des états financiers des entreprises tirées de la base de données Orbis du Bureau Van Dijk, l'exercice est réalisé sur un sous-ensemble de 5 829 entreprises sur les 10 983 entreprises interrogées.

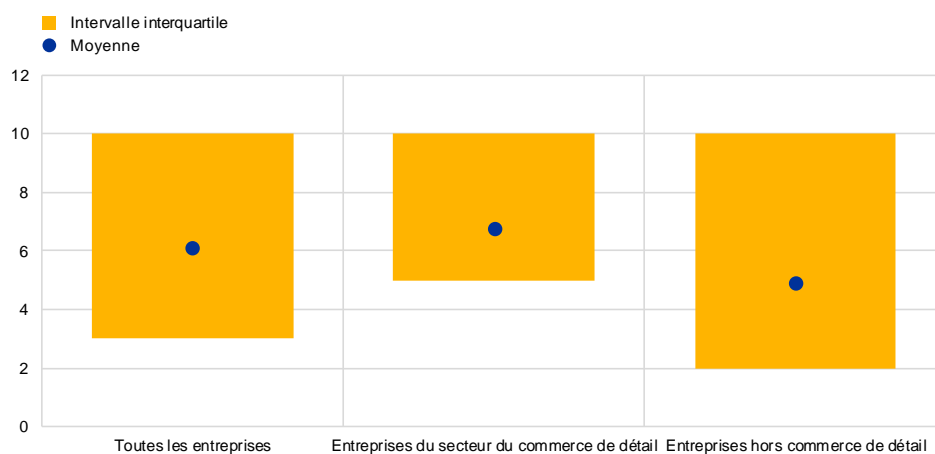
⁴ Les moyennes pondérées sont calculées après avoir tronqué les observations en dessous du 1^{er} percentile et au-dessus du 99^e percentile des distributions par pays. L'anticipation médiane relative aux variations des prix et des salaires est d'exactement 5 % pour toutes les tailles d'entreprises.

du commerce de détail et des autres secteurs qui vendent principalement leurs produits aux consommateurs finaux ont déclaré en moyenne des prix de vente attendus nettement plus élevés (6,8 %) au cours des 12 prochains mois, par rapport aux entreprises hors commerce de détail (4,9 %), ainsi qu'une distribution moins dispersée.

Graphique A

Variations des prix de vente moyens attendus au cours des 12 prochains mois

(en pourcentages)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne.

Notes : Moyenne des anticipations relatives aux prix de vente pour les douze prochains mois telles que déclarées par les entreprises de la zone euro, ainsi que les intervalles interquartiles, en utilisant les pondérations de l'enquête. Les statistiques sont calculées après avoir tronqué les données aux 1^{er} et 99^e percentiles spécifiques à chaque pays. La distribution pour « Toutes les entreprises » comprend les réponses de toutes les entreprises incluses dans l'enquête SAFE (10 983). Cf. la note de bas de page correspondante pour plus de détails sur la classification des entreprises en « secteur du commerce de détail » et « hors commerce de détail ». La variation des prix de vente moyens attendus pour le sous-échantillon d'entreprises du secteur du commerce de détail et hors commerce de détail fusionné avec l'ensemble de données Orbis du Bureau Van Dijk est de 5,6 %. Les chiffres se rapportent à la 28^{ème} campagne de l'enquête SAFE (octobre 2022-mars 2023).

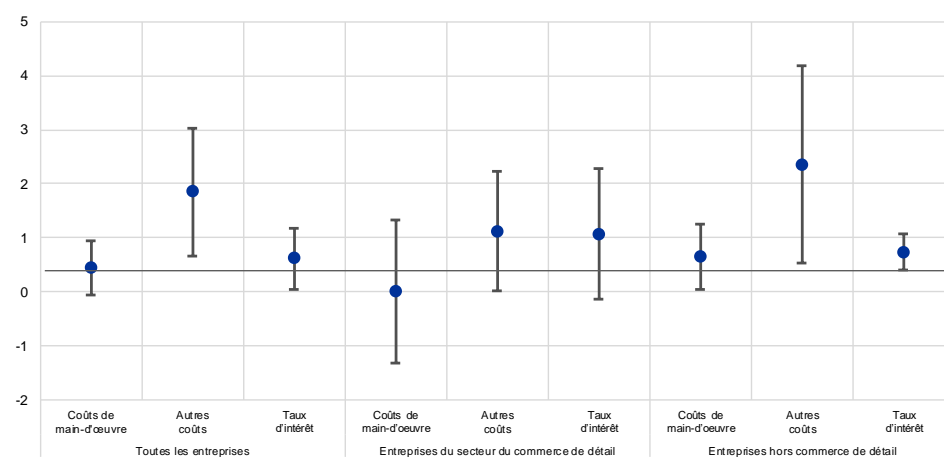
Les entreprises ayant déclaré des hausses récentes des coûts des consommations intermédiaires et des coûts de financement prévoient des prix de vente plus élevés (graphique B). Les entreprises participant à l'enquête SAFE indiquent si leurs coûts salariaux, les coûts des autres consommations intermédiaires (principalement liés aux matériaux et à l'énergie) et les coûts des emprunts bancaires ont augmenté, diminué ou sont restés inchangés au cours des six derniers mois. Les régressions sous forme réduite prenant en compte l'impact conjoint de ces coûts de production et de financement suggèrent que les entreprises qui ont déclaré une hausse des coûts liés aux matériaux et à l'énergie au cours de la période allant d'octobre 2022 à mars 2023 s'attendent à ce que leurs prix de vente augmentent au cours des 12 prochains mois d'environ 2 points de pourcentage de plus que ceux des entreprises qui déclarent des coûts des consommations intermédiaires hors main d'œuvre inchangés ou en baisse. Les hausses passées du coût de l'énergie et des matériaux sont pertinentes pour les prix de vente futurs, pour les entreprises du secteur de détail comme pour celles hors commerce de détail, l'effet étant toutefois plus important pour ces dernières. Cela pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises hors commerce de détail appartiennent principalement au secteur manufacturier, dans lequel les coûts de l'énergie et des autres consommations intermédiaires représentent une part plus importante des coûts totaux que dans le commerce de détail. En outre, les entreprises hors commerce de

détail ayant déclaré des augmentations passées des coûts de main-d'œuvre et des dépenses liées aux taux d'intérêt prévoient une augmentation de leurs prix de vente au cours de l'année prochaine. Les estimations sous forme réduite de l'impact des taux d'intérêt sont cohérentes avec l'émergence d'un canal des coûts de la transmission monétaire, par lequel les variations des taux d'intérêt influencent le comportement en matière de fixation des prix et les évolutions de l'inflation via une augmentation des coûts marginaux réels ⁵. Dans le même temps, cette régression sous forme réduite au niveau des entreprises ne permet pas de rendre compte de l'effet globalement modérateur de la hausse des taux d'intérêt sur l'inflation via un canal traditionnel de transmission monétaire de la demande agrégée.

Graphique B

Prix de vente attendus et coûts de production et de financement passés

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients obtenus en régressant les variations des prix attendus sur les variations des coûts de la main-d'œuvre, des autres coûts (matériaux et énergie) et du niveau des taux d'intérêt. Les variables à droite dans la régression prennent la valeur 1 si les entreprises ont indiqué une augmentation des coûts salariaux, des autres coûts ou du niveau des taux d'intérêt pour la période allant d'octobre 2022 à mars 2023. Les régressions incluent des effets fixes liés au pays et à la taille de l'entreprise. Les moustaches représentent les intervalles de confiance de 90 % basés sur les erreurs types regroupées par pays. Cf. la note de bas de page correspondante pour plus de détails sur les catégories « Toutes les entreprises », « Entreprises du secteur du commerce de détail » et « Entreprises hors commerce de détail ». Les chiffres se rapportent à la 28^e campagne de l'enquête SAFE (octobre 2022-mars 2023).

Les anticipations relatives aux hausses des prix de vente sont plus élevées pour les entreprises qui s'attendent à une augmentation de leur chiffre d'affaires dans le secteur du commerce de détail comme dans les secteurs hors commerce de détail (graphique C).

Dans leurs réponses à l'enquête SAFE, les entreprises indiquent également si leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices au cours des six derniers mois ainsi que leur chiffre d'affaires attendu pour les six prochains mois ont augmenté, diminué ou sont restés inchangés. Pour toutes les entreprises de l'échantillon et dans les ventilations des entreprises par secteur, les hausses passées du chiffre d'affaires et des bénéfices ne sont pas associées aux entreprises faisant état d'une différence significative dans les prix de vente prévus. Les entreprises des secteurs du commerce de détail et hors commerce de détail ont signalé une nette hausse des prix de vente attendus quand elles ont également prévu une augmentation de leur chiffre d'affaires attendu au cours des six prochains

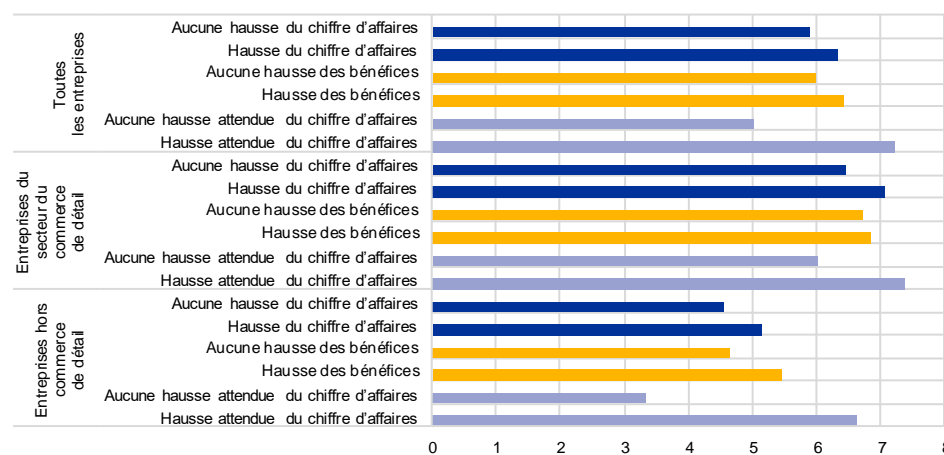
⁵ Cf. par exemple Ravenna (F.) et Walsch (C.E.), « *Optimal Monetary Policy with the Cost Channel* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n° 2, mars 2006, p. 199-216).

mois. Cela pourrait signifier que les entreprises anticipant une plus forte demande pour leurs produits et services après la réouverture de l'économie sont plus susceptibles d'augmenter leurs prix à l'avenir. Les anticipations de hausses futures des prix de vente et du chiffre d'affaires pourraient également être déterminées par des coûts des consommations intermédiaires plus élevés que prévu.

Graphique C

Anticipations relatives aux prix de vente en fonction du chiffre d'affaires et des bénéfices

(en pourcentages)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne.

Notes : Moyenne des anticipations en matière de prix de vente pour les douze prochains mois, telles que déclarées par les entreprises de la zone euro pour les entreprises ayant fait état d'une augmentation de leur chiffre d'affaires/bénéfice ou d'une diminution/absence de leur chiffre d'affaires/bénéfice au cours des six derniers mois et pour les entreprises ayant fait état d'une augmentation ou d'une diminution/absence de leur chiffre d'affaires/bénéfice attendu au cours des six prochains mois, à partir de pondérations tirées de l'enquête. Les anticipations moyennes relatives aux prix de vente sont calculées après avoir tronqué les données aux 1^{er} et 99^e percentiles spécifiques à chaque pays. La distribution pour « Toutes les entreprises » comprend les réponses de toutes les entreprises participant à l'enquête (10 983). Cf. la note de bas de page correspondante pour plus de détails sur la classification des entreprises en « secteur du commerce de détail » et « hors commerce de détail ». Les chiffres se rapportent à la 28^{ème} campagne de l'enquête SAFE (octobre 2022-mars 2023).

Les entreprises du secteur manufacturier dans les industries et les pays qui ont fait état de hausses passées plus importantes des prix à la production prévoient une augmentation plus faible de leurs prix de vente au cours des 12 prochains mois (graphique D). Les entreprises du secteur manufacturier (pour lesquelles des données relatives aux prix à la production sont disponibles au niveau pays-secteur) présentent une hétérogénéité significative dans leurs prix de vente attendus. Les entreprises pour lesquelles des hausses de prix à la production supérieures à la médiane ont été signalées au troisième trimestre 2022 s'attendent à une augmentation d'environ 3,4 % (pour le troisième quartile de la distribution de la hausse des prix à la production) et de 2 % (pour le quatrième quartile), ce qui est nettement inférieur au prix de vente moyen attendu ⁶. Les entreprises des secteurs qui ont fait état de hausses de prix à la production inférieures à la médiane par le passé s'attendent à des prix de vente plus élevés au cours de l'année prochaine (d'environ 5,5 %). Les secteurs manufacturiers vendant principalement des intrants intermédiaires à d'autres secteurs, cette hétérogénéité pourrait nous aider à

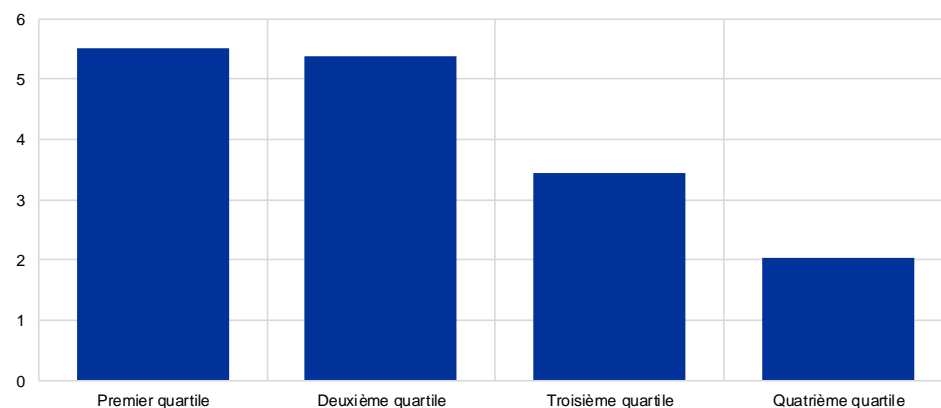
⁶ Sur la base des données trimestrielles au niveau des pays pour les rubriques à deux chiffres dans le code de la NACE Rév. 2, l'indice médian des prix à la production pour le troisième trimestre 2022 est d'environ 13 %.

comprendre la transmission des prix à la production aux prix à la consommation ⁷. Le comportement observé en matière de fixation des prix pourrait être cohérent avec les modèles de fixation des prix dépendant de l'état de l'économie, dans lesquels la probabilité d'ajustement des prix augmente avec les distorsions des prix ⁸.

Graphique D

Anticipations relatives aux prix de vente par quartiles de hausses passées des prix à la production

(en pourcentages)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Variations attendues des prix de vente pour les entreprises du secteur manufacturier. Le graphique montre les prix de vente moyens attendus au cours des 12 prochains mois par quartile de hausse des prix à la production au troisième trimestre 2022. L'indice des prix à la production se définit comme la variation en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Pour les entreprises du premier quartile, l'indice des prix à la production au niveau des pays dans le code de la NACE Rév. 2 se situe entre -4,4 % et 8 %, entre 8 % et 13 % pour les entreprises du deuxième quartile, entre 13 % et 18 % pour les entreprises du troisième quartile et entre 18 % et 80 % pour les entreprises du quatrième quartile. Les chiffres se rapportent à la 28^{ème} campagne de l'enquête SAFE (octobre 2022-mars 2023).

⁷ Cf. également l'encadré 3 du présent numéro du Bulletin économique pour une analyse plus approfondie de la contribution des profits unitaires aux tensions d'origine interne sur les prix dans la zone euro.

⁸ Karadi (P.), Schoenle (R.) et Wursten (J.), « *Measuring price selection in microdata: it's not there* », *Working Paper Series*, n° 2566, BCE, juin 2021.

6 Le grand repli des flux financiers extérieurs de la zone euro en 2022 – indications tirées de statistiques de balance des paiements plus granulaires

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone et Martin Schmitz

Cet encadré propose une analyse du repli des flux financiers extérieurs de la zone euro enregistré en 2022 – le plus important depuis la crise financière mondiale – en utilisant de nouvelles ventilations des statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure globale de la zone euro ¹.

Une évolution majeure en 2022 a été le passage du solde du compte des transactions courantes de la zone euro à un déficit de 137 milliards d'euros (– 1,0 % du PIB) après un excédent de 285 milliards (2,3 % du PIB) en 2021. Cette évolution constitue la plus forte variation annuelle jamais enregistrée pour le solde du compte des transactions courantes de la zone euro ². Sur la même période, l'excédent du compte financier est revenu de 312 milliards d'euros à 14 milliards, dans un contexte d'inversion brutale des flux financiers de la zone euro du côté tant des actifs que des passifs. L'analyse du compte financier est devenue de plus en plus compliquée ces dernières années en raison de l'expansion des chaînes internationales d'intermédiation financière, qui impliquent souvent des entités non bancaires établies dans des centres financiers internationaux ³. Comme recommandé dans les manuels statistiques internationaux, la BCE a développé de nouvelles ventilations des statistiques de balance des paiements et de position extérieure globale de la zone euro afin de faciliter l'analyse approfondie des expositions au risque et des interconnexions ⁴.

Le repli brutal des flux financiers extérieurs de la zone euro observé en 2022 s'explique principalement par les évolutions des investissements de portefeuille et des investissements directs étrangers (graphique A). En 2022, les transactions nettes des investisseurs de la zone euro en actifs hors zone euro se sont inversées, passant d'un pic pluriannuel en 2021 (investissement net

¹ Les nouvelles données déclarées en vertu de l'[orientation BCE/2018/19](#) relative aux statistiques extérieures de la BCE incluent des ventilations supplémentaires par secteur résident, pays de contrepartie et instruments de dette au titre des investissements directs étrangers. Les nouvelles séries sont pour le moment disponibles à partir du premier trimestre 2019 et des données remontant plus loin seront mises à disposition courant 2024. De plus amples informations sur les statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure globale de la zone euro sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

² Cf. le dernier communiqué statistique de la BCE sur la [balance des paiements trimestrielle et la position extérieure globale de la zone euro](#).

³ 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, 17 février 2020 ; et Coppola (A.), Maggiori (M.), Neiman (B.) et Schreger (J.), « *Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, p. 1499-1556.

⁴ [Manuel](#) de la balance des paiements et de la position extérieure globale du Fonds monétaire international, sixième édition (BPM6). Pour des données récentes sur les transactions financières entre les différents secteurs de la zone euro, cf. le dernier communiqué statistique de la BCE relatif aux évolutions financières et économiques de la zone euro par secteur institutionnel ([Euro area economic and financial developments by institutional sector](#) ; en particulier le tableau 1).

de 1 400 milliards d'euros) à un désinvestissement net de 300 milliards d'euros en 2022. Cette inversion brutale des flux financiers à l'actif de la zone euro résulte principalement des évolutions des investissements de portefeuille en fonds propres (actions cotées et parts de fonds d'investissement) et en titres de créance. De plus, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) ont apporté une contribution notable au repli après une période de volatilité inhabituellement élevée ces dernières années ⁵. De même, au passif, les investisseurs non-résidents de la zone euro sont passés d'acheteurs nets d'actifs de la zone en 2021 à vendeurs nets en 2022. Les désinvestissements nets les plus importants ont été enregistrés sur les IDE, tandis que les achats nets de titres de participation au titre des investissements de portefeuille dans la zone euro se sont presque complètement taris, après un niveau record en 2021. Dans le même temps, les cessions nettes de titres de créance de la zone euro par les investisseurs étrangers ont baissé en 2022, après plusieurs années d'importants désinvestissements nets ⁶. Globalement, les cessions nettes observées à l'actif et au passif et l'inversion des transactions financières en 2022 ont été les plus fortes enregistrées depuis 2009. La suite de cet encadré se concentre plus en détail sur les principaux déterminants du repli – les investissements de portefeuille et les IDE.

⁵ Les flux liés aux investissements directs étrangers sont traditionnellement considérés comme la catégorie la moins volatile de flux internationaux de capitaux. Cf., par exemple, Eichengreen (B.), Gupta (P.) et Masetti (O.), « [Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#) », *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, p. 22–41. Toutefois, ces dernières années le rôle important des entreprises multinationales s'est accompagné d'une volatilité accrue, en particulier pour les petites économies ouvertes. Pour plus de détails, cf. Di Nino (V.), Habib (M.) et Schmitz (M.), « [Les entreprises multinationales, les centres financiers et leurs conséquences pour les déséquilibres extérieurs du point de vue de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2020.

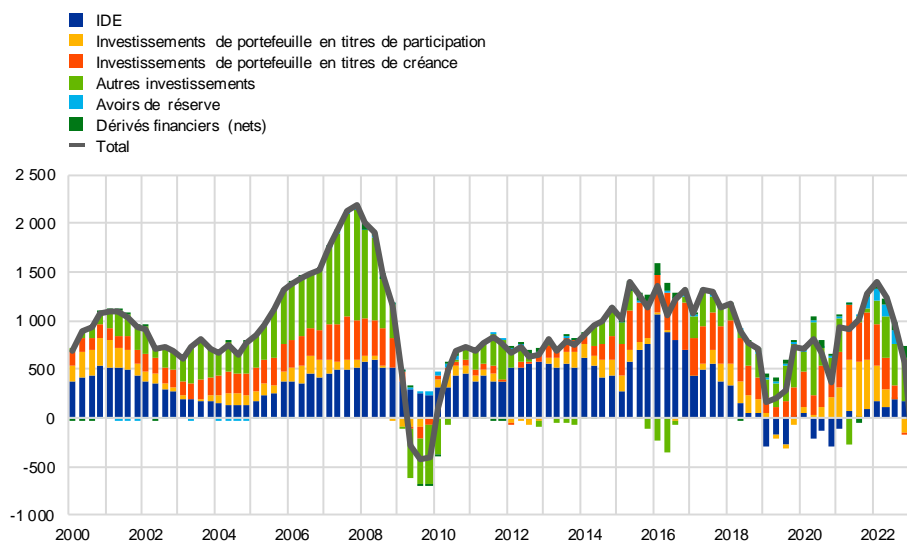
⁶ En 2022, les transactions dans la catégorie « autres investissements » se sont également inversées depuis des valeurs positives élevées – en particulier au passif – en raison principalement d'une baisse des dépôts des non-résidents de la zone euro détenus auprès de l'Eurosystème.

Graphique A

Compte financier de la zone euro

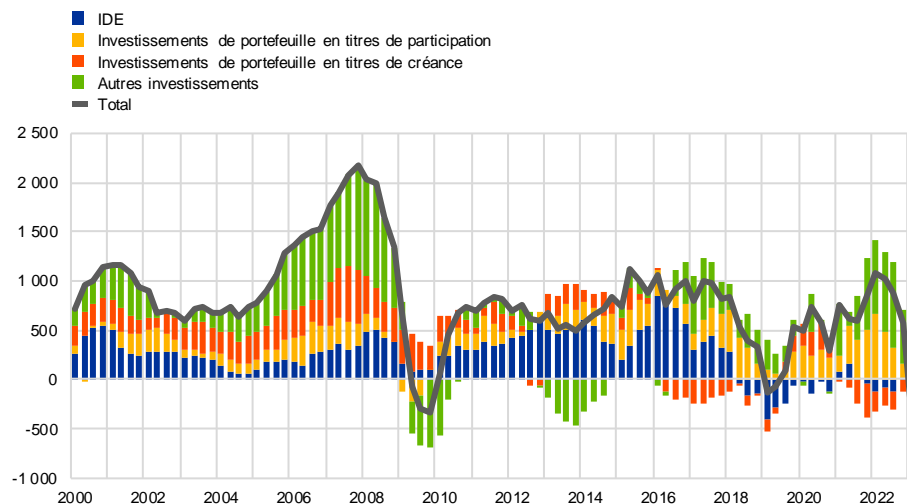
a) Actifs

(sommes mobiles sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



b) Passifs

(sommes mobiles sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : À l'actif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments hors zone euro par les investisseurs de la zone euro. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments de la zone euro par des investisseurs hors zone euro. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2022.

Le désengagement des investisseurs de la zone euro vis-à-vis des avoirs de portefeuille en 2022 résulte principalement des fonds d'investissement – qui tendent à être des investisseurs procycliques – tandis que les sociétés d'assurance et les fonds de pension ont compensé l'inversion des flux sortants dans une certaine mesure (graphique B). Les nouvelles séries disponibles dans les statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure globale de la zone euro fournissent une ventilation du secteur des

intermédiaires financiers non bancaires ⁷. Cette ventilation révèle, en particulier, l'importance des fonds d'investissement de la zone euro comme détenteurs de titres d'investissements de portefeuille émis par les non-résidents de la zone (qui représentaient 59 % du total des détentions de titres de participation et de titres de créance fin 2022) ⁸. En ligne avec ce résultat, la modification du profil des investissements de portefeuille de la zone euro, passés d'achats nets (790 milliards d'euros en 2021) à des cessions nettes (235 milliards d'euros en 2022) de titres de créance et de participation résulte dans une large mesure du secteur des fonds d'investissement. Généralement, les fonds d'investissement tendent à être des investisseurs procycliques, c'est-à-dire qu'ils vendent des titres en période de forte aversion pour le risque, induisant ainsi une volatilité des flux financiers, tandis que les sociétés d'assurance et les fonds de pension tendent à agir de manière contracyclique, en ligne avec les profils observés pour la zone euro en 2022 ⁹. De plus, les modifications des profils d'investissement en 2022 ont marqué la fin d'une phase prolongée de rééquilibrage à grande échelle des portefeuilles au profit des titres hors zone euro qui a débuté en 2014 lorsque la BCE a introduit des taux d'intérêt négatifs et lancé ses programmes d'achats d'actifs ¹⁰.

⁷ La nouvelle ventilation du secteur des intermédiaires financiers non bancaires inclut des données distinctes pour les fonds d'investissement, les sociétés d'assurance et les fonds de pension, et les autres institutions financières.

⁸ Les profils d'investissement des fonds d'investissement de la zone euro sont pertinents pour évaluer les expositions des investisseurs sous-jacents dans ces fonds, en particulier les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les ménages. Cf. Carvalho (D.) et Schmitz (M.), « *Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds* », *Review of International Economics*.

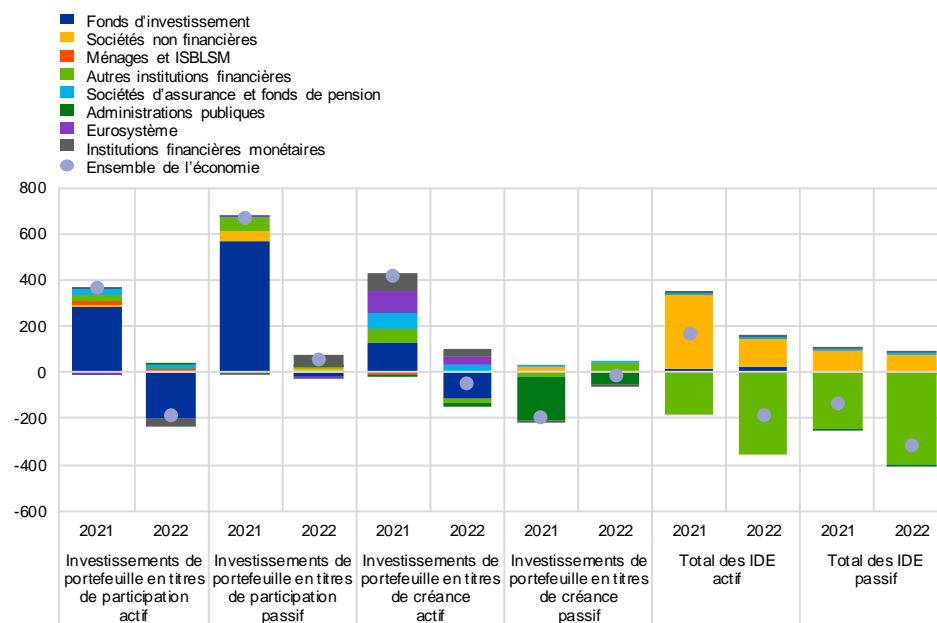
⁹ Cf. Timmer (Y.), « *Cyclical investment behavior across financial institutions* », *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n° 2, 2018, p. 268-286.

¹⁰ Le programme d'achats d'actifs de la BCE a été initié mi-2014, tandis que son programme d'achats d'urgence face à la pandémie a été lancé en mars 2020. Les achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de ces deux programmes ont été interrompus en 2022. Cf. Cœuré (B.), « *The international dimension of the ECB's asset purchase programme* », discours prononcé lors de la réunion du *Foreign Exchange Contact Group*, 11 juillet 2017 ; Lane (P.R.), « *The international transmission of monetary policy* », discours prononcé lors de la réunion du programme *International Macroeconomics and Finance* du CEPR, 14 novembre 2019 ; et Bergant (K.), Fidora (M.) et Schmitz (M.), « *International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme* », *Working Paper Series*, n° 2388, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2020.

Graphique B

Compte financier de la zone euro : sélection de postes par secteur résident

(sommes sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : À l'actif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments hors zone euro par les investisseurs de la zone euro. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments de la zone euro par des investisseurs hors zone euro. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2022. ISBSM signifie institutions sans but lucratif au service des ménages.

Géographiquement, le repli des investissements de portefeuille observé en 2022 s'est principalement concentré sur les titres émis par les économies avancées dans le cas des titres de participation, tandis que pour les titres de créance, il a été plus prononcé pour les titres émis par les économies de marché émergentes, en ligne avec la détérioration du sentiment des investisseurs internationaux (graphique C). La nouvelle ventilation des pays de

contrepartie de la zone euro permet une meilleure couverture des économies avancées (avec l'ajout de l'Australie, de la Norvège et de la Corée du Sud) et des économies de marché émergentes (qui incluent aussi désormais l'Argentine, l'Indonésie, le Mexique, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud et la Turquie). Ces nouvelles statistiques révèlent que les investisseurs de la zone euro ont réduit leur exposition aux titres de participation émis par des résidents des États-Unis, du Royaume-Uni et d'autres économies avancées en 2022. Pour les titres de créance, le tableau est plus nuancé : les investisseurs de la zone euro ont dans l'ensemble vendu un montant significatif de titres émis par des résidents d'économies de marché émergentes, de centres financiers extraterritoriaux et du Royaume-Uni. Parmi les économies émergentes, ces cessions nettes s'expliquent par des désinvestissements en titres émis en Chine, au Mexique et en Russie ¹¹. De plus, les cessions nettes de titres émis par des centres financiers extraterritoriaux concernent sans doute principalement des titres émis par des filiales d'entreprises

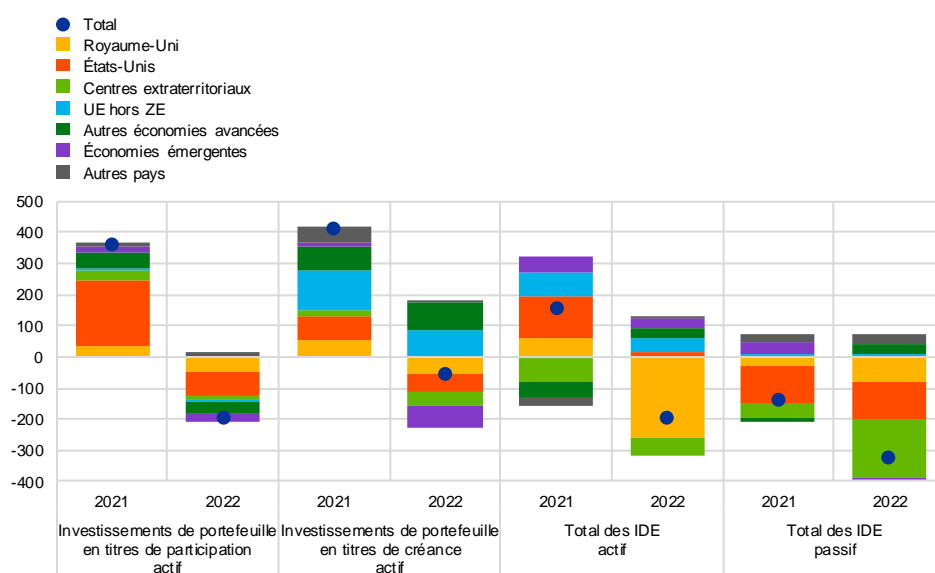
¹¹ Pour plus de détails sur la manière dont les investissements de la zone euro en Russie ont évolué, cf. Emter (L.), Fidora (M.), Pastoris (F.) et Schmitz (M.), « [Les relations de la zone euro avec la Russie : perspectives récentes tirées de la balance des paiements](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022.

établies dans des marchés émergents, en particulier la Chine ¹². Dans le même temps, les investisseurs de la zone euro ont réalisé d'importants achats nets de titres émis par d'autres économies avancées, en particulier par des résidents du Canada et du Japon, ce qui pourrait s'expliquer par une plus forte préférence pour les actifs sûrs.

Graphique C

Compte financier de la zone euro : sélection de postes par localisation de la contrepartie

(sommes sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : À l'actif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments hors zone euro par les investisseurs de la zone euro. Au passif, un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments de la zone euro par des investisseurs hors zone euro. « UE hors ZE » comprend les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les institutions et organes de l'UE considérés, à des fins statistiques, comme n'appartenant pas à la zone euro, tels que la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement. « Autres économies avancées » inclut l'Australie, le Canada, le Japon, la Norvège, la Corée du Sud et la Suisse. Les économies émergentes incluent l'Argentine, le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud et la Turquie. « Autres pays » recouvre tous les pays et groupes de pays non représentés dans le graphique ainsi que les transactions non allouées. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2022.

S'agissant des investissements de portefeuille étrangers dans la zone euro en 2022, les achats nets de parts de fonds d'investissement de la zone euro se sont taris, tandis que l'appétence des investisseurs étrangers pour les titres de créance de la zone euro s'est redressée avec le resserrement de l'orientation de la politique monétaire de la BCE (graphique B). Reflétant l'inversion observée à l'actif des fonds d'investissement de la zone euro, les investisseurs extérieurs à la zone sont devenus vendeurs nets de titres de participation émis par les fonds d'investissement de la zone euro dans un contexte de baisse de l'appétence pour le risque sur les marchés financiers internationaux à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine. La combinaison de l'important

¹² Selon des recherches récentes, l'investissement de la zone euro en obligations d'entreprises des marchés émergents est nettement plus important une fois pris en compte l'investissement en titres émis par des filiales extraterritoriales d'entreprises établies dans les marchés émergents. Cf. Beck (R.), Coppola (A.), Lewis (A.), Maggiori (M.), Schmitz (M.) et Schreger (J.), « *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area* », document de travail disponible sur le SSRN ; et Bergant (K.), Milesi-Ferretti (G.M.) et Schmitz (M.), « *Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe* », *CEPR Discussion Paper*, n° 17946, 2023.

secteur des fonds d'investissement dans la zone euro et de la base solide d'investisseurs hors zone euro – en particulier pour les fonds établis en Irlande et au Luxembourg – ont exercé un fort impact sur les flux financiers de la zone en 2022¹³. Dans le même temps, le sentiment des investisseurs étrangers à l'égard des titres de créance de la zone euro s'est amélioré en 2022. Alors que depuis 2015, on observait d'importantes cessions nettes de titres de créance de la zone euro (en particulier des obligations des administrations publiques, reflétant en partie le rôle important des non-résidents comme contrepartie des programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème), les cessions nettes se sont modérées en 2022, les taux directeurs de la BCE commençant à augmenter et l'Eurosystème interrompant les achats nets d'actifs. Dans un environnement de hausse des taux d'intérêt, les investisseurs hors zone euro sont devenus acheteurs nets de titres de créance émis par des entités du secteur des autres institutions financières (AIF) de la zone euro, qui incluent les véhicules financiers, après des cessions nettes les années précédentes.

Le repli des IDE reflète principalement des transactions réalisées par des entreprises multinationales dans des centres financiers de la zone euro, souvent liées à des entités *ad hoc*, tandis que les transactions sur IDE du secteur des sociétés non financières – qui sont plus étroitement liées à l'économie réelle – sont demeurées plus stables (graphique B)¹⁴. Du côté du passif de la zone euro, les désinvestissements des investisseurs directs étrangers sont ressortis à 317 milliards d'euros en 2022 (2,4 % du PIB de la zone euro). Ces désinvestissements sont le fait d'investisseurs résidant aux États-Unis et au Royaume-Uni, ainsi que de ceux de centres financiers extraterritoriaux (graphique C) et sont exclusivement intervenus vis-à-vis du secteur des AIF (403 milliards d'euros), qui inclut des entités *ad hoc* telles que les compagnies *holding*¹⁵. À la différence de ces flux d'IDE « financiarisés », plus volatils, les IDE dans les sociétés non financières de la zone euro se sont poursuivis à un rythme régulier, enregistrant 74 milliards d'euros d'investissements nets (graphique B). S'agissant des acquisitions nettes d'actifs au titre des IDE par les résidents de la zone euro, le repli observé résulte aussi principalement du secteur des AIF. La forte corrélation positive entre les actifs bruts au titre des IDE et les transactions au titre des passifs liées aux AIF suggère que ces flux « passent » souvent sans être absorbés dans l'économie domestique. Le repli des actifs au titre des IDE résulte largement de transactions vis-à-vis du Royaume-Uni liées à la restructuration d'une seule entreprise

¹³ Cf. Beck (R.), Coppola (A.), Lewis (A.), Maggiori (M.), Schmitz (M.) et Schreger (J.), « *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area* », document de travail disponible sur le SSRN.

¹⁴ Pour les IDE, des détails supplémentaires dépassant le champ de cet encadré ont été publiés pour les instruments de dette ventilés en titres de créance ; prêts ; et crédits commerciaux et avances.

¹⁵ Dans la période qui a suivi la crise financière mondiale, l'investissement (principalement par les investisseurs résidant aux États-Unis) dans des compagnies *holding* (souvent des entités *ad hoc*) résidentes de centres financiers de la zone euro sont devenues une composante de plus en plus importante des flux d'IDE au passif de la zone euro. 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, 17 février 2020.

multinationale ¹⁶. Les ventilations supplémentaires incluses dans les statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure globale de la zone euro indiquent que l'analyse économique des IDE tire profit d'une distinction plus détaillée des flux « financiarisés » ¹⁷.

¹⁶ Ces transactions importantes sont souvent liées aux restructurations d'un petit nombre d'entreprises multinationales présentes dans des centres financiers dans la zone euro, mais elles peuvent avoir un impact notable sur les flux d'IDE internationaux. Par exemple, les flux d'IDE internationaux ont baissé de 24 % en 2022 par rapport à l'année précédente, mais de 5 % seulement quand on exclut les transactions impliquant le Luxembourg. Selon les données tirées des « *FDI in Figures* », OCDE, avril 2023, le désinvestissement important au Luxembourg reflète principalement une opération par une entreprise de télécommunications multinationale individuelle.

¹⁷ Cette analyse sera encore améliorée avec la publication de statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure globale de la zone euro avec une ventilation distincte pour les entités *ad hoc*, qui est actuellement prévue pour le premier semestre 2024.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 8 février au 9 mai 2023

Jens Budde et Vladimir Tsonchev

Cet encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2023. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 8 février au 9 mai 2023 (la « période sous revue »).

Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi au cours de la période sous revue. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé ses trois taux directeurs de 50 points de base à chacune des réunions du Conseil des gouverneurs sur la période, c'est-à-dire le 2 février 2023 et le 16 mars 2023. Ces augmentations ont pris effet au cours des première et deuxième périodes de constitution respectivement.

L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a diminué durant la période sous revue. Cette diminution s'explique essentiellement par les remboursements anticipés et les arrivées à échéance dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), associés à une baisse graduelle dans la taille du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP). Dans le même temps, la diminution continue du solde des facteurs autonomes a apporté de la liquidité au système. Le solde des facteurs autonomes a poursuivi la baisse observée depuis la fin de l'environnement de taux d'intérêt négatifs en juillet 2022.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui se définit comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 220,4 milliards d'euros pour s'établir à 2 026,6 milliards. Par rapport aux septième et huitième périodes de constitution de 2022, cette diminution résulte presque entièrement d'une baisse de 218,4 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, à 1 861,3 milliards, qui s'explique principalement par un recul des facteurs autonomes de retrait de liquidité (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité ») et par une augmentation des facteurs autonomes d'apport de liquidité. Les réserves obligatoires ont légèrement diminué, de 2 milliards d'euros, ressortant à 165,3 milliards.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 136,5 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2 932 milliards, principalement en raison d'une baisse des dépôts des administrations publiques et des autres facteurs autonomes. Les dépôts des administrations publiques (cf. la partie du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de

62,9 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, ressortant à 369,7 milliards, l'essentiel de cette diminution étant intervenue au cours de la deuxième période de constitution des réserves. Cette baisse reflète une normalisation des coussins de liquidités détenus par les trésors publics nationaux et probablement un ajustement de leur stratégie de gestion de la trésorerie en anticipation de l'abaissement du plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques par les banques centrales nationales qui a pris effet le 1^{er} mai 2023. Après le 1^{er} mai, les dépôts des administrations publiques ont continué de diminuer pour revenir à moins de 300 milliards d'euros, vers des niveaux proches de ceux de début 2020, avant le début de la pandémie. La valeur moyenne des billets en circulation a diminué de 6,1 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 1 557,1 milliards d'euros. La réduction de la détention de billets et du montant des encaisses en numéraire observée depuis la fin de l'environnement de taux directeurs négatifs s'est poursuivie durant la période sous revue, mais à un rythme plus lent.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 81,8 milliards d'euros pour s'établir à 1 071 milliards. Si les avoirs extérieurs nets ont diminué de 18,5 milliards d'euros, les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 100,3 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Cette augmentation résulte en grande partie de la baisse des engagements en euros vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Cela reflète un ajustement dans la stratégie de gestion de la trésorerie des détenteurs de comptes dans le cadre des services de gestion des réserves de l'Eurosystème (*Eurosystem reserve management services*, ERMS), la rémunération des dépôts détenus dans le cadre des services de gestion des réserves de l'Eurosystème ayant été ajustée parallèlement à celle des dépôts des administrations publiques.

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

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

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 8 février 2023 – 9 mai 2023						Précédente période sous revue : 2 novembre 2022 – 7 février 2023	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 8 février – 21 mars		Deuxième période de constitution : 22 mars – 9 mai		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 932,0	(-136,5)	2 936,8	(-44,8)	2 927,8	(-8,9)	3 068,5	(-211,5)
Billets en circulation	1 557,1	(-6,1)	1 553,9	(-11,6)	1 559,8	(+5,9)	1 563,2	(-11,3)
Dépôts des administrations publiques	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	1 005,2	(-67,5)	1 002,6	(-40,6)	1 007,4	(+4,7)	1 072,7	(-87,5)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1 933,8)
Réserves obligatoires ²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Facilité de dépôt	4 045,4	(-241,1)	4 103,0	(+51,4)	3 996,0	(-107,0)	4 286,5	(+1 688,0)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

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

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

Avoirs

(moyennes; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 8 février 2023 – 9 mai 2023						Précédente période sous revue : 2 novembre 2022 – 7 février 2023	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 8 février – 21 mars		Deuxième période de constitution : 22 mars – 9 mai		Septième et huitième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 071,0	(+81,8)	1 057,8	(+75,4)	1 082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Avoirsexternes nets	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Avoirs nets libellés en euros	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
Instruments de politique monétaire	6 093,4	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,9	(-148,3)	6 570,9	(-505,4)
Opérations d'open market	6 093,3	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,8	(-148,4)	6 570,9	(-505,4)
Opérations de crédit	1 172,3	(-454,5)	1 234,2	(-70,3)	1 119,2	(-115,1)	1 626,8	(-497,9)
Opérations principales de refinancement	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Opérations TLTRO III	1 168,6	(-453,3)	1 230,5	(-69,2)	1 115,5	(-115,0)	1 621,9	(-496,8)
PELTRO	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 921,0	(-23,1)	4 939,0	(-3,1)	4 905,6	(-33,4)	4 944,1	(-7,5)

	Période sous revue actuelle : 8 février 2023 – 9 mai 2023						Précédente période sous revue : 2 novembre 2022 – 7 février 2023	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 8 février – 21 mars		Deuxième période de constitution : 22 mars – 9 mai		Septième et huitième périodes de constitution	
Facilité de prêt marginal	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement, « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme, et « PELTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie.

1) Avec l'arrêt des achats nets d'actifs, la décomposition de chaque portefeuille d'achats fermes de titres n'est plus présentée.

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 8 février 2023 – 9 mai 2023						Précédente période sous revue : 2 novembre 2022 – 7 février 2023	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 8 février – 21 mars		Deuxième période de constitution : 22 mars – 9 mai		Septième et huitième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	2 026,6	(-220,4)	2 043,8	(-123,7)	2 011,8	(-32,0)	2 247,0	(-259,6)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 861,3	(-218,4)	1 879,2	(-120,4)	1 846,0	(-33,2)	2 079,7	(-264,0)
Excédent de liquidité ³⁾	4 066,7	(-257,2)	4 129,4	(+50,3)	4 012,9	(-116,5)	4 323,9	(-245,8)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 8 février 2023 – 9 mai 2023						Précédente période sous revue : 2 novembre 2022 – 7 février 2023	
	Première et deuxième périodes de constitution		Première période de constitution : 8 février – 21 mars		Deuxième période de constitution : 22 mars – 9 mai		Septième et huitième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Facilité de prêt marginal	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Facilité de dépôt	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Indice Repo Funds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Source : BCE.

Notes : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation en points de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. L'€STR est le taux à court terme de l'euro.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

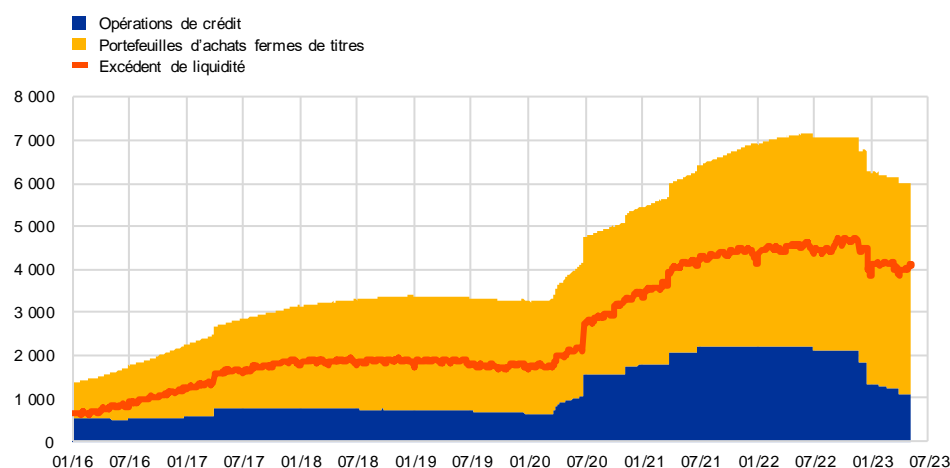
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 477,6 milliards d'euros pour s'établir à 6 093,4 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

La réduction de la liquidité s'explique principalement par une diminution des opérations de crédit. Les achats nets d'actifs au titre du programme d'achat d'urgence face à la pandémie de la BCE ont été interrompus fin mars 2022 ; depuis lors, l'Eurosystème réinvestit en totalité les montants arrivant à échéance. S'agissant de l'APP, conformément à la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE de ne pas réinvestir la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance à compter du 1^{er} mars 2023, les avoirs au titre de ce programme ont commencé à diminuer progressivement à un rythme moyen de 15 milliards d'euros par mois².

Graphique A

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 9 mai 2023.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 454,5 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette baisse reflète dans une large mesure la diminution des encours des TLTRO III en raison des remboursements anticipés et des arrivées à échéance. Les remboursements anticipés volontaires intervenus en février et mars 2023 se sont élevés à 36,6 milliards d'euros et 87,7 milliards, respectivement, et l'arrivée à échéance de montants au titre des TLTRO III en mars a entraîné une nouvelle baisse de 32,2 milliards des encours de TLTRO. Les remboursements de 499,4 milliards d'euros et 62,7 milliards au titre des TLTRO intervenus en

² Les titres détenus dans les portefeuilles d'achats fermes de titres sont comptabilisés au coût amorti et réévalués à la fin de chaque trimestre, ce qui a également un impact sur les moyennes totales et les variations de ces portefeuilles.

décembre 2022 et janvier 2023, respectivement, ont également contribué à cette baisse au cours de la période sous revue, leur effet sur la variation des moyennes des différentes périodes sous revue se faisant pleinement sentir seulement au cours de la période sous revue actuelle. Les évolutions des autres opérations de crédit ont été mineures.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a diminué de 257,2 milliards d'euros, pour s'établir à 4 066,7 milliards (graphique A). L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de refinancement des banques. Après avoir atteint un pic en septembre 2022 (à 4 800 milliards d'euros), l'excédent de liquidité a progressivement diminué, principalement à la suite des remboursements anticipés et des arrivées à échéance précédemment mentionnés dans le cadre des TLTRO III, nets des effets des facteurs autonomes.

Évolutions des taux d'intérêt

Le taux à court terme de l'euro (€STR) a augmenté de 99,2 points de base, passant de 1,90 % le 7 février, dernier jour de la précédente période sous revue, à 2,89 % le 9 mai, dernier jour de cette période sous revue, reflétant le resserrement de la politique monétaire de la BCE. La transmission des relèvements des taux directeurs de la BCE en février et en mars au marché monétaire en blanc a été complète et immédiate. En moyenne, l'€STR s'est établi 10 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue actuelle, comme lors des septième et huitième périodes de constitution de 2022.

Le taux des opérations de pension dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a augmenté de 98 points de base, passant de 1,90 % le 7 février à 2,88 % le 16 mars. La transmission des hausses des taux directeurs de la BCE au compartiment des opérations garanties du marché monétaire a été immédiate et complète. Le marché repo a continué de bien fonctionner grâce à plusieurs facteurs, notamment les mesures prises par certains bureaux de gestion de la dette nationaux fin 2022, un relèvement des limites applicables aux prêts de titres, une augmentation des émissions nettes depuis début 2023 et la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance des TLTRO, ainsi qu'une diminution des encours au titre de l'APP. De plus, le 7 février 2023, la BCE a annoncé que le plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème serait fixé à un niveau inférieur de 20 points de base à l'€STR à compter du 1^{er} mai 2023 et que la rémunération des dépôts détenus dans le cadre de l'ERMS serait également ajustée en conséquence. L'annonce a atténué les craintes que ce plafond de rémunération puisse revenir à 0 % après

l'expiration du plafond temporaire le 30 avril 2023, minimisant ainsi le risque d'effets défavorables sur le fonctionnement du marché résultant de modifications brutales des placements en liquidités des trésors publics nationaux et des banques centrales étrangères.

8 Divergences d'inflation et de compétitivité entre pays de la zone euro

Daniela Filip, Daphne Momferatou et Ralph Setzer

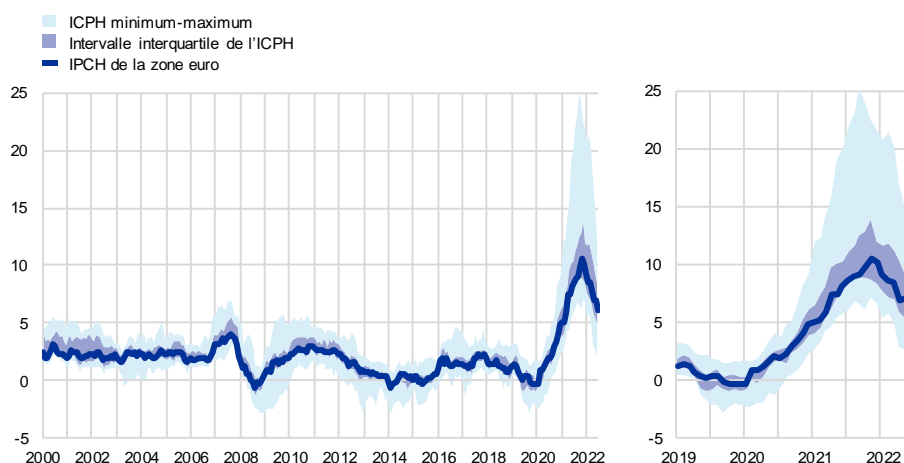
Les prix élevés de l'énergie et des matières premières, ainsi que les goulets d'étranglement du côté de l'offre, ont entraîné une forte inflation dans la zone euro et des écarts d'inflation plus importants entre les pays de la zone euro¹.

Les écarts d'inflation entre les pays, mesurés par l'intervalle interquartile, ont augmenté, passant de niveaux historiquement bas au cours de la période antérieure à la pandémie à des points hauts historiques fin 2022 et, bien qu'en baisse depuis lors, ils sont demeurés à des niveaux élevés. En mai 2023, les taux d'inflation dans les pays de la zone euro étaient compris entre 2,0 % au Luxembourg et 12,3 % en Lettonie et en Slovaquie (graphique A). Le contexte actuel d'inflation élevée s'explique principalement par des chocs d'offre défavorables liés à la hausse des prix de l'énergie et des matières premières, aux goulets d'étranglement du côté de l'offre et aux effets de la réouverture post-pandémie.

Graphique A

Écarts d'inflation mesurée par l'IPCH entre les pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'intervalle interquartile est la différence entre le 75^{ème} et le 25^{ème} percentile de la distribution entre pays de la zone euro (composition changeante). L'intervalle minimum-maximum correspond au taux de croissance de l'inflation le plus faible/élevé entre les pays de la zone euro pour chaque mois. Les dernières observations se rapportent à mai 2023 (estimation rapide).

Des écarts d'inflation persistants pourraient entraîner des déséquilibres

extérieurs. Les écarts d'inflation sont normaux dans une union monétaire, dans la mesure où ils reflètent des ajustements temporaires à des chocs ou sont associés à des processus de rattrapage. En outre, la politique budgétaire influe sur les écarts d'inflation dans la zone euro, notamment via des modifications de la fiscalité et des

¹ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « **Choc énergétique, compétitivité-prix et performances des exportations de la zone euro** », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

salaires de la fonction publique ². Toutefois, si ces écarts ne sont pas de courte durée ou ne reflètent pas la convergence du niveau des prix, ils peuvent indiquer des évolutions divergentes des coûts ou des inefficacités structurelles telles que des rigidités nominales et réelles sur le marché des biens et des services et sur le marché du travail. Des écarts d'inflation persistants pourraient entraîner des pertes de compétitivité-prix plus prolongées et une détérioration du solde des transactions courantes ³. Ces pertes de compétitivité peuvent engendrer des externalités négatives très problématiques, et des politiques structurelles pourraient *in fine* être nécessaires pour y remédier.

L'inflation élevée s'est répercutée sur la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires dans de nombreux pays de la zone euro.

Une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre nominaux, définis comme la rémunération des salariés par unité de PIB en volume est généralement considérée comme un facteur important à l'origine d'une hausse soutenue de l'inflation sous-jacente intérieure. Si l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre a été difficile à interpréter ces dernières années en raison de la comptabilisation des dispositifs de maintien de l'emploi et de la réallocation sectorielle affectant la dynamique des coûts unitaires de main-d'œuvre, elle fournit néanmoins des signaux utiles pour évaluer les risques, mentionnés précédemment, de divergences de compétitivité-prix entre pays de la zone euro ainsi que les tensions sur les coûts exercées par le marché du travail ⁴. Le choc sur l'offre d'énergie qui a alimenté l'inflation depuis mi-2021 s'est accompagné de fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre et de la croissance des bénéfices unitaires. D'une part, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 8 % dans la zone euro entre fin 2019 et fin 2022, en raison d'une forte augmentation de la rémunération par tête, tandis que la productivité a stagné. On observe une hétérogénéité significative entre les différents pays. Les plus fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre ont été enregistrées dans les pays baltes (jusqu'à 28 % en Lituanie), au Luxembourg et en Slovaquie. D'autre part, la croissance des bénéfices unitaires, définie comme l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte divisés par le PIB en volume, a dépassé la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. D'un point de vue comptable, et selon le déflateur du PIB, la croissance des bénéfices unitaires a ainsi davantage contribué à l'inflation intérieure que la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre ⁵. Cet écart était particulièrement important en Grèce, en Lettonie, à Chypre, en Slovaquie, à Malte, en Allemagne et en Estonie (graphique B). Cela suggère que les coûts d'intrants plus élevés, y compris ceux de l'énergie importée et d'autres biens intermédiaires, n'ont

² Cf. Checherita-Westphal (C.), Leiner-Killinger (N.) et Schildmann (T.), « *Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited* », *Working Paper Series*, n° 2774, BCE, 2023.

³ Cf. Obstfeld (M.) et Rogoff (K.), « *The unsustainable US current account position revisited* », *NBER Working Paper*, n° 10869, 2004, et Groupe de travail du Système européen de banques centrales sur la modélisation économétrique, « *Competitiveness and external imbalances within the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 139, BCE, 2012.

⁴ Cf. Giordano (C.) et Zollino (F.), « *Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries* », *Working Paper Series*, n° 1789, BCE, 2015.

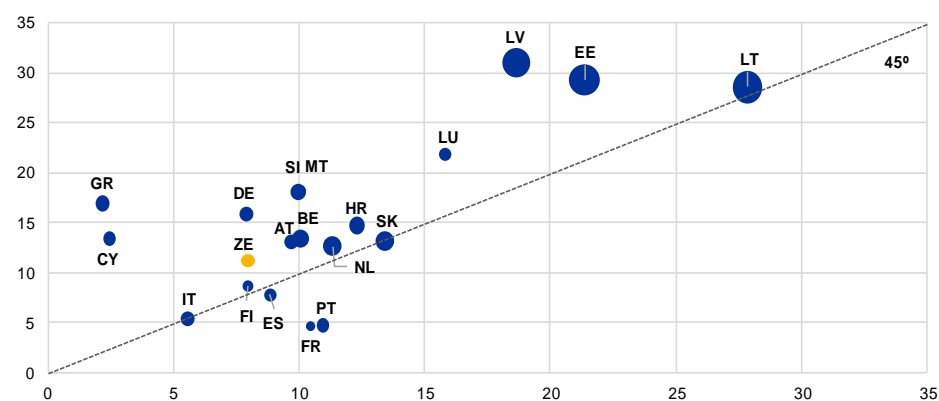
⁵ Cf. Arce (O.), Hahn (E.) et Koester (G.), « *How tit-for-tat inflation can make everyone poorer* », *The ECB Blog*, BCE, 30 mars 2023.

pas été amortis par les bénéfices et n'ont pas eu d'impact négatif sur les bénéfices unitaires ⁶.

Graphique B

Croissance des bénéfices unitaires et croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre

(axe des abscisses : variation cumulée en pourcentage des coûts unitaires de main-d'œuvre sur la période 2019-2022 ; axe des ordonnées : variation cumulée en pourcentage des bénéfices unitaires sur la période 2019-2022 ; taille des bulles : taux de variation annuel moyen de l'IPCH en 2022)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les coûts unitaires de main-d'œuvre sont définis comme la rémunération par tête divisée par la productivité du travail. Les bénéfices unitaires sont définis comme l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte divisés par le PIB en volume. Les données relatives à l'Irlande ne sont pas incluses.

Les évolutions du compte des transactions courantes suggèrent que peu de progrès ont été accomplis dans la correction des déséquilibres.

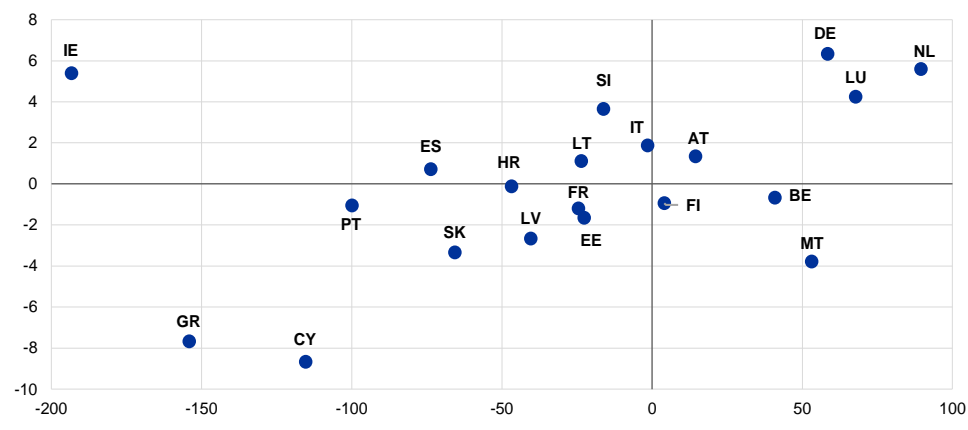
Durant les années précédant la pandémie, un processus de rééquilibrage intra-zone euro est intervenu sous la forme d'une forte correction des coûts unitaires de main-d'œuvre et d'une amélioration du solde du compte des transactions courantes dans les pays présentant initialement une faible compétitivité et d'importants engagements extérieurs nets. Ce rééquilibrage a été partiel en raison d'importantes rigidités sur les marchés du travail et des biens et services avant d'être interrompu par la pandémie en 2020/2021 et, ensuite, par la flambée des prix mondiaux de l'énergie. Ces évolutions ont entraîné une détérioration du solde du compte des transactions courantes de la zone euro, de 2,2 % du PIB en 2019 à - 1,0 % du PIB en 2022. Les pays déficitaires comme les pays excédentaires ont été affectés. Fin 2022, les positions extérieures de plusieurs pays étaient inférieures aux seuils définis par les indicateurs du tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) de la Commission européenne. Chypre et la Grèce demeurent au-dessous du seuil de - 35 % du PIB pour la position extérieure globale nette et du seuil de - 4 % du PIB pour le compte des transactions courantes. S'agissant des autres pays dont les engagements extérieurs sont élevés, le compte des transactions courantes est fortement négatif en Slovaquie, légèrement négatif au Portugal et légèrement positif en Espagne. Dans le même temps, le compte des transactions courantes des principaux pays créanciers nets est demeuré fortement positif, même s'il a considérablement baissé en Allemagne (graphique C).

⁶ Pour une analyse de la manière dont les bénéfices ont contribué à l'inflation dans la zone euro, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique C

Solde du compte des transactions courantes et position extérieure globale nette

(axe des abscisses : position extérieure globale nette en pourcentage du PIB au quatrième trimestre 2019 ; axe des ordonnées : solde du compte des transactions courantes en pourcentage du PIB, moyenne sur trois ans (2020-2022)).



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Les indicateurs de compétitivité harmonisés (ICH) fondés sur les déflateurs du PIB identifient globalement le même groupe de pays pour lesquels les pertes de compétitivité ont été les plus élevées depuis le début de la pandémie.

Les ICH fournissent une mesure plus large de la compétitivité-prix car ils prennent en compte : a) les évolutions du taux de change de l'euro par rapport aux principaux partenaires commerciaux des pays de la zone euro, b) les évolutions relatives des indicateurs de coûts parmi les partenaires commerciaux, et c) les évolutions des parts dans les échanges commerciaux⁷. Les variations de l'ICH fondé sur le déflateur du PIB entre 2019 et 2022 indiquent que les pays baltes et le Luxembourg ont enregistré de fortes pertes de compétitivité-prix par rapport à leurs concurrents. S'agissant des pays baltes, le processus de rattrapage des niveaux de revenus, communément appelé effet Balassa-Samuelson, ne constituerait pas une perte de compétitivité et pourrait expliquer en partie l'appréciation réelle⁸.

Dans l'ensemble, les variations de la compétitivité-prix depuis la pandémie ne semblent avoir ni aggravé ni résorbé davantage les déséquilibres extérieurs.

Les dernières données sur les ICH (graphique D) n'indiquent pas clairement si le processus de rééquilibrage antérieur à la pandémie reprendra. Les positions extérieures nettes fortement débitrices de certains pays de la zone euro se sont réduites depuis 2019 grâce à une croissance du PIB nominal plus élevée. Cependant, six pays ont dépassé le seuil de la PDM de 35 % du PIB pour les engagements extérieurs nets au dernier trimestre 2022⁹. Pour assurer un

⁷ Les ICH des États membres de la zone euro sont équivalents, sur le plan conceptuel, aux taux de change effectifs réels d'une devise. Pour plus d'informations, cf. cette [page internet de la BCE](#). Dans cet encadré, on utilise la mesure de l'ICH fondée sur le déflateur du PIB car elle prend en compte le prix de tous les biens et services produits dans le pays, y compris l'impact des coûts des consommations intermédiaires en plus de la main-d'œuvre.

⁸ Pour plus de détails sur l'impact de l'effet Balassa-Samuelson sur les économies de la zone euro, cf. Diaz del Hoyo (J.L.), Dorrucchi (E.), Ferdinand Heinz (F.) et Muzikarova (S.), « *Real convergence in the euro area : a long-term perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 203, BCE, 2017.

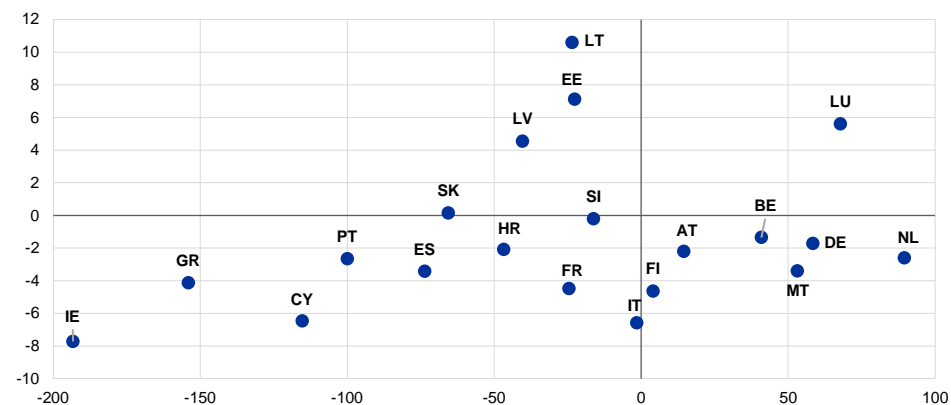
⁹ En Irlande et à Chypre, la position extérieure globale nette est fortement affectée par des activités propres aux entreprises multinationales et aux entités *ad hoc* sans liens directs avec l'économie nationale. Exclure ces activités se traduirait par une position extérieure nette débitrice moins élevée.

rééquilibrage durable, de nouveaux ajustements relatifs des prix sont nécessaires. Pour les pays de la zone euro ayant des engagements extérieurs nets élevés, cela nécessite des gains de compétitivité-prix via une croissance plus faible des coûts unitaires de main-d'œuvre et/ou une croissance plus faible des bénéfices unitaires.

Graphique D

Position extérieure globale nette et ICH

(axe des abscisses : position extérieure globale nette en pourcentage du PIB au quatrième trimestre 2019 ; axe des ordonnées : ICH (fondé sur les déflateurs du PIB) variation cumulée en pourcentage (2019-2022)).



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les ICH fondés sur les déflateurs du PIB fournissent une vue d'ensemble de la compétitivité-prix de chaque pays de la zone euro par rapport à ses principaux concurrents sur les marchés internationaux (zone euro-20 et groupe de partenaires commerciaux du taux de change effectif-41). Ces indicateurs sont calculés sur la base des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux par rapport aux devises des partenaires commerciaux de chaque pays de la zone euro et sont déflatés à l'aide des déflateurs du PIB, qui sont, dans certains pays, affectés par les activités des entreprises multinationales (Irlande) ou des véhicules *ad hoc* (Chypre). Des valeurs positives des ICH indiquent une perte de compétitivité-prix ; des valeurs négatives des ICH indiquent un gain de compétitivité-prix. La page internet de la BCE relative aux [indicateurs de compétitivité harmonisés](#) fournit de plus amples informations sur les ICH.

Article

1 Le rôle de l'offre et de la demande dans la reprise post-pandémie en zone euro

Roberto A. De Santis et Grigor Stoevsky

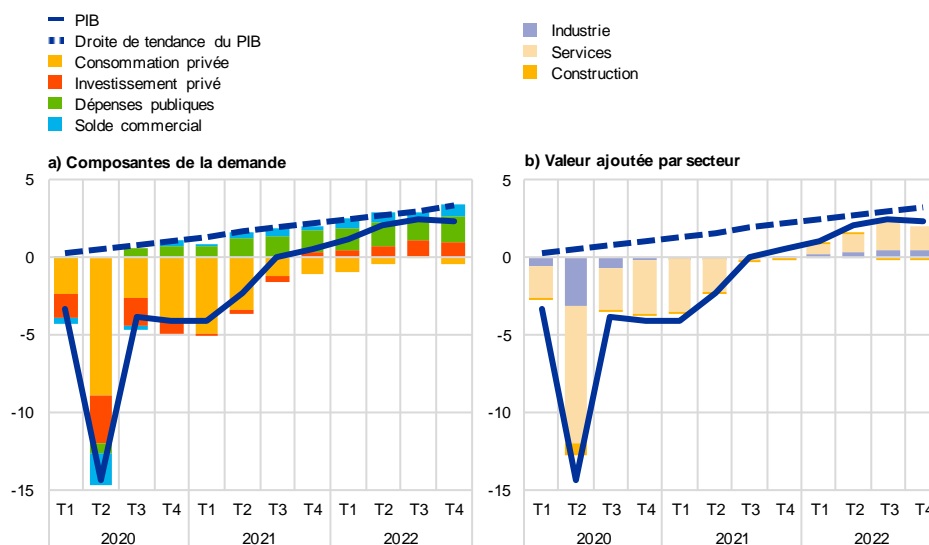
1 Introduction

Cet article évalue les facteurs qui ont provoqué le fort ralentissement de l'activité économique dans la zone euro en 2020 et déterminé la reprise économique qui s'est ensuivie. Les confinements généralisés qui ont débuté en mars 2020, mis en œuvre pour limiter la propagation de la pandémie de coronavirus (COVID-19), ont provoqué des perturbations mondiales de l'offre et ont considérablement réduit la demande. Par conséquent, la production dans la zone euro a fortement diminué et le commerce international s'est effondré. L'économie de la zone euro a enregistré une reprise vigoureuse après la levée des premiers confinements stricts en 2020, malgré les chocs négatifs qui se sont produits en 2021 et 2022 en lien avec les goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre, la crise de l'énergie et l'incertitude générée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le PIB de la zone euro a diminué de 6,1 % en 2020, avant de rebondir de 5,3 % en 2021 et de s'inscrire à nouveau en hausse de 3,5 % en 2022. Fin 2022, la production dans la zone euro était supérieure de 2,4 % à son niveau d'avant la pandémie, mais inférieure de 0,9 point de pourcentage à sa tendance linéaire pré-pandémie extrapolée, en grande partie grâce au soutien solide des politiques publiques (graphique 1, partie a). Les évolutions au niveau sectoriel ont été hétérogènes. Les services ont été principalement affectés par les différentes mesures d'endiguement, ce qui a entraîné une reprise différée de l'activité dans ce secteur en 2021 (graphique 1, partie b). La production dans l'industrie et dans la construction a également été freinée par les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement, les chocs sur l'énergie et les pénuries de main-d'œuvre, bien que les deux premiers facteurs se soient récemment atténués significativement.

Graphique 1

PIB en volume – ventilation par composantes de la demande et par valeur ajoutée par secteur

(indice : T4 2019 = 0, en pourcentages et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La tendance déterministe pré-COVID-19 est estimée en régressant le logarithme du PIB en volume sur une constante et sur une tendance linéaire au cours de la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le quatrième trimestre 2019. Compte tenu de l'impact disproportionné des transactions hautement volatiles liées à des actifs incorporels en Irlande sur l'investissement et les importations de la zone euro (cf. la note de bas de page n° 2), l'investissement privé dans la zone euro est présenté en excluant l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande, tandis que les importations sont présentées après élimination des importations de services en Irlande. Les « dépenses publiques » comprennent la consommation publique et l'investissement public. Dans la partie b), l'« industrie » exclut la valeur ajoutée dans la construction. En raison de différences statistiques entre le PIB et la valeur ajoutée brute totale, les contributions de l'industrie, des services et de la construction ne correspondent pas au total du PIB dans la partie b).

Depuis 2020, l'activité dans la zone euro a été déterminée par trois principaux facteurs exogènes : la réouverture de l'économie après les confinements (soutenue par les politiques budgétaires), les perturbations mondiales de l'offre et la guerre menée par la Russie en Ukraine. Après l'assouplissement des premiers confinements stricts en mai 2020, la production a immédiatement augmenté et l'économie s'est largement ouverte. La demande s'est également en partie redressée, soutenue par d'importantes mesures de relance monétaire et budgétaire, même si la présence des mesures d'endiguement et les préoccupations sanitaires ont continué de restreindre les occasions de consommer. Par la suite, avec l'évolution de la situation épidémiologique, les politiques d'endiguement ont varié d'un pays à l'autre dans le monde entier et les mesures ont été renforcées ou assouplies de manière asynchrone. Cette situation, conjuguée aux pénuries résultant de la perte de conteneurs maritimes à l'échelle mondiale, a contribué à la formation de nouveaux goulets d'étranglement imprévus et soudains dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. La montée des tensions géopolitiques à l'automne 2021 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022 ont entraîné une flambée des prix de l'énergie et amplifié les perturbations de l'offre en cours, tout en contribuant à une augmentation de l'incertitude économique avec des répercussions négatives sur l'activité domestique.

Cet article analyse l'ampleur et les canaux via lesquels les trois facteurs précédemment mentionnés ont affecté la demande et la production.

La section 2 s'intéresse à la composition de la demande du PIB, en se concentrant sur les principaux facteurs qui ont déterminé les dynamiques du revenu, de l'épargne, de la consommation et de l'investissement des ménages. La section 3 analyse la production, en se concentrant sur les secteurs les plus touchés par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les chocs sur l'énergie. L'article compare également les reprises économiques post-pandémie dans la zone euro et aux États-Unis (encadré 1), examine le rôle de la politique budgétaire dans le cycle d'activité en 2021 et 2022 (encadré 2) et présente une évaluation de l'importance relative des différents chocs qui ont caractérisé la reprise après la pandémie à l'aide d'un modèle empirique structurel (encadré 3). Même si la politique monétaire a soutenu la reprise économique en 2021-2022, une analyse détaillée de cet impact dépasse le cadre de cet article ¹. La section 4 apporte une conclusion.

2 Le rôle de la demande

La reprise de la demande agrégée n'a pas été uniforme dans l'ensemble des composantes. La consommation privée a été affectée négativement par les vagues de restrictions imposées pour limiter la propagation de la pandémie, ce qui a entraîné des chocs de demande fortement négatifs en 2020 (encadré 3).

La consommation privée a enregistré une reprise relativement lente et n'a retrouvé son niveau pré-pandémique qu'au troisième trimestre 2022, soit quatre trimestres après le PIB en volume. Cela résulte en partie du fait que la pandémie est survenue en plusieurs vagues successives, et s'est accompagnée de mesures d'endiguement et de préoccupations sanitaires qui ont restreint les occasions de consommer.

En revanche, la consommation publique et l'investissement public ont immédiatement soutenu la reprise du PIB, dépassant leur niveau d'avant la pandémie à partir du troisième trimestre 2020 pour ensuite continuer de croître. Cela reflète le soutien lié à la pandémie et à l'énergie apporté entre 2020 et 2022 (encadré 2). L'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est également redressé relativement rapidement, dépassant, dès fin 2020, son niveau d'avant la pandémie. À l'inverse, l'investissement privé hors construction s'est effondré lors de la première vague de la pandémie et, malgré le rebond qui a suivi, il ne s'est pas redressé avant le quatrième trimestre 2021. Les exportations nettes (abstraction faite de la volatilité résultant des transactions liées à des actifs incorporels en Irlande) ont également enregistré une forte baisse pendant les premiers confinements en 2020. Cependant, la composante solde commercial du PIB de la zone euro s'est ensuite rapidement redressée, dépassant son niveau pré-pandémie dès le quatrième trimestre 2020,

¹ Pour une évaluation complète du rôle de la politique monétaire, cf. Lagarde (C.), « [La politique monétaire dans la zone euro](#) », conférence Karl Otto Pöhl, organisée par la Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Francfort, 20 septembre 2022 ; et Lane (P.R.), « [The euro area hiking cycle: an interim assessment](#) », conférence Dow au National Institute of Economic and Social Research, Londres, 16 février 2023. Cf. également l'encadré intitulé « [Une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique du resserrement de la politique monétaire de la BCE depuis décembre 2021](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

les exportations ayant enregistré un rebond plus vigoureux que les importations (graphique 1, partie a) ².

Les évolutions de la consommation privée ont présenté un retard par rapport à la résilience du revenu disponible agrégé. Le revenu disponible réel a fortement bénéficié des dispositifs de maintien de l'emploi depuis 2020. L'important soutien budgétaire déployé par les gouvernements de la zone euro pendant la pandémie a atténué les risques pour les entrepreneurs et les salariés, et a évité les faillites généralisées. Bien que la rémunération des salariés ait enregistré une forte baisse en 2020 (graphique 2), celle-ci a dans l'ensemble été plus qu'amortie par le soutien budgétaire, la mise en œuvre de mesures, telles que les dispositifs de maintien de l'emploi, ayant apporté une forte contribution positive au revenu disponible via la fiscalité directe, les cotisations sociales et les transferts (encadré 2). En outre, les mesures de politique monétaire prises à cette période par la BCE ont contribué au maintien de conditions de financement favorables. La rémunération du travail s'est fortement redressée en 2021-2022 et a constitué le principal contributeur à la croissance du revenu disponible réel pendant ces deux années ³. À partir de mi-2021, l'impulsion donnée à la consommation qui en a résulté a été en partie contrebalancée par la flambée des prix de l'énergie, qui a apporté une forte contribution négative à la croissance du revenu disponible réel en 2022 via une détérioration des termes de l'échange ⁴. Toutefois, son impact négatif sur les dépenses a été amorti par une résorption progressive (bien qu'incomplète) des flux d'épargne exceptionnellement élevés, ainsi que par des évolutions positives du revenu du travail et du revenu hors travail. Les restrictions liées à la pandémie, conjuguées aux mesures publiques de soutien au revenu, ont entraîné une augmentation sans précédent de l'épargne des ménages, qui a représenté 25 % du revenu disponible au deuxième trimestre 2020 ⁵. Bien qu'il ait ensuite diminué, le ratio d'épargne est resté supérieur à son niveau d'avant la pandémie, se traduisant par l'accumulation d'un « excédent » d'épargne de 930 milliards d'euros environ au quatrième trimestre 2022, soit 11,4 % du revenu disponible annuel. Toutefois, cette épargne liée à la pandémie a été principalement accumulée dans des actifs illiquides, elle est concentrée au sein des ménages les plus aisés et a été partiellement érodée en termes réels par la forte inflation récente. Ces facteurs sont

² L'investissement privé et le solde commercial de la zone euro ont été affectés de manière disproportionnée par l'évolution très volatile des droits de propriété intellectuelle en Irlande. Les calculs font ici abstraction de la forte volatilité qui en a résulté. Cf. l'encadré intitulé « [Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023. Pour une discussion plus approfondie de l'investissement des entreprises après la pandémie, cf. de l'article intitulé « [La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

³ Généralement, une augmentation du revenu du travail fournit un soutien plus important à la consommation que d'autres sources de revenu car il est associé à une propension marginale à consommer plus importante. Cf. l'article intitulé « [Politique monétaire et inégalités](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021 ; et Slačálek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.L.), « *Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area* », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 115, Article 103879, juin 2020.

⁴ Cf. l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

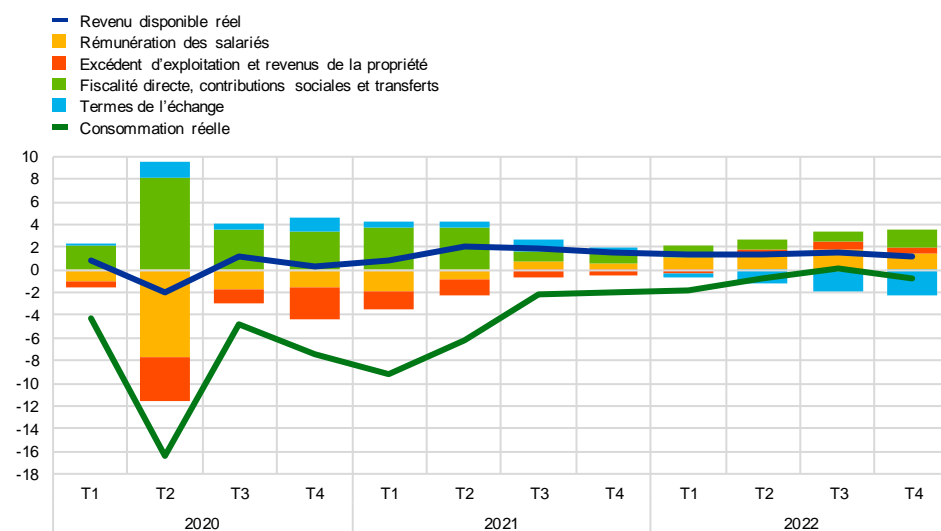
⁵ Cf. l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021. Cf. également l'encadré intitulé « [L'épargne des ménages pendant la pandémie de COVID-19 et ses conséquences pour le redressement de la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

tous susceptibles de limiter le soutien apporté par cette épargne accumulée à la croissance de la consommation ⁶.

Graphique 2

Composantes du revenu disponible réel et consommation réelle

(indice : T4 2019 = 0, en pourcentages et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le revenu disponible est déflaté par le déflateur de la consommation privée, tandis que ses composantes sont déflatées par le déflateur du PIB. Les « termes de l'échange » sont calculés comme le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Dans l'ensemble des composantes, la consommation de services, en particulier les activités nécessitant de nombreux contacts, comme les services de voyages, d'hébergement et de restauration, ont joué un rôle majeur pendant et après la pandémie. La demande de services nécessitant de nombreux contacts a fortement contribué à la baisse de la consommation pendant les phases aiguës de la pandémie puis au redressement de la consommation qui a suivi ⁷.

La consommation de services n'est revenue à son niveau d'avant la pandémie qu'au troisième trimestre 2022 (graphique 3). La consommation de biens durables, qui est généralement procyclique et très volatile, a rebondi rapidement après les confinements, mais elle a été affectée par d'importantes contraintes d'offre à l'échelle mondiale en 2021-2022. Dans le même temps, les dépenses de biens non durables et semi-durables ont moins été affectées que les dépenses de services pendant la pandémie et avaient déjà retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie mi-2021. Toutefois, la consommation de biens non durables et semi-durables a pâti des répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la forte hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires qui en a résulté ayant contribué à une diminution de cette composante de la dépense en 2022.

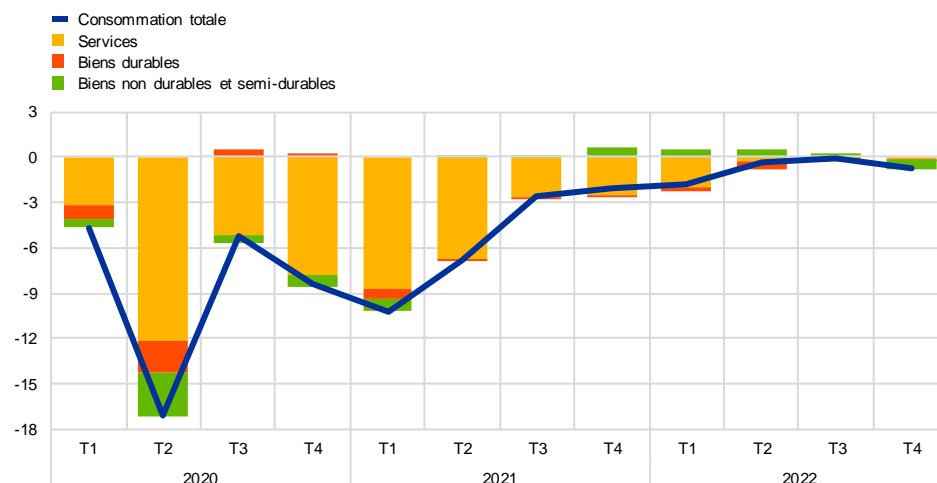
⁶ Pour une analyse plus approfondie, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

⁷ Cf. l'encadré intitulé « *Évolutions et perspectives économiques des services nécessitant de nombreux contacts dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

Graphique 3

Composantes de la consommation privée

(indice : T4 2019 = 0, en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

Pendant la phase de réouverture après la pandémie, la croissance de la consommation privée a été freinée par la hausse des prix de l'énergie, l'incertitude croissante et le durcissement des conditions de financement, notamment la hausse des taux d'intérêt⁸. La flambée des coûts de l'énergie après l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est traduite par une forte hausse de l'incertitude et des anticipations d'inflation des consommateurs, ainsi que par une forte baisse de la confiance des consommateurs, qui s'est établie à des niveaux extrêmement bas en septembre 2022 (graphique 4). Même si l'incertitude des consommateurs s'est modérée depuis octobre 2022, elle est restée élevée d'un point de vue historique, et ses répercussions économiques négatives ont été considérables en 2022⁹. Avec l'atténuation des préoccupations liées à l'offre de gaz et la baisse des prix de l'énergie, la confiance des consommateurs a commencé à s'améliorer, bien qu'elle demeure à un niveau bas, et les anticipations des consommateurs en ce qui concerne les tendances des prix ont baissé au-dessous de leur niveau historique début 2023. Cependant, la croissance de la consommation privée a été de plus en plus affectée par le resserrement en cours de la politique monétaire et le durcissement associé des conditions de financement.

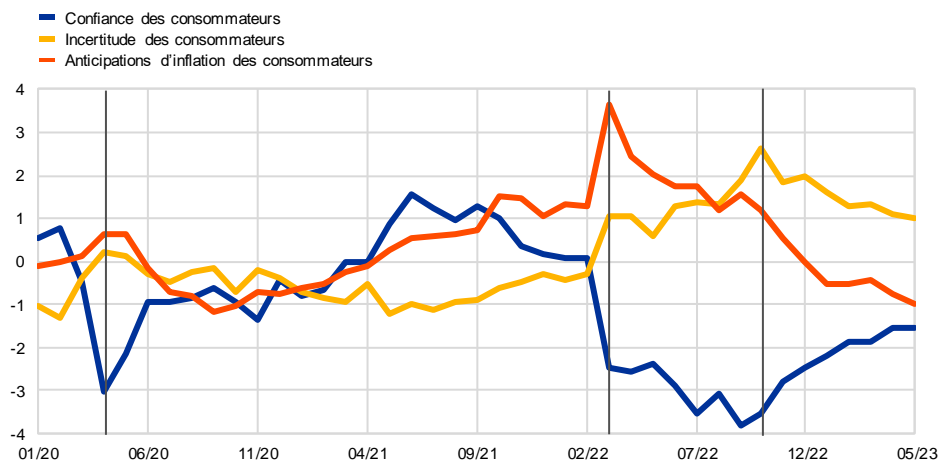
⁸ Cf. l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

⁹ Cf. l'encadré intitulé « [L'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur l'activité de la zone euro via le canal de l'incertitude](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

Graphique 4

Confiance, incertitude et anticipations d'inflation des consommateurs

(soldes en pourcentage normalisés)



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

Notes : La confiance et les anticipations d'inflation des consommateurs sont normalisées sur la période 1985-2019 ; l'incertitude des consommateurs est normalisée sur la période avril 2019-mai 2023. Les lignes verticales correspondent aux points de retournement d'avril 2020, de mars 2022 et d'octobre 2022. Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

S'agissant de l'investissement, le fort rebond initial de la composante immobilière résidentiel a reflété les besoins spécifiques à la pandémie et l'environnement de financement favorable.

Depuis début 2021, les ménages ont également alloué une petite part de cette orientation vers l'épargne à la formation de capital¹⁰. Cependant, la forte hausse de l'incertitude et le durcissement progressif des conditions de financement en 2022 ont entraîné un ralentissement de plus en plus important de l'activité d'investissement dans l'immobilier résidentiel (graphique 5, partie a)¹¹. En revanche, l'investissement hors construction dans la zone euro, qui a diminué pendant la pandémie, a mis plus de temps à se redresser par la suite. Bien que son rebond ait été significatif, il a varié considérablement selon les pays, les entreprises et les types d'investissement, et il a été plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis (encadré 1)¹². Même si le redressement de l'investissement hors construction a également bénéficié d'importantes mesures de soutien des autorités publiques, des facteurs défavorables tels que l'incertitude accrue, les hausses des coûts de l'énergie et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont entraîné un niveau relativement élevé d'épargne par les entreprises et retardé les décisions d'investissement (graphique 5, partie b). Toutefois, le renforcement des tendances structurelles depuis la pandémie, notamment les progrès en matière de transformation numérique et de verdissement de l'économie de la zone euro, les fonds *Next Generation EU* (NGEU) servant de catalyseur, a

¹⁰ Cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

¹¹ Cf. Battistini (N.), Falagiarda (M.), Hackmann (A.) et Roma (M.), « *Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions* », *Working Paper Series*, n° 2752, BCE, novembre 2022. Cf. l'encadré intitulé « *Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

¹² Cf. l'article intitulé « *La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

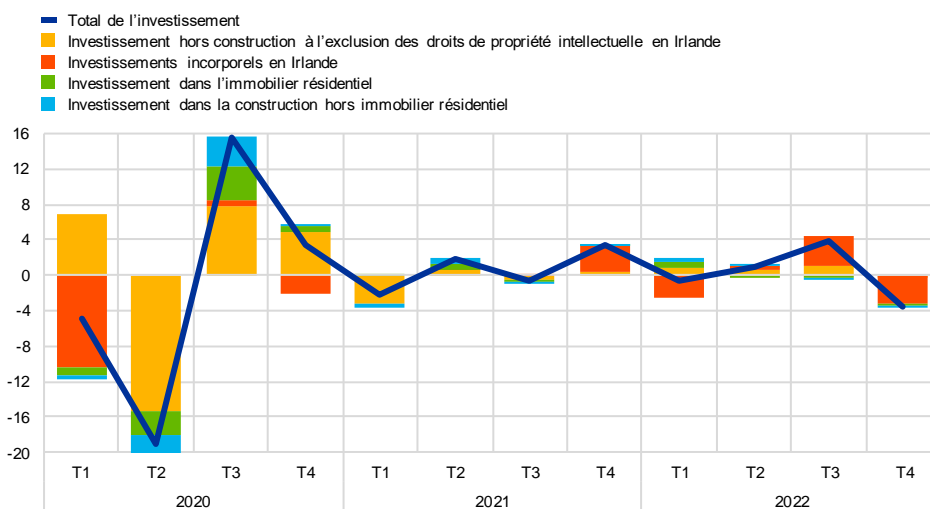
récemment soutenu la croissance de la demande d'investissement hors construction.

Graphique 5

Décomposition et facteurs principaux de la croissance de l'investissement

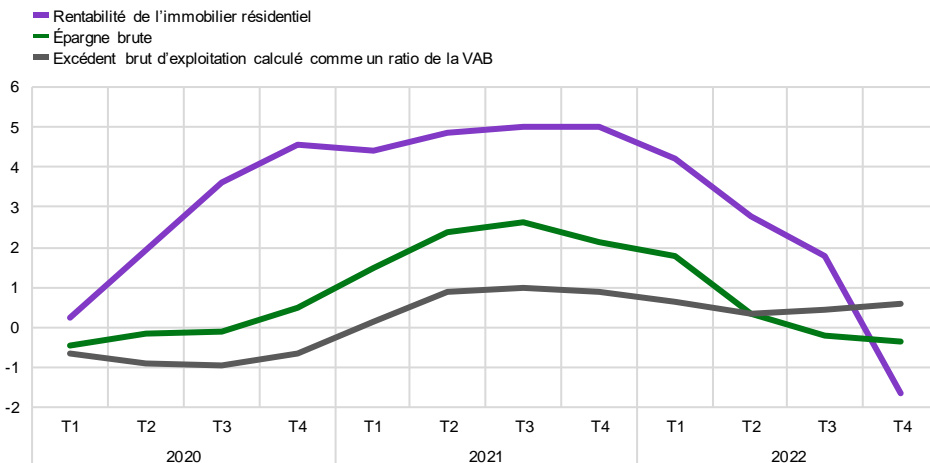
a) Décomposition

(variations trimestrielles en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



b) Facteurs principaux

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie b), la « rentabilité de l'immobilier résidentiel » correspond au rapport entre l'indice des prix de l'immobilier résidentiel et le déflateur de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, dimensionné à zéro au quatrième trimestre 2019. L'« épargne brute » correspond aux bénéfices non distribués par les sociétés non financières (SNF), divisés par la valeur ajoutée brute spécifique aux différents secteurs. L'« épargne brute » et l'« excédent brut d'exploitation » (et le revenu mixte) des SNF calculés comme le ratio de la valeur ajoutée brute (VAB) spécifique aux différents secteurs sont présentés sous forme d'écart (en points de pourcentage) par rapport aux moyennes historiques observées sur la période 2015-2019, à 24,2 % et 40,2 % respectivement. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

La composante exportations nettes du PIB s'est rapidement redressée à mesure que les exportations de produits manufacturiers ont fortement rebondi, tandis que la croissance des importations a été plus contenue.

Bien que les exportations de services, en particulier le tourisme, aient bénéficié de l'assouplissement puis de la levée des restrictions liées à la pandémie, en ce qui concerne les biens, la dynamique s'est modérée en 2021, les goulets d'étranglement

au niveau de l'offre ayant touché les principaux secteurs exportateurs et elle a été de nouveau freinée au premier semestre 2022 avec l'intensification des contraintes d'offre. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont atténuées au second semestre 2022, mais la croissance des exportations de la zone euro est restée atone, car la demande mondiale s'est affaiblie. La croissance des importations a été soutenue par la reconstitution des stocks en 2021-2022 et la constitution de stocks d'énergie en 2022 dans un contexte d'incertitude accrue quant aux prix futurs et à la disponibilité de l'énergie. Dans l'ensemble, abstraction faite de la volatilité au niveau trimestriel, les exportations nettes ont apporté une contribution de plus en plus positive au niveau du PIB en 2021-2022.

Encadré 1

Comparaison des évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis depuis la pandémie

Malin Andersson, Ryan Minasian et Michel Soudan

Cet encadré compare les reprises économiques post-pandémie dans la zone euro et aux États-Unis. Durant la pandémie, la production s'est contractée plus fortement dans la zone euro qu'aux États-Unis (graphique A). Le fait que la pandémie ait débuté quelques semaines plus tôt, les confinements plus sévères et la disponibilité plus tardive des vaccins ont été des facteurs importants à l'origine de la contraction plus marquée du PIB dans la zone euro en 2020. Toutefois, les différences de structures économiques, le potentiel de croissance¹³ et les mesures prises en réponse par les autorités ont également joué un rôle¹⁴. Les deux zones ont mis en place une relance monétaire de grande ampleur dès le début de la pandémie. Le soutien budgétaire massif dirigé principalement vers les ménages aux États-Unis a entraîné une demande élevée de biens de consommation et un écart de production positif significatif¹⁵. Même si d'importantes mesures discrétionnaires de soutien budgétaire ont également été prises dans la zone euro en 2020 (encadré 2), leur ampleur a été moins importante qu'aux États-Unis. Elles ont également été plus ciblées et davantage axées sur le soutien de l'emploi par le biais des dispositifs de maintien des

¹³ La croissance potentielle de la zone euro a été inférieure à celle des États-Unis au cours des deux dernières décennies en raison d'une croissance plus faible de la productivité globale des facteurs liée à une adoption plus lente des technologies de l'information et de la communication, à des investissements incorporels moins importants et à une offre de main-d'œuvre plus limitée. Cf. Licchetta (M.), Mattozzi (G.), Raciborski (R.) et Willis (R.), « *Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis* », *SUERF Policy Brief*, n° 341, SUERF, juin 2022.

¹⁴ Une analyse récente a conclu que les différences structurelles (c'est-à-dire la part du tourisme et de la consommation dans le PIB) et l'avance technologique (c'est-à-dire la part du secteur des services où le télétravail était une possibilité et où la technologie le permettant a été utilisée) expliquent près de 60 % du différentiel de croissance entre la zone euro et les États-Unis en 2020. Le reste est associé à des restrictions involontaires et volontaires des déplacements ainsi qu'au soutien des pouvoirs publics. Cf. Chatelais (N.), « *Covid-19 et divergence de baisses de PIB entre Europe et États-Unis* », *Bloc-notes Éco*, n° 229, Banque de France, 28 septembre 2021.

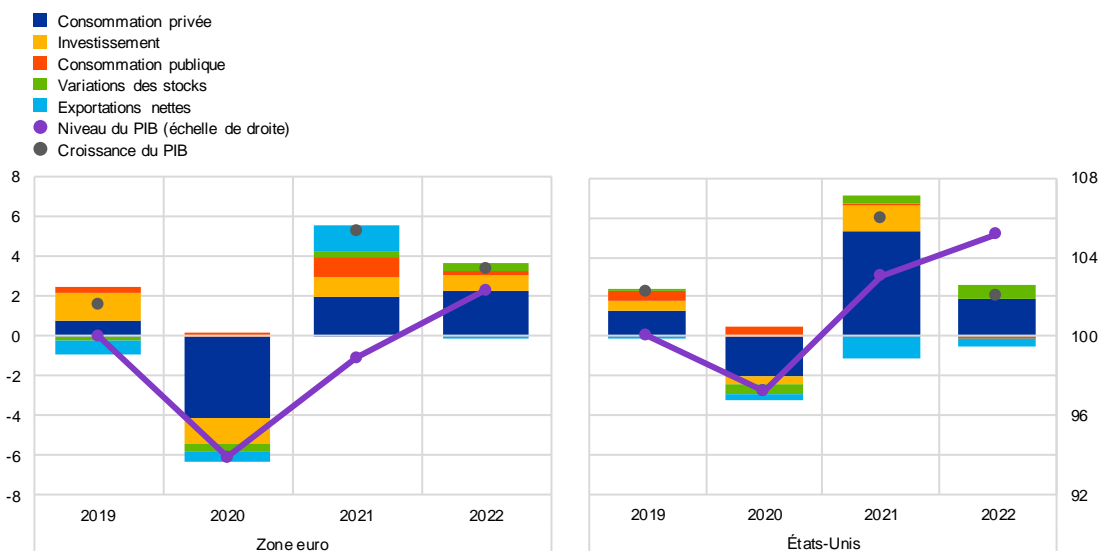
¹⁵ Cf. Milesi-Ferretti (G.M.), « *A most unusual recovery: How the US rebound from COVID differs from rest of G7* », *Up Front*, Brookings, 8 décembre 2021.

emplois ¹⁶. Cela a entraîné une contraction plus marquée de la consommation privée dans la zone euro qu'aux États-Unis en 2020 et un stimulus plus faible en 2021. La zone euro a également enregistré une baisse plus prononcée de l'investissement en 2020 à la suite des confinements plus généralisés et des déplacements réduits parallèlement à la contraction plus forte de la production. Dans le même temps, la contribution négative du solde commercial aux États-Unis en 2021 a résulté des importations liées à la demande intérieure (grâce à la diminution des excédents d'épargne) et de l'atonie des exportations de services, notamment le tourisme. En revanche, des importations plus modestes et un rebond des exportations de biens ont conduit à une contribution positive des échanges commerciaux dans la zone euro en 2021.

Graphique A

Croissance du PIB en volume dans la zone euro et aux États-Unis de 2019 à 2022

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; échelle de droite : indice 2019 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Le retour de la production à ses niveaux d'avant la pandémie a pris plus de temps dans la zone euro qu'aux États-Unis, le PIB en volume retrouvant son niveau pré-pandémique au troisième trimestre 2021 dans la zone euro alors que la production américaine s'était déjà redressée au premier trimestre 2021 (graphique A). Après des taux de croissance du PIB en volume similaires en 2021, la croissance du PIB de la zone euro en 2022 a dépassé celle des États-Unis. En 2022, la croissance de la zone euro a été dopée par la réouverture du secteur des services, la dissipation des contraintes d'offre dans le secteur manufacturier et le soutien budgétaire. Toutefois, l'activité de

¹⁶ Même s'il est difficile d'effectuer des comparaisons de données cohérentes, la composante discrétionnaire de la réponse budgétaire à la pandémie en 2020 a représenté, selon les estimations, environ 4,25 % du PIB dans la zone euro (après une révision à la baisse *ex post* ; cf. encadré 2) et environ 7,75 % du PIB aux États-Unis. Si l'on inclut l'impact des stabilisateurs automatiques – qui sont considérés comme relativement plus importants dans la zone euro – l'impulsion budgétaire totale dans la zone euro en 2020 s'est légèrement rapprochée de celle mise en œuvre aux États-Unis (environ 7 % du PIB contre juste un peu moins de 10 % aux États-Unis). Les politiques budgétaires ont également différé par leur conception, avec des transferts directs aux ménages par le biais de crédits d'impôt et d'une prolongation des indemnités de chômage aux États-Unis, alors que la zone euro s'est concentrée sur les dispositifs de maintien de l'emploi avec un impact beaucoup plus modéré du chômage lié à la pandémie. Pour plus de détail, cf. l'encadré intitulé « *Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021. Des conclusions similaires sont également présentées dans Boone (L.) « *The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance* », *Ecoscope*, Organisation de coopération et de développement économiques, 18 janvier 2022.

la zone euro a été progressivement freinée par les répercussions négatives liées à la proximité de l'Europe avec la guerre menée par la Russie en Ukraine, par sa dépendance élevée vis-à-vis des importations d'énergie en provenance de Russie, par la crise énergétique qui en a résulté (qui a fait augmenter l'inflation), par la détérioration des termes de l'échange et par le fléchissement de la demande. Dans le même temps, le durcissement des conditions financières et la diminution du soutien budgétaire ont pesé sur la croissance américaine. Depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire, les rendements des emprunts publics à dix ans ont sensiblement augmenté dans les deux juridictions. Toutefois, cela a provoqué un recul de l'investissement résidentiel plus marqué aux États-Unis que dans la zone euro, en raison d'une plus forte sensibilité aux taux d'intérêt liée à la persistance du niveau élevé des prix des logements ¹⁷.

Encadré 2

Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume de 2020 à 2022

Cristina Checherita-Westphal

Cet encadré présente une synthèse de la réponse discrétionnaire de la politique budgétaire dans la zone euro entre le début de la crise liée à la pandémie, début 2020, et 2022 et de son impact sur la croissance du PIB en volume au moyen de simulations fondées sur des modèles ¹⁸. Il se concentre sur les instruments de politique budgétaire qui ont un impact direct sur le solde budgétaire. De plus, les gouvernements de la zone euro ont accordé aux entreprises un soutien en liquidité sous diverses formes, notamment des programmes de garanties de grande ampleur. Enfin, les stabilisateurs automatiques ont également joué un rôle important dans les dynamiques des revenus et de la production en 2020 ¹⁹.

La réaction discrétionnaire de la politique budgétaire dans la zone euro sur la période 2020-2022 a été significative et persistante (graphique A). Par rapport à la période pré-pandémique (2019), les mesures discrétionnaires de relance budgétaire cumulées ayant un impact sur le solde budgétaire ont représenté, selon les estimations, environ 5,3 % du PIB fin 2022. En 2020, les gouvernements de la zone euro ont répondu à la crise de la COVID-19 par diverses mesures de relance qui se sont élevées, selon les estimations, à près de 4 % du PIB. Ces mesures étaient destinées en particulier à protéger l'emploi par le biais des dispositifs de maintien de l'emploi, mais également à financer les dépenses de santé accrues, tandis que le soutien direct aux ménages sous forme de

¹⁷ Cf. l'encadré intitulé « [Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis](#) » *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

¹⁸ Pour plus de détails sur les diverses mesures de soutien budgétaire au niveau de chaque pays, cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021 ; et l'encadré intitulé « [Les dépenses publiques dans la zone euro pendant la crise sanitaire – indications tirées des données de la classification des fonctions des administrations publiques](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE 2023. Au-delà de la crise liée à la COVID-19, pour plus de détails sur les mesures de politique budgétaire en 2022, notamment leur impact sur la croissance du PIB en volume et l'inflation, cf. l'encadré intitulé « [La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022 ; et l'article intitulé « [Politique budgétaire et forte inflation](#) » *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

¹⁹ Les gouvernements de la zone euro ont accordé un soutien en liquidité aux entreprises sous la forme de dispositifs de reports d'impôts et d'injections de capitaux, affectant ainsi la dette publique, ainsi que par le biais de garanties importantes accordées pour les prêts, avec une enveloppe initiale correspondant à plus de 16 % du PIB de la zone euro. Cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *op. cit.* Enfin, les stabilisateurs automatiques ont également joué un rôle important pour amortir l'impact sur le revenu et la production en 2020. Pour le rôle des stabilisateurs automatiques dans les pays de la zone euro et une comparaison avec d'autres juridictions, 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.

versements en espèces et autres transferts similaires ou les investissements publics a été relativement limité. En 2021, des mesures supplémentaires représentant environ 1,3 % du PIB ont été approuvées pour soutenir la reprise économique après la pandémie, notamment celles financées au niveau de l'UE par le biais du programme *Next Generation EU* (NGEU) ²⁰. En 2022, le niveau de soutien est resté globalement inchangé par rapport à 2021 – certaines mesures liées à la pandémie ont commencé à être supprimées, mais de nouvelles mesures de soutien ont été introduites en réponse à la crise énergétique et aux dépenses liées à la guerre.

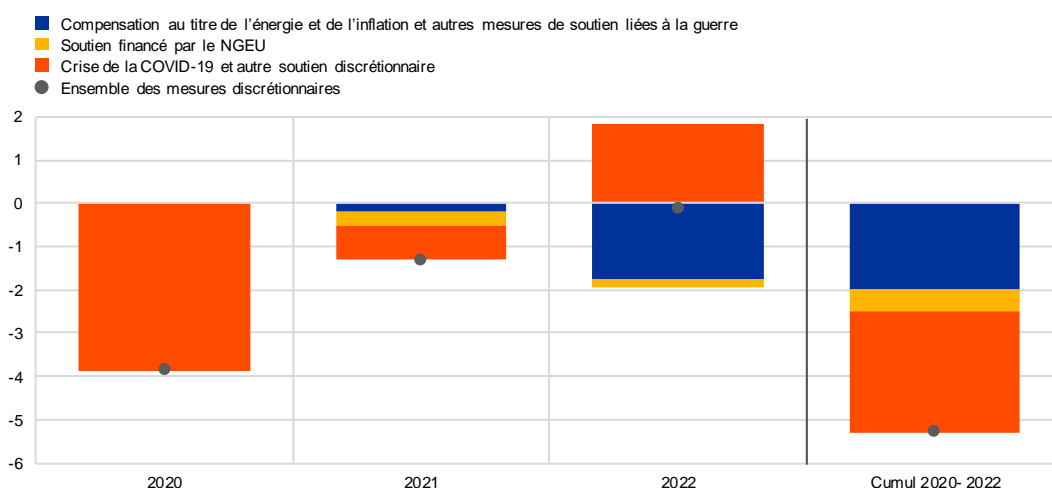
S'agissant des instruments budgétaires, en 2020, la relance s'est principalement concentrée sur les transferts vers les entreprises et les ménages, notamment les subventions, ainsi que sur d'autres mesures de soutien en faveur des dispositifs de maintien de l'emploi, tels que des allègements des cotisations sociales et des impôts directs. La consommation publique, principalement sous la forme de dépenses liées à la santé, a également joué un rôle important. Sur la période 2021-2022, les mesures de relance financées par le biais du programme NGEU – essentiellement des investissements publics et d'autres aides en capital pour les entreprises – ont complété le soutien budgétaire accordé antérieurement. Enfin, en 2022, les réductions de la fiscalité indirecte, en particulier les taxes sur l'énergie, ont pris de l'importance en réponse à la crise énergétique. Les subventions ont diminué en termes nets par rapport à 2021, reflétant principalement la fin de la crise de la COVID-19 et le retrait partiel des mesures de relance liées à la pandémie. Toutefois, la part des subventions globales directement liées à l'allègement des prix de l'énergie a augmenté en réponse à la flambée des prix de gros du gaz et de l'électricité.

Graphique A

Approximation (*proxy*) des mesures discrétionnaires de politique budgétaire sur la période 2020-2022 et leur composition par programme et par instrument budgétaire

a) Mesures discrétionnaires par programme

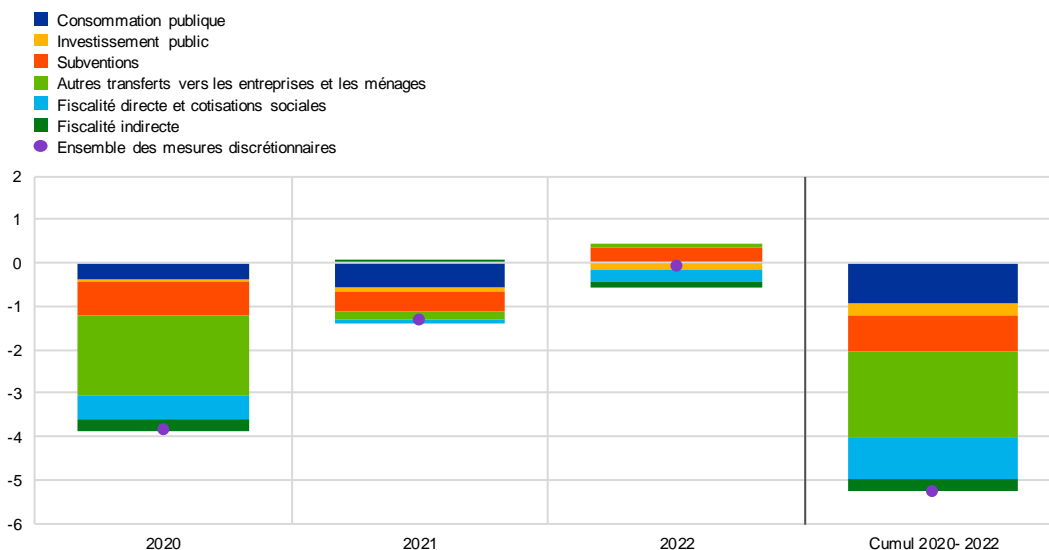
(en pourcentage du PIB potentiel, soutien budgétaire exprimé en variations annuelles sauf indication contraire)



²⁰ Pour une analyse approfondie des programmes NGEU, cf. Bańkowski (K.) *et al.*, « *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 291, BCE, avril 2022.

b) Mesures discrétionnaires par instrument

(en pourcentage du PIB potentiel, soutien budgétaire exprimé en variations annuelles sauf indication contraire)



Sources : Eurosystem et calculs de la BCE.

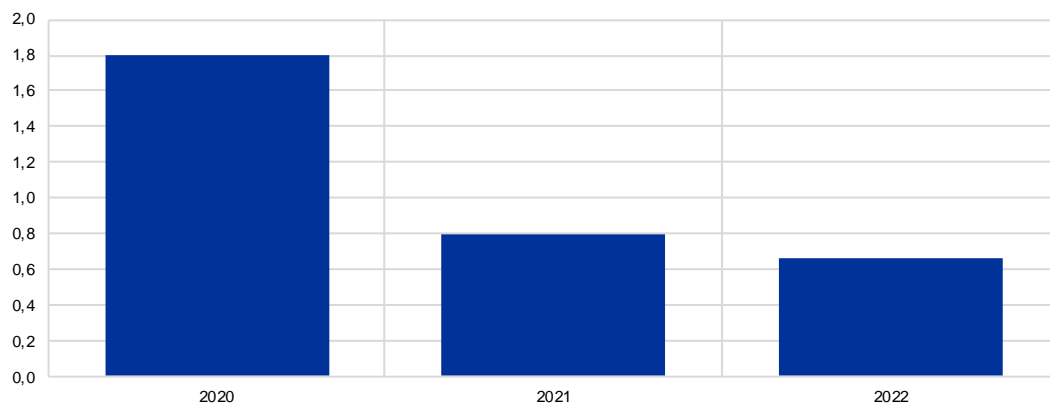
Notes : Calculs des services de la BCE fondés sur l'évaluation des mesures d'après la base de données des projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystem. Les chiffres négatifs indiquent une relance budgétaire (assouplissement) et les chiffres positifs un resserrement budgétaire ou un retrait des mesures de relance antérieures. Les barres représentent le soutien budgétaire marginal (c'est-à-dire le soutien budgétaire exprimé en variations annuelles, divisé par le PIB potentiel nominal de l'année précédente), hormis celles intitulées « Cumul » qui correspondent au soutien budgétaire discrétionnaire total (somme des ratios) sur la période 2020-2022. Un calcul du soutien budgétaire marginal en pourcentage du PIB nominal indiquerait un stimulus légèrement supérieur en 2020. L'approximation présentée dans ce graphique inclut uniquement les mesures budgétaires exerçant un impact sur le solde budgétaire.

Les mesures budgétaires discrétionnaires estimées ci-dessus ont sensiblement amorti la baisse du PIB en 2020 et soutenu la reprise en 2021-2022 (graphique B). En données cumulées, on estime que sur la période 2020-2022, les mesures ont accru le PIB en volume de la zone euro de 3,3 % environ par rapport à un scénario contrefactuel sans soutien budgétaire. Avec une valeur de 0,6 environ, le multiplicateur budgétaire implicite de l'ensemble des mesures budgétaires au cours de la période 2020-2022 reflète principalement la composition des mesures, une large part du soutien prenant la forme de transferts et de subventions généralisées, qui ont un multiplicateur relativement faible dans les modèles. Toutefois, comme mentionné précédemment, ces effets reflètent uniquement les mesures de relance discrétionnaires ayant un impact budgétaire direct, et ne couvrent donc pas les effets indirects du soutien en liquidité et des stabilisateurs automatiques.

Graphique B

Impact des mesures budgétaires discrétionnaires sur la croissance du PIB en volume sur la période 2020-2022

(points de pourcentage, écart par rapport à un scénario contrefactuel sans soutien budgétaire)



Sources : Eurosystem, BCE et calculs de la BCE.

Note : Les calculs des services de la BCE sont fondés sur les résultats moyens de simulation tirés de plusieurs modèles macroéconomiques des services de la BCE et de l'Eurosysteme utilisés dans le cadre des projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosysteme et des exercices de projection antérieurs.

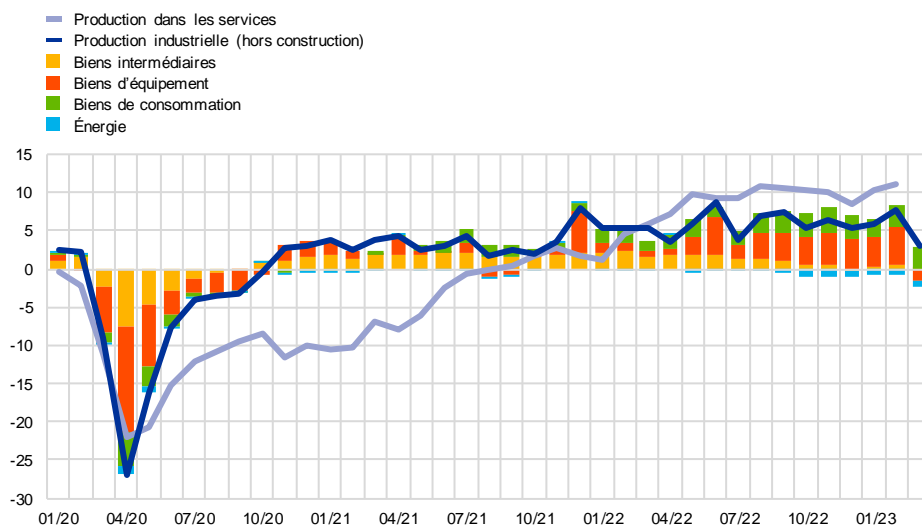
3 Le rôle de l'offre

L'évolution des restrictions liées à la pandémie et des mesures prises en réponse a déterminé la dynamique de la production dans les services et dans le secteur industriel en 2020 et 2021. L'activité dans les services et le secteur manufacturier a été fortement restreinte durant les confinements, tandis que les mesures prises par les pouvoirs publics ont empêché des faillites et des pertes d'emplois généralisées et ont permis de réduire les risques financiers liés aux entreprises. En particulier, les activités nécessitant de nombreux contacts, telles que le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration ont fortement contribué aux vagues de baisse et de redressement de la production dans les services en 2020-2021. Dans l'ensemble, le rebond de la production dans les services a tout d'abord été beaucoup plus modéré que celui de la production manufacturière en raison des restrictions répétées visant à contenir les nouvelles vagues de la pandémie (graphique 6).

Graphique 6

Production industrielle et dans les services

(indice : décembre 2019 = 0)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2023 pour la production dans les services et à mars 2023 pour la production industrielle et ses composantes.

Durant la reprise qui a suivi la pandémie, la production industrielle de la zone euro a été affectée négativement par les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et la hausse des prix de l'énergie. Après une reprise rapide à l'été 2020, la production industrielle a stagné en 2021 en raison de la baisse de la production dans le secteur des biens d'équipement et, après quelques évolutions positives vers le début de 2022, la stagnation s'est poursuivie sur le reste de la période à cause de la baisse de l'activité dans les secteurs des biens intermédiaires et de l'énergie. Les freins exercés par les goulets d'étranglement du côté de l'offre résultant des pénuries de matériaux puis par les prix de l'énergie ont constitué les principaux facteurs à l'origine de ces évolutions. À l'inverse, la production de biens de consommation et de services s'est redressée régulièrement au fil de l'amélioration de la situation épidémiologique et de l'assouplissement des mesures d'endiguement.

Les pénuries de main-d'œuvre ont particulièrement affecté la production dans les secteurs des services durant la phase de reprise. Depuis l'été 2021, la main-d'œuvre a été considérée comme un facteur limitant l'activité, en particulier dans les secteurs à plus forte intensité de contact, tels que l'hôtellerie et la restauration. Contrairement au secteur manufacturier, le secteur des services n'a pas subi de pénuries de matériaux en 2021 et 2022, mais il a été plus sensible aux contraintes liées à la pandémie. Plus récemment, toutefois, les pénuries de matériaux sont également perçues comme un facteur limitant de plus en plus l'activité dans les services.

Les perturbations des chaînes d'approvisionnement des marchandises ont commencé à peser sur l'économie de la zone euro après le début de la pandémie et depuis fin 2020, après la levée des premiers confinements

(encadré 3). Du côté de l'offre, les confinements de mars et d'avril 2020 peuvent être interprétés comme des perturbations des chaînes d'approvisionnement des entreprises. Par la suite, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont résulté de l'interaction entre trois facteurs principaux. Premièrement, une pénurie de puces électroniques et d'autres composants nécessaires à l'assemblage des biens a affecté les secteurs manufacturiers clés, tels que les constructeurs automobiles. Deuxièmement, les restrictions adoptées dans plusieurs pays de la région Asie-Pacifique pour contenir la pandémie ont entraîné une chute des exportations de biens clés. Troisièmement, les perturbations affectant l'activité des porte-conteneurs ont allongé les délais d'arrivée des biens intermédiaires clés, aggravant encore les goulets d'étranglement ²¹. Le secteur des biens d'équipement a été affecté négativement par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui ont entraîné une baisse de la production dans ce secteur en 2021 (graphique 7), tandis que les autres activités manufacturières ont enregistré une croissance positive sur la même période. Au sein du secteur des biens d'équipement, la production de véhicules, qui a l'une des plus longues chaînes d'approvisionnement parmi les secteurs manufacturiers, a été durement touchée par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ²². Le secteur automobile a été pratiquement à l'arrêt en mars et avril 2020, il a chuté de 50 % environ au premier semestre 2021 et a ensuite fluctué fortement avant de renouer avec la croissance en mars 2022 quand les perturbations de l'offre ont commencé à se dissiper. Les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement ont eu un impact très fort sur le secteur automobile. Les pénuries de puces électroniques et d'autres composants nécessaires pour assembler les véhicules à moteur neufs ont entraîné une réduction sans précédent de l'offre sur la période 2020-2022. Le secteur à forte intensité en énergie a également été affecté négativement par les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, mais dans une bien moindre mesure.

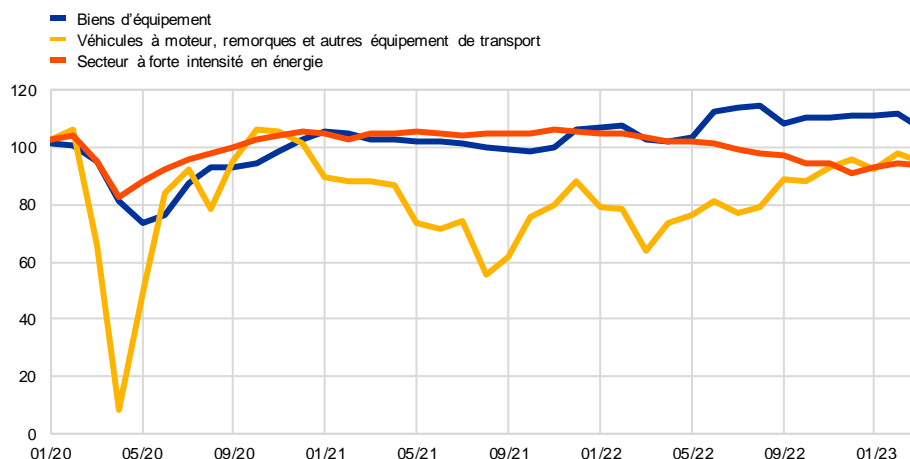
²¹ Pour une analyse détaillée de ces facteurs, cf. Lane (P.R.), « *Bottlenecks and monetary policy* », *The ECB Blog*, BCE, 10 février 2022 ; et les encadrés intitulés « *Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 ; « *La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021 ; « *L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021 ; et « *Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

²² Pour une analyse détaillée des déterminants à l'origine de la réduction de l'activité dans le secteur automobile, cf. l'encadré intitulé « *Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022.

Graphique 7

Production dans le secteur des biens d'équipement, le secteur automobile et le secteur à forte intensité en énergie dans la zone euro

(indice : décembre 2019 = 100)



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

Notes : Le secteur à forte intensité en énergie est défini en agrégeant la production de produits chimiques et de métaux de base, qui représentent en moyenne 10 % environ de la production industrielle de la zone euro. Des pondérations variables dans le temps sont utilisées pour construire l'indice. Les biens d'équipement sont présentés sous forme de moyennes mobiles sur trois mois. Les dernières observations se rapportent à mars 2023.

Les facteurs d'offre expliquent une large part de l'allongement des délais de livraison de produits finis et de biens intermédiaires dans la zone euro. L'indice des délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (PMI) donne le pourcentage d'entreprises qui font état d'une amélioration, d'une dégradation ou d'une absence d'évolution du délai de livraison des biens intermédiaires et des produits finis. Il capture l'ampleur du retard lié aux chaînes d'approvisionnement dans une économie. Une valeur égale à 50 indique une absence d'évolution des délais de livraison par rapport au mois précédent, une valeur supérieure à 50 indique une amélioration des délais de livraison (ils se raccourcissent ou s'accroissent) et les valeurs inférieures à 50 indiquent une détérioration des délais de livraison (ils s'allongent ou se ralentissent). L'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat a fortement baissé en mars et en avril 2020, il a rapidement renoué avec sa tendance à l'été 2020, puis a de nouveau baissé jusqu'à mi-2021, s'est lentement redressé jusqu'à mi-2022, avant de finalement s'améliorer rapidement. Une analyse fondée sur un modèle montre que les chocs d'offre, en particulier les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, ont été en grande partie responsables de la baisse de l'indicateur (graphique 8)²³. De plus, la réorientation de la demande au détriment des services vers les biens qui résulte de la pandémie a également contribué à l'allongement des délais de livraison enregistré mi-2021. Début 2023, l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (en écart par rapport à sa tendance) est devenu positif, sous l'effet principalement d'améliorations du côté de l'offre. Ce résultat est

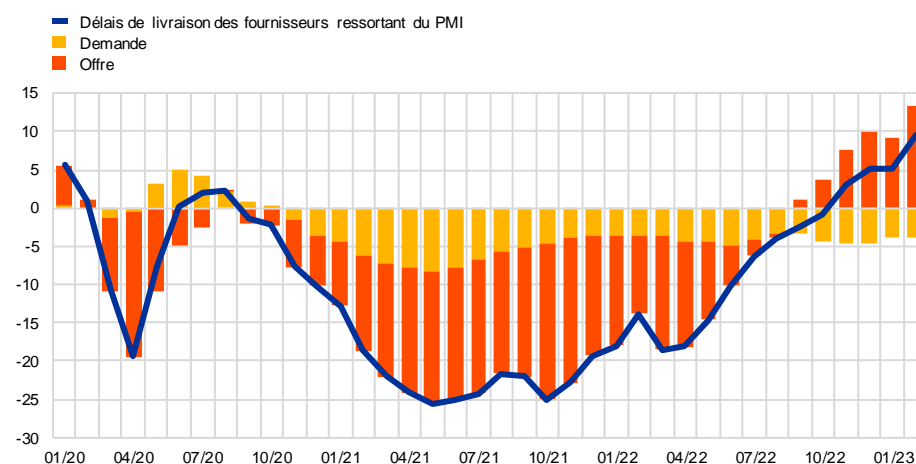
²³ Pour une analyse du modèle, cf. l'encadré intitulé « Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

corroboré par l'enquête régulière auprès des contacts de la BCE dans le secteur des entreprises, qui indique que les problèmes d'approvisionnement se sont sensiblement atténués début 2023²⁴.

Graphique 8

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans la zone euro – contributions des différents facteurs à l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs dans le secteur manufacturier

(indice de diffusion, écart par rapport à la tendance stochastique)



Sources : Eurostat, S&P Global et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour plus de détails sur les modèles sous-jacents, cf. l'encadré intitulé « Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021. Les dernières observations se rapportent à février 2023.

La forte hausse des prix de l'énergie depuis l'automne 2021 est un autre facteur d'offre défavorable faisant peser des contraintes sur la production, en particulier la production industrielle, en raison d'un niveau d'utilisation de l'énergie plus élevé dans le secteur manufacturier que dans les services²⁵.

L'approvisionnement de l'Union européenne en gaz provenant de Russie a été sensiblement réduit au début de l'automne 2021, ce qui a contribué à la lenteur de la reconstitution des stocks de gaz en Europe avant l'hiver 2021-2022. Fin février 2022, la Russie a envahi l'Ukraine, causant une hausse supplémentaire et soudaine des prix de l'énergie. La pénurie d'énergie (*energy crunch*) a entraîné une baisse significative de la production de produits chimiques et de métaux de base, des secteurs à intensité énergétique relativement forte (graphique 7). Lors de la phase aiguë de la crise énergétique, d'octobre 2021 à octobre 2022, les prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro ont augmenté de 49,5 % et la production industrielle hors construction de la zone s'est accrue de 3 %, tandis que la production des secteurs à forte intensité énergétique, tels que les produits chimiques et les métaux de base, a reculé de 10,2 % (graphique 8). Après l'inversion de la tendance des prix de l'énergie, les prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro ont baissé de 8,8 % entre octobre 2022 et février 2023. Sur la même

²⁴ Cf. l'encadré intitulé « Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

²⁵ Pour une analyse détaillée, cf. l'encadré intitulé « La dépendance vis-à-vis du gaz naturel et les risques pour l'activité de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

période, la production industrielle hors construction de la zone euro a augmenté de 2,4 % et la production des secteurs à forte intensité énergétique s'est d'abord stabilisée avant de commencer à croître, de 0,6 % globalement. La forte hausse des prix de l'énergie enregistrée entre l'automne 2021 et octobre 2022 est principalement attribuable à des facteurs d'offre défavorables, qui ont nui à l'activité économique (encadré 3).

Encadré 3

Une évaluation fondée sur un modèle des déterminants de l'activité économique

Roberto A. De Santis

Une analyse fondée sur un modèle est utilisée pour mettre en lumière l'importance des différents facteurs de la croissance du PIB depuis début 2020. On utilise un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) de type bayésien qui distingue la demande, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les chocs sur l'offre d'énergie. L'analyse est fondée sur le PIB en volume, la production de véhicules à moteur, la production des secteurs à forte intensité énergétique, l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs de véhicules ressortant de l'indice des directeurs d'achat, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors produits alimentaires et énergie, les prix des véhicules à moteur, les prix au détail de l'énergie et les anticipations d'inflation à deux ans tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). La production de véhicules à moteur, l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs de véhicules ressortant de l'indice des directeurs d'achat et les prix des véhicules à moteur sont utilisés pour identifier les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement ; la production des secteurs à forte intensité énergétique et les prix au détail de l'énergie sont utilisés pour identifier les chocs sur l'offre d'énergie au détail ; le PIB en volume et l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sont utilisés pour identifier les chocs sur la demande agrégée. Les huit variables du modèle SVAR sont endogènes au système d'équations et les chocs identifiés affectent par conséquent l'ensemble des variables de manière conjointe.

Après la baisse de la demande enregistrée pendant le premier confinement, l'atténuation des précédents facteurs de demande négatifs en 2021 et les chocs de demande positifs en 2022 ont fortement soutenu l'activité économique. Si l'on se concentre sur la période suivant le quatrième trimestre 2020, quand l'activité économique a rebondi, les résultats empiriques suggèrent que les facteurs de demande, sous l'effet du désir des ménages de normaliser leur consommation après l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie et soutenus par des politiques budgétaires favorables, ont apporté une contribution positive à la croissance économique depuis début 2021. Comme décrit dans la section 2, le redressement des revenus du travail, soutenu par les politiques budgétaires et la normalisation de l'épargne en 2021-2022, a joué un rôle crucial dans la vigueur de la demande. Selon nos estimations, les chocs de demande favorables ont fait augmenter le PIB en volume de 3,6 % entre le quatrième trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2022 (graphique A).

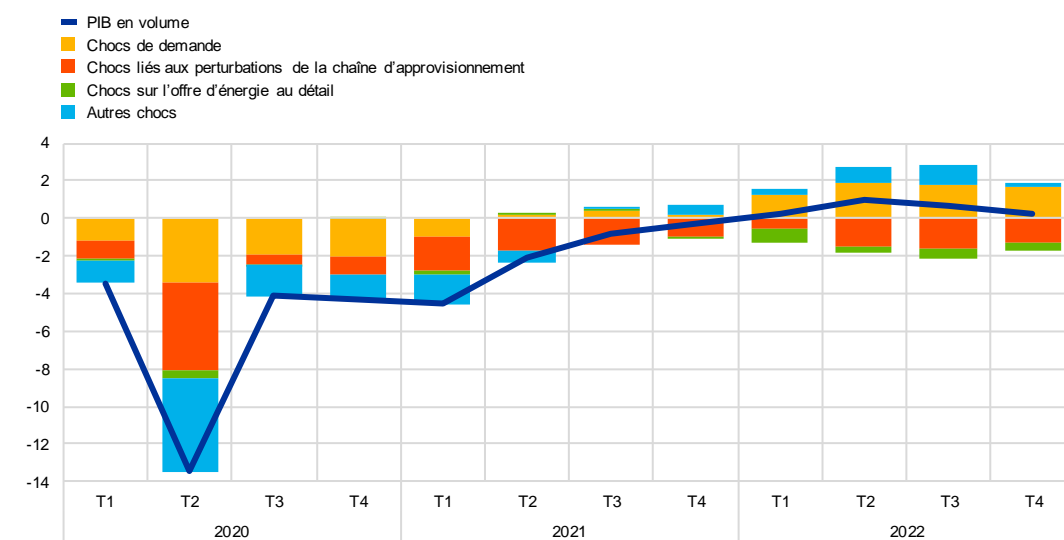
La décomposition des chocs met également en lumière le fort impact négatif des chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement depuis le premier confinement en 2020. Dans un premier temps, lors de l'introduction des premières mesures de confinement, le modèle interprète la fermeture temporaire des entreprises comme une combinaison de deux catégories de chocs défavorables, les chocs liés à la demande et ceux liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ces derniers capturent les conditions de l'offre perturbées sous l'effet de mesures de confinement strictes, qui ont contribué à la chute sans précédent du PIB en volume au

deuxième trimestre 2020. L'assouplissement des mesures d'endiguement à l'été 2020 a permis une reprise rapide de la production, ce qui explique pour l'essentiel la résistance de l'activité économique. Toutefois, par la suite, la pénurie de puces électroniques, les restrictions liées à la COVID-19 mises en place en Asie et les perturbations des activités de porte-conteneurs, ainsi que les pénuries de main-d'œuvre, ont à nouveau affecté négativement le PIB en volume. Partant de la fin du troisième trimestre 2020, la perte de PIB cumulée s'est élevée à 1,1 % au troisième trimestre 2022, en raison des chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. Cette perte cumulée est revenue à 0,7 % fin 2022, lorsque ces chocs ont commencé à s'atténuer.

Graphique A

Contributions des différents déterminants du PIB en volume

(écarts en pourcentage par rapport à la tendance stochastique, indice : décembre 2019 = 0)



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

Notes : Le modèle est fondé sur les données agrégées pour la zone euro de janvier 1999 à décembre 2022. Les chocs sont identifiés en utilisant la méthode employée dans Antolin-Díaz (J.) et Rubio-Ramírez (J.F.), « *Narrative Sign Restrictions for SVARs* », *American Economic Review*, vol. 108, n° 10, octobre 2018, p. 2802-29 ; mais avec des restrictions de signe sur leurs contributions comme dans de Santis (R.A.) et Van der Veken (W.), « *Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation* », *Working Paper Series*, n° 2727, BCE, septembre 2022. Les hypothèses de restrictions de signe à l'impact sont les suivantes : les chocs de demande affectent l'IPCH (+), la composante énergie de l'IPCH (+), le PIB en volume (+) et l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs de véhicules à moteur ressortant de l'indice des directeurs d'achat (-) ; les chocs sur l'offre d'énergie affectent la composante énergie de l'IPCH (+) et la production des secteurs à forte intensité énergétique (-) ; les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement affectent le prix des véhicules (+), la production de véhicules (-) et l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs de véhicules ressortant de l'indice des directeurs d'achat (-). Les hypothèses de restrictions de narratif sont les suivantes : la contribution la plus importante aux erreurs de prévision concernant l'indice relatif aux délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat en mars-mai 2020 est attribuée aux chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement ; la contribution la plus importante aux erreurs de prévision concernant la composante énergie de l'IPCH en octobre 2021, novembre 2021 et mars 2022 est attribuée aux chocs sur l'offre d'énergie. On fait également l'hypothèse que les chocs de demande ont un signe négatif en mars et avril 2020 et un signe positif en mai 2020, mars 2021, juin 2021 et mai 2022. La tendance stochastique fournit la dynamique du PIB en volume en l'absence de chocs.

Les chocs défavorables sur l'offre d'énergie ont également affecté négativement le PIB en volume, mais dans une moindre mesure que les autres perturbations de l'offre. La moindre disponibilité des importations de gaz en provenance de Russie à l'automne 2021 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022 a provoqué une forte hausse des prix de l'énergie en raison de la baisse de l'approvisionnement de la zone euro en gaz russe. L'impact négatif le plus fort sur l'activité économique agrégée est enregistré en mars 2022. Toutefois, nous estimons que l'impact défavorable initial sur le PIB en volume a été en partie absorbé fin 2022, les prix de l'énergie ayant baissé assez fortement au quatrième trimestre. Il est probable que l'impact de la pénurie d'énergie sur l'activité économique agrégée ait été atténué, car les gouvernements ont mis en place des subventions à l'énergie et/ou des plafonnements de prix après la forte hausse des prix de gros du gaz et de l'énergie afin de contenir la hausse des prix au détail de l'énergie. Enfin, d'autres chocs, qui capturent sans doute la nature exceptionnelle des restrictions liées à la pandémie, ont

également contribué à l'effondrement de l'activité économique en 2020. Avec le ciblage des restrictions qui a suivi et l'expérience acquise par les entreprises et les ménages et les ajustements qu'ils ont apporté à leur comportement, les effets adverses de ces chocs se sont atténués, ce qui a soutenu la reprise économique.

4 Conclusions

La reprise économique post-pandémie dans la zone euro a été solide, soutenue par des réponses de politique économique déterminées. Un soutien fort apporté par les politiques budgétaire et monétaire a réduit les risques pesant sur les entreprises et empêché des faillites et des pertes d'emplois généralisées après le déclenchement de la pandémie. La résistance du marché du travail a soutenu le pouvoir d'achat des ménages et la demande agrégée, et a permis à l'économie de la zone euro de surmonter les chocs d'offre exceptionnellement défavorables qui l'ont touchée ces trois dernières années.

La reprise économique a été confrontée à des goulets d'étranglement du côté de l'offre, à la pénurie d'énergie et à la hausse de l'incertitude déclenchée par la guerre menée par la Russie en Ukraine. Cet article montre que les perturbations de la chaîne d'approvisionnement ont pesé sur l'économie de la zone euro, même si elles s'atténuent depuis mi-2022. La production de véhicules, qui se caractérise par l'une des chaînes d'approvisionnement les plus longues parmi les différents secteurs manufacturiers, a été lourdement affectée par ces goulets d'étranglement. De plus, la forte hausse des prix de l'énergie observée depuis l'automne 2021 a limité la production, en particulier la production industrielle en 2022, en raison de la plus forte intensité en énergie du secteur manufacturier par rapport aux services. Enfin, la hausse de l'incertitude dans la zone euro déclenchée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie a également affecté défavorablement l'activité économique en 2022. Toutefois, la résistance du revenu disponible des ménages, grâce aux mesures de relance et à un marché du travail robuste, l'élan apporté par la réouverture de l'économie et la normalisation en cours de l'épargne ont soutenu le redressement de la demande agrégée. De plus, les chocs d'offre défavorables se sont largement dissipés récemment. L'atténuation des préoccupations relatives à l'approvisionnement en énergie et la baisse des prix de l'énergie ont réduit l'incertitude économique et amélioré la confiance des ménages, quoiqu'à partir de niveaux bas, apportant ainsi un soutien à la croissance économique. Toutefois, le resserrement de la politique monétaire par la BCE et les conditions de financement plus strictes qui y sont liées devraient freiner les dépenses de consommation en biens durables et l'investissement privé.

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

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/
Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodological definitions can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
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	2,2	8,1	5,3	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	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4	
2022 Q2	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-2,3	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,1	8,0	
Q3	1,4	0,8	-0,1	-0,4	3,9	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,6	9,3	
Q4	0,4	0,6	0,1	0,1	0,6	-0,1	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0	
2023 Q1	0,9	0,3	0,1	0,7	2,2	-0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0	
2022 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	2,1	8,6	
Feb.	-	-	-	-	-	-	8,8	7,3	6,0	10,4	3,3	1,0	8,5	
Mar.	-	-	-	-	-	-	7,7	7,2	5,0	10,1	3,2	0,7	6,9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0	
May ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	4,0	.	.	0,2	6,1	

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	2,7	4,4	0,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,0	3,2	-1,3
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,1	-0,2	0,1
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,3	-0,5	1,3
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,9	-2,1	-1,7
2022 July	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,5	2,0
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	0,8	-0,7	2,4
Sep.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,3	-0,5	1,3
Oct.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,3	-0,9	0,4
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,4	-0,6
Dec.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,9	-2,1	-1,7

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	11 514,8	11 108,5	5 954,6	2 577,8	2 527,5	1 228,4	687,8	604,5	48,7	406,3	5 208,4	4 802,1
2021	12 379,2	11 902,1	6 317,7	2 730,9	2 723,3	1 383,3	766,0	566,8	130,2	477,1	6 102,7	5 625,6
2022	13 399,0	13 190,9	7 046,9	2 883,4	3 041,5	1 560,4	845,9	627,4	219,2	208,1	7 350,8	7 142,7
2022 Q2	3 323,4	3 257,2	1 740,3	713,6	747,9	389,3	207,4	149,2	55,4	66,2	1 844,8	1 778,6
Q3	3 370,0	3 366,8	1 795,7	722,5	788,1	393,7	217,4	175,0	60,5	3,2	1 899,2	1 896,0
Q4	3 438,3	3 368,1	1 819,0	741,1	772,0	396,5	217,5	156,1	35,9	70,2	1 889,5	1 819,3
2023 Q1	3 492,2	3 371,8	1 841,9	729,0	785,1	406,8	222,9	153,3	15,9	120,3	1 872,4	1 752,1
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,6	1,6	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,0	1,5	2,5	-	-	1,8	1,8
Q3	0,4	1,8	1,3	0,0	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,2	4,1
Q4	-0,1	-1,2	-1,0	0,8	-3,5	-0,9	-1,4	-11,5	-	-	-0,2	-2,5
2023 Q1	-0,1	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,8	-2,5	-	-	-0,1	-1,3
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,3	4,1	3,7	4,3	3,9	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,5	1,4	3,7	2,0	4,2	7,2	-	-	7,2	8,3
2022 Q2	4,4	4,4	5,8	1,0	3,0	2,1	2,2	6,0	-	-	8,3	8,9
Q3	2,5	4,1	2,7	0,6	7,8	1,6	8,1	23,2	-	-	7,7	11,7
Q4	1,8	1,2	1,4	0,9	0,6	0,2	5,2	-3,8	-	-	4,6	3,4
2023 Q1	1,0	0,5	0,8	-0,9	1,9	-0,5	5,2	3,6	-	-	2,7	2,0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q2	0,8	0,7	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-
Q3	0,4	1,7	0,6	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,3	-	-
Q4	-0,1	-1,2	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	1,1	-	-
2023 Q1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,6	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,2	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,3	0,3	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 Q2	4,4	4,3	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-
Q3	2,5	4,0	1,4	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,5	-	-
Q4	1,8	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,7	-	-
2023 Q1	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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	10 376,4	177,2	2 007,3	549,6	1 802,1	547,1	485,5	1 214,7	1 201,3	2 067,8	324,0	1 138,4
2021	11 094,9	189,5	2 174,9	595,3	2 004,2	589,0	501,7	1 251,0	1 289,7	2 162,3	337,3	1 284,3
2022	12 059,0	222,9	2 407,5	659,1	2 315,1	622,5	515,7	1 302,5	1 390,5	2 251,0	372,2	1 340,0
2022 Q2	2 982,0	54,8	597,9	163,3	574,5	155,2	126,3	320,3	345,6	552,3	91,9	341,4
Q3	3 035,5	57,7	599,3	165,6	592,6	155,7	129,2	325,7	350,1	564,6	95,1	334,5
Q4	3 114,5	58,7	634,5	170,4	596,5	158,4	134,8	333,9	356,7	576,1	94,6	323,8
2023 Q1	3 170,8	59,7	654,4	179,6	602,1	161,0	137,5	342,0	361,3	577,4	95,8	321,3
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,3	10,8	11,5	18,7	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,6	-0,2	1,9	1,9	0,1	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,1
Q3	0,6	0,8	0,7	-0,9	1,0	0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,1	3,2	-2,1
Q4	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,5	-0,3	0,2	0,1	0,3	-2,8	0,9
2023 Q1	0,2	0,9	-0,8	2,6	0,4	0,7	-1,3	0,7	0,5	0,1	1,7	-3,1
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,1	-5,1	-14,1	2,0	0,4	-0,7	-5,8	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,2	-0,6	7,2	3,6	7,7	7,1	3,6	1,7	6,1	3,5	3,8	6,6
2022	3,6	0,0	2,0	1,6	7,8	5,9	-0,5	1,8	4,8	1,6	12,2	2,0
2022 Q2	4,5	-0,3	2,3	2,0	11,1	7,0	-0,1	2,1	5,7	1,2	17,1	3,0
Q3	2,7	0,5	2,4	1,1	4,6	5,4	-0,8	1,3	3,9	1,3	7,6	0,3
Q4	2,2	-0,3	2,0	-0,1	2,6	4,6	-0,9	1,1	3,1	1,9	7,2	-1,1
2023 Q1	1,5	1,4	0,5	0,9	2,0	4,3	-1,6	1,0	2,1	1,3	6,2	-3,2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Q3	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
Q4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 Q2	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,2	0,7	0,2	0,5	-
Q3	2,7	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,2	0,0	0,4	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	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	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,8	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	6,4	24,4	3,2	2,4	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,6	-1,9	0,7	-3,7	2,0	0,4	0,6	-2,1	1,0	-3,0
2021	1,5	1,6	0,4	0,0	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,1	1,1	3,0	2,1	1,0
2022	2,3	2,5	1,1	-0,8	1,3	3,1	3,3	5,7	0,1	3,1	3,1	1,5	1,6
2022 Q2	2,8	3,0	1,1	-0,2	1,3	3,4	4,8	6,0	0,4	2,8	3,4	1,6	1,8
Q3	1,8	1,9	1,1	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,3	4,1	2,5	1,4	0,8
Q4	1,6	1,7	0,7	-1,1	1,1	2,0	1,7	4,6	0,4	3,4	2,2	1,3	1,0
2023 Q1	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,2	1,4	2,2	4,5	1,2	2,5	2,1	1,2	0,8
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,0	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,6	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,1	21,9	6,0
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,0	-3,4	-7,5	-6,3	-14,6	-1,6	-2,0	-5,1	-8,2	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	-0,1	4,6	9,1	6,8	7,4	2,8	6,9	7,5	3,2	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-1,6	1,1	3,2	7,4	5,7	-0,1	4,9	4,1	0,7	6,0
2022 Q2	3,7	3,9	2,9	-1,9	0,3	2,7	9,9	5,4	-0,9	5,1	3,9	-0,2	6,8
Q3	2,5	2,8	1,3	-1,1	2,0	3,3	3,2	7,3	0,3	4,9	3,8	1,2	2,4
Q4	2,2	2,3	2,1	-1,1	1,4	3,1	3,0	4,9	1,2	3,7	3,2	1,1	2,8
2023 Q1	1,9	2,1	1,1	-0,4	1,7	1,5	2,6	4,0	1,4	1,5	2,4	1,2	1,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,0	-0,9	-5,7	-6,9	-11,4	-3,6	-2,4	-5,7	-6,3	-3,2	-9,3
2021	4,0	3,6	6,1	0,0	4,9	5,6	6,3	2,5	1,7	5,8	4,4	1,1	4,9
2022	1,1	1,1	1,9	-0,9	-0,2	0,1	4,0	0,0	-0,2	1,7	1,0	-0,8	4,3
2022 Q2	0,9	0,8	1,8	-1,8	-0,9	-0,7	4,9	-0,6	-1,3	2,2	0,5	-1,7	4,9
Q3	0,7	0,9	0,2	0,0	0,6	0,2	1,3	1,1	0,6	0,8	1,2	-0,2	1,6
Q4	0,7	0,6	1,4	0,0	0,4	1,0	1,3	0,3	0,8	0,3	1,0	-0,2	1,8
2023 Q1	0,3	0,4	-0,3	0,9	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	-1,0	0,3	0,0	0,9

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	162,755	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	165,047	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	167,811	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	167,811	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	167,941	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	168,560	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	.	.	11,106	6,6	.	8,833	5,8	2,273	14,1	5,522	6,3	5,584	7,0	3,1
2022 Nov.	-	-	11,282	6,7	-	9,002	5,9	2,280	14,5	5,656	6,3	5,627	7,1	-
Dec.	-	-	11,278	6,7	-	9,036	5,9	2,242	14,2	5,662	6,3	5,616	7,1	-
2023 Jan.	-	-	11,249	6,6	-	9,007	5,9	2,242	14,2	5,663	6,3	5,586	7,0	-
Feb.	-	-	11,189	6,6	-	8,961	5,8	2,228	14,1	5,630	6,3	5,559	7,0	-
Mar.	-	-	11,121	6,6	-	8,907	5,8	2,214	14,0	5,613	6,2	5,508	6,9	-
Apr.	-	-	11,088	6,5	-	8,882	5,8	2,206	13,9	5,605	6,2	5,483	6,9	-

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	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,5	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,7	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,0	-1,3	0,9	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,1	6,2	15,3
2022 Nov.	3,9	5,6	-3,4	11,1	9,9	-11,3	1,3	-2,4	-4,5	-1,9	3,6	6,1	18,2
Dec.	-2,0	-1,2	-7,0	-1,5	7,0	-7,3	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	3,8	5,3	14,4
2023 Jan.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,7	-1,8	-4,7	0,0	4,9	6,8	12,1
Feb.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,1	-2,4	-4,6	-0,8	0,4	4,8	11,6
Mar.	-1,4	-0,8	-4,5	-1,6	5,3	-6,7	-1,5	-3,3	-6,4	-1,7	2,6	5,6	30,8
Apr.	0,2	0,9	-6,2	8,3	0,0	-7,4	.	-2,6	-4,4	-1,1	-1,8	.	19,4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Nov.	1,3	1,7	0,4	0,9	1,3	-1,1	0,1	0,7	-0,6	1,1	0,8	-	3,6
Dec.	-1,3	-1,9	-2,9	-0,4	-1,4	3,4	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	0,8	-	3,6
2023 Jan.	0,6	0,0	1,2	0,3	-1,7	-1,1	3,7	0,9	1,8	1,0	-1,6	-	-8,6
Feb.	1,4	1,2	0,8	1,8	1,2	0,8	1,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,3	-	3,3
Mar.	-3,8	-5,8	-1,0	-15,2	-0,7	-1,4	-2,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,1	-	-1,6
Apr.	1,0	3,7	-1,0	14,7	-2,0	1,0	.	0,0	-0,5	0,5	-2,3	-	-1,1

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	-5,0	12,6	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,1	1,8	81,9	-27,0	2,8	-6,8	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,3	0,1	81,1	-19,6	1,3	-1,0	9,5	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 Dec.	96,9	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,8	7,4	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	99,6	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,9	10,2	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Feb.	99,4	0,1	-	-19,0	1,6	-0,4	9,2	-	48,5	50,1	52,7	52,0
Mar.	98,9	-0,7	-	-19,1	0,9	-1,8	9,0	-	47,3	50,4	55,0	53,7
Apr.	99,0	-2,8	81,2	-17,5	0,9	-0,9	9,9	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
May	96,5	-5,2	-	-17,4	0,2	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8

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 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
2023 Q1	1 371,5	1 297,7	73,8	772,9	690,5	325,3	293,9	234,1	239,2	39,1	74,0	31,6	30,3
2022 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.	459,9	441,7	18,2	256,5	243,1	108,6	95,2	80,5	80,0	14,2	23,5	11,8	13,3
Feb.	453,1	428,6	24,5	255,8	228,0	108,3	95,4	75,7	80,5	13,2	24,7	6,6	4,2
Mar.	458,5	427,3	31,2	260,6	219,5	108,3	103,3	77,9	78,8	11,7	25,8	13,3	12,7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Mar.	5 329,7	5 405,7	-76,0	2 988,2	2 992,5	1 254,2	1 142,9	925,7	944,3	161,6	325,9	223,8	94,1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Mar.	39,1	39,7	-0,6	21,9	22,0	9,2	8,4	6,8	6,9	1,2	2,4	1,6	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 Q2	20,3	45,4	715,1	359,5	126,8	217,6	575,9	812,1	511,9	112,0	164,2	520,2	108,2
Q3	20,2	47,6	730,2	366,6	134,1	218,2	588,9	854,8	529,5	116,9	168,9	532,9	108,0
Q4	14,9	20,1	738,5	363,5	140,7	222,9	604,7	795,5	479,9	113,7	169,3	515,7	97,1
2023 Q1	8,5	0,0	728,9	.	.	.	595,9	722,3	.	.	.	495,4	.
2022 Oct.	18,2	31,5	247,8	123,0	45,5	73,2	204,2	275,0	165,8	39,6	57,6	177,0	34,2
Nov.	17,3	21,0	250,3	123,1	48,4	74,6	203,8	265,1	160,2	38,7	56,4	173,5	32,4
Dec.	9,2	8,6	240,5	117,4	46,8	75,1	196,7	255,5	153,8	35,4	55,3	165,2	30,5
2023 Jan.	11,0	10,2	242,2	115,6	45,1	75,1	196,8	252,4	148,7	39,0	53,5	168,4	29,9
Feb.	7,5	1,4	243,5	116,0	45,7	75,6	199,4	243,6	142,3	37,0	54,2	167,6	24,2
Mar.	7,5	-9,9	243,3	.	.	.	199,7	226,2	.	.	.	159,4	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,7	121,8	124,6	120,7	123,2	143,6
Q3	2,7	14,8	106,4	104,7	105,7	114,5	106,2	124,0	121,6	123,5	121,2	123,0	140,3
Q4	1,5	3,5	107,2	104,0	109,3	114,7	106,9	119,7	115,8	119,7	121,4	120,5	144,7
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Sep.	6,4	14,8	108,7	106,3	107,7	117,0	109,0	123,7	120,7	125,4	121,7	123,0	140,0
Oct.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,1	107,2	122,3	118,0	124,8	123,1	123,5	147,4
Nov.	2,6	4,2	108,3	105,0	112,6	114,0	108,1	119,6	115,7	121,5	121,0	121,3	139,9
Dec.	-1,1	-3,4	105,7	100,9	107,6	115,9	105,3	117,1	113,8	112,8	119,9	116,7	146,9
2023 Jan.	2,8	4,1	106,1	101,8	103,4	117,1	104,9	117,7	114,5	121,6	116,7	118,3	150,4
Feb.	-0,6	-0,8	106,8	101,4	104,9	119,0	106,7	116,8	113,7	116,9	117,2	118,1	141,8

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
		Total excluding food and energy											
	1	2	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	0,9	8,2	7,1
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,7	1,9	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	1,5	10,0	9,5
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3
2022 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	0,7	0,6	0,3	8,7	8,2
Feb.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,0	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	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9
Apr.	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,8	0,6	7,0	6,4
May ³⁾	123,2	6,1	5,3	.	5,0	-0,1	0,4	-0,3	0,2	-2,2	0,1	.	.

	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 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.	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,4	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0	
May ³⁾	12,5	13,4	9,6	.	5,8	-1,7	.	.	.	.	.	.

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	-0,1
2022 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	0,6
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	-1,2
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,9
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,3	8,6	11,6	9,6	.	.
2022 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	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-
2023 Jan.	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-
Feb.	156,5	12,7	9,8	10,3	9,4	7,4	14,6	18,2	8,7	15,9	-	-	-
Mar.	154,4	5,5	5,7	8,0	5,8	6,7	12,9	15,1	8,2	0,0	-	-	-
Apr.	149,5	1,0	3,1	5,1	1,3	6,1	10,5	11,2	7,2	-8,9	-	-	-

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	Govern- ment 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	109,5	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	6,8	4,2	7,7	12,4	17,4	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 Q2	113,7	4,5	6,9	6,3	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	4,5	7,4	7,5	4,6	7,5	13,4	19,4	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
Q4	117,4	5,8	6,9	8,5	5,6	7,6	9,7	12,4	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 Q1	119,3	6,2	5,4	8,1	4,1	6,4	5,4	3,7	75,8	-9,8	-3,8	-15,1	-10,2	-4,5	-16,4
2022 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	-7,4	-0,5	-13,4	-7,8	-1,4	-14,7
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-16,9	-11,1	-22,1	-16,8	-10,9	-23,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-18,2	-12,8	-23,1	-17,8	-12,1	-24,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-18,0	-15,3	-20,7	-17,6	-14,4	-21,7

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

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	2,0	-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	57,2	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	46,1	54,2	27,5	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,6	28,9	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,8	43,8	26,2	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 Dec.	36,8	48,5	27,8	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	30,6	46,0	28,6	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Feb.	22,9	43,7	26,1	25,9	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
Mar.	17,8	41,8	23,8	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
Apr.	11,6	35,4	19,9	15,5	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
May	6,6	30,9	18,9	12,7	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1

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	1,3
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,9
2022 Q2	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,6
Q3	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	3,0
Q4	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	3,1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	4,3

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	110,2	4,5	-0,9	2,0	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,9	6,2	16,6
2021	110,4	0,1	3,1	-2,8	4,4	-1,6	2,9	0,6	4,2	1,0	0,7	0,2
2022	113,8	3,1	3,9	2,8	5,2	1,7	3,0	4,2	4,7	3,3	3,5	-3,8
2022 Q2	112,6	2,6	4,7	3,1	4,8	1,0	1,7	4,4	4,5	2,6	3,0	-6,7
Q3	114,0	3,1	3,2	1,4	5,3	2,0	3,8	3,9	6,3	3,4	3,7	-1,8
Q4	116,3	4,5	4,7	2,3	6,8	4,3	3,6	4,9	4,1	5,1	4,7	-1,5
2023 Q1	118,9	5,8	3,9	6,3	4,7	6,6	4,7	7,4	4,9	6,4	3,9	-0,1
Compensation per employee												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,4	4,5	4,7	5,5	5,3	3,1	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	116,0	4,3	4,6	3,5	3,7	6,0	3,2	3,6	3,5	5,0	3,6	6,3
2022 Q2	115,0	4,3	4,6	4,1	3,4	7,1	2,7	3,9	3,8	4,8	2,7	7,3
Q3	116,4	3,8	4,8	2,6	3,3	4,5	3,0	3,3	3,5	4,8	3,6	4,8
Q4	118,3	4,8	5,5	3,4	4,6	5,2	3,6	3,5	1,8	6,0	5,4	4,5
2023 Q1	120,1	5,2	6,7	5,5	4,1	6,3	4,4	4,4	3,3	6,4	4,0	5,2
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,3	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,8	-3,7	-15,2
2021	100,8	3,8	-0,7	7,4	0,3	7,2	2,3	2,4	0,7	3,1	1,4	2,8
2022	101,9	1,1	0,7	0,7	-1,5	4,2	0,2	-0,6	-1,2	1,7	0,1	10,5
2022 Q2	102,1	1,6	-0,2	0,9	-1,3	6,1	1,0	-0,5	-0,7	2,1	-0,3	15,0
Q3	102,1	0,6	1,5	1,1	-1,9	2,5	-0,8	-0,6	-2,7	1,3	-0,1	6,7
Q4	101,7	0,3	0,8	1,0	-2,1	0,9	0,0	-1,3	-2,2	0,8	0,6	6,2
2023 Q1	101,1	-0,6	2,6	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-2,8	-1,5	0,0	0,1	5,3
Compensation per hour worked												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	2,8	1,6	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	118,0	3,2	5,4	3,8	3,9	1,7	3,4	3,7	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 Q2	116,6	3,4	6,4	4,9	5,3	1,6	3,8	5,0	3,1	4,1	4,5	3,4
Q3	118,2	2,9	4,8	2,0	3,0	2,6	2,3	2,3	3,0	3,1	3,8	3,9
Q4	120,5	4,2	6,5	3,0	3,3	3,7	3,6	3,0	1,3	5,1	5,7	3,3
2023 Q1	122,1	4,8	5,3	5,2	4,0	5,4	4,7	4,3	4,0	5,8	4,0	4,5
Hourly labour productivity												
2020	104,6	2,0	3,5	1,3	1,1	0,4	3,9	2,5	4,6	2,6	-0,6	-6,6
2021	104,5	-0,1	-0,7	2,5	-5,1	0,9	-0,2	0,7	-4,8	-1,2	0,3	-1,9
2022	104,5	0,0	1,5	1,0	-1,6	0,3	0,2	-0,4	-2,9	0,7	0,9	5,9
2022 Q2	104,4	0,7	1,6	1,9	-0,7	1,2	1,7	0,8	-2,8	1,7	1,4	9,7
Q3	104,7	-0,1	1,6	0,5	-2,1	1,2	-1,8	-1,1	-3,4	0,0	0,1	5,0
Q4	104,3	-0,4	0,8	0,7	-3,0	-0,4	-0,3	-2,1	-2,5	-0,2	0,8	4,2
2023 Q1	103,6	-0,9	1,7	-1,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,0	-0,5	-0,3	0,1	4,4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 Nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	3,72	-0,07
Dec.	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
Feb.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
Mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
Apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
May	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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 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
May	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	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											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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
May	456,4	4 319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4 146,2	30 147,5

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 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	1,40	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	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Feb.	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
Mar.	0,15	1,21	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
Apr. ⁶⁾	0,18	1,24	2,26	2,41	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,89	4,03	3,81	3,51	3,13	3,76	3,44

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 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	1,84	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	3,76	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	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Feb.	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
Mar.	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,31	3,88	4,22
Apr. ⁶⁾	0,44	2,79	3,06	4,39	4,86	4,73	4,89	4,60	4,58	3,93	4,32	4,37	3,67	4,38

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	1 489,2	429,7	127,0	52,6	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 412,4	427,9	132,1	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1 361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,8	48,0	47,8	133,9	97,2
2022 Dec.	1 361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	428,3	162,7	137,8	61,3	43,5	84,2	71,1
2023 Jan.	1 378,9	513,0	135,2	48,5	89,5	641,2	594,2	512,1	221,6	108,2	40,3	50,2	132,1	112,5
Feb.	1 367,1	526,3	137,9	51,2	89,6	613,4	569,4	495,0	224,5	98,8	35,3	48,9	122,8	96,2
Mar.	1 414,4	533,6	135,9	50,6	90,2	654,6	603,5	583,3	239,6	122,3	38,7	53,1	168,3	131,1
Apr.	1 443,1	560,6	133,5	47,5	96,6	652,5	603,5	510,8	218,8	100,6	31,9	60,2	131,2	103,2
May	1 438,5	577,8	130,1	47,1	92,5	638,2	604,1	504,4	241,6	112,7	35,0	46,8	103,3	90,2
Long-term														
2020	19 289,9	4 075,4	3 104,9	1 261,8	1 549,3	10 560,4	9 773,2	.	.	84,3	34,2	22,9	141,8	128,3
2021	19 927,5	4 182,7	3 388,2	1 343,2	1 599,1	10 757,4	9 936,5	316,6	67,6	73,8	28,9	16,1	130,6	121,1
2022	17 902,8	3 974,3	3 277,6	1 331,9	1 385,5	9 265,4	8 553,9	298,9	78,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2022 Dec.	17 902,8	3 974,3	3 277,6	1 331,9	1 385,5	9 265,4	8 553,9	196,8	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2023 Jan.	18 273,4	4 085,8	3 298,7	1 319,6	1 417,0	9 471,9	8 746,8	377,5	153,5	46,0	10,1	26,5	151,4	135,6
Feb.	18 188,3	4 082,2	3 300,9	1 323,6	1 407,0	9 398,2	8 675,3	354,3	99,1	54,0	12,8	18,2	182,9	165,8
Mar.	18 407,6	4 106,0	3 289,1	1 319,4	1 405,1	9 607,4	8 872,3	332,4	82,5	69,8	28,9	15,5	164,7	152,2
Apr.	18 405,2	4 116,8	3 287,6	1 315,8	1 408,6	9 592,2	8 872,3	311,4	73,9	74,9	22,1	16,5	146,0	140,1
May	18 571,5	4 187,1	3 345,9	1 350,4	1 418,0	9 620,5	8 903,5	363,1	98,8	95,1	52,2	27,7	141,5	133,2

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	20 779,1	4 505,1	3 231,9	1 314,3	1 645,6	11 396,5	10 495,7	8 518,5	473,6	1 318,5	6 725,5
2021	21 339,9	4 610,6	3 520,3	1 393,3	1 686,9	11 522,1	10 611,3	10 415,2	599,8	1 553,9	8 260,5
2022	19 264,5	4 437,3	3 421,1	1 381,8	1 473,8	9 932,3	9 175,6	8 780,1	524,7	1 353,6	6 901,2
2022 Dec.	19 264,5	4 437,3	3 421,1	1 381,8	1 473,8	9 932,3	9 175,6	8 780,1	524,7	1 353,6	6 901,2
2023 Jan.	19 652,4	4 598,8	3 434,0	1 368,1	1 506,4	10 113,1	9 341,0	9 528,6	595,9	1 460,2	7 471,9
Feb.	19 555,5	4 608,5	3 438,8	1 374,8	1 496,5	10 011,6	9 244,6	9 660,3	630,0	1 486,2	7 543,6
Mar.	19 822,0	4 639,6	3 425,0	1 370,1	1 495,4	10 262,0	9 475,8	9 681,3	558,5	1 439,5	7 682,8
Apr.	19 848,3	4 677,3	3 421,1	1 363,3	1 505,2	10 244,7	9 475,7	9 692,5	566,2	1 432,3	7 693,5
May	20 010,0	4 764,9	3 476,0	1 397,5	1 510,4	10 258,7	9 507,6	9 454,9	545,2	1 391,9	7 517,3
Growth rate ¹⁾											
2022 Oct.	3,3	4,6	4,5	1,1	0,5	2,8	3,3	0,3	-1,4	2,3	0,1
Nov.	3,8	5,4	5,2	1,3	0,2	3,2	3,7	0,1	-1,5	1,8	-0,1
Dec.	3,6	4,8	4,5	-0,3	0,6	3,2	3,8	0,2	-1,8	1,6	0,0
2023 Jan.	3,9	7,1	3,7	-0,5	0,4	3,1	3,7	0,1	-2,2	1,0	0,1
Feb.	4,0	7,8	2,7	-1,1	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,4	1,1	0,2
Mar.	3,6	7,0	2,0	-2,1	-0,4	3,4	4,0	0,1	-2,4	0,9	0,2
Apr.	4,2	8,0	1,2	-2,9	0,4	4,0	4,8	-0,1	-2,2	0,9	-0,1
May	4,3	9,1	2,1	0,0	0,2	3,6	4,5	0,0	-2,6	0,9	0,0

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	89,5	75,9	87,7	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,3	81,4	116,8	90,8
2022 Q2	95,6	90,3	93,2	83,4	66,6	81,1	116,5	90,2
Q3	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,8	114,5	88,9
Q4	95,9	91,8	94,6	84,5	65,3	81,8	117,3	91,7
2023 Q1	97,4	92,6	96,4	.	.	.	120,2	93,1
2022 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	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
Apr.	98,6	93,6	97,9	-	-	-	122,3	94,5
May	98,1	92,9	97,7	-	-	-	121,7	93,6
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 May	-0,4	-0,8	-0,2	-	-	-	-0,5	-0,9
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 May	2,7	2,8	4,7	-	-	-	4,6	3,9

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 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
May	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 May	0,5	0,7	0,0	-0,8	1,6	-2,1	-1,2	0,2	0,3	-1,0	-0,9
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 May	7,2	-4,7	0,1	-3,1	9,3	-2,5	2,4	0,0	8,3	-5,8	2,7

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 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	-
2023 Q1	436,4	350,6	85,8	66,8	31,1	36,5	148,0	26,8	324,8	171,6	-18,5	-
2022 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.	231,5	218,6	12,9	-2,1	16,0	50,6	40,4	9,8	181,8	162,1	-8,6	-
Feb.	75,9	79,0	-3,2	43,5	6,8	7,7	48,0	11,0	25,0	24,3	-11,4	-
Mar.	129,1	53,0	76,1	25,4	8,3	-21,8	59,5	6,0	117,9	-14,8	1,6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Mar.	-233,1	-342,6	109,5	-179,1	-328,1	-180,7	161,7	91,2	35,2	-176,1	0,3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Mar.	-1,7	-2,5	0,8	-1,3	-2,4	-1,3	1,2	0,7	0,3	-1,3	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	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
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	48,8	767,3	16 211,4
Q4	1 538,5	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
2023 Q1	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16 064,8
2022 Nov.	1 541,3	9 908,0	11 449,2	1 328,0	2 551,5	3 879,4	15 328,7	138,8	638,8	38,3	815,9	16 144,6
Dec.	1 538,5	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
2023 Jan.	1 540,7	9 729,3	11 270,0	1 458,2	2 560,6	4 018,8	15 288,8	133,8	634,5	49,8	818,2	16 107,0
Feb.	1 539,6	9 593,3	11 132,9	1 544,7	2 557,5	4 102,2	15 235,2	124,2	651,9	80,8	856,9	16 092,1
Mar.	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16 064,8
Apr. ^(p)	1 536,8	9 375,5	10 912,3	1 704,6	2 537,5	4 242,0	15 154,3	105,8	687,4	84,9	878,2	16 032,4
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	1 006,0	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,5	67,3	427,3	56,7	484,1	551,3	3,7	3,0	77,9	84,7	636,0
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	38,7	30,3	340,7
Q4	0,3	-360,9	-360,6	212,5	13,9	226,4	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2023 Q1	4,3	-377,3	-373,1	261,1	-11,8	249,3	-123,8	-20,6	31,2	49,5	60,1	-63,7
2022 Nov.	-0,1	-99,5	-99,6	79,0	-4,6	74,4	-25,1	14,6	16,2	16,8	47,6	22,5
Dec.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,4	-45,1	-14,8	11,1	10,6	6,9	-38,2
2023 Jan.	0,9	-99,5	-98,6	74,9	-0,9	74,0	-24,6	9,9	-15,5	4,5	-1,1	-25,8
Feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,7	36,1	-22,6
Mar.	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	16,3	25,1	-15,3
Apr. ^(p)	-7,3	-67,5	-74,8	59,0	-12,2	46,8	-28,0	2,8	6,2	-8,1	0,9	-27,2
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	3,8	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	331,2	7,4	6,3
Q4	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Q1	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
2022 Nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	239,8	8,3	4,8
Dec.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	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	5,7	245,3	13,4	3,4
Feb.	2,9	-3,5	-2,7	59,1	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,6	459,9	21,0	2,9
Mar.	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
Apr. ^(p)	1,0	-6,1	-5,2	73,5	0,8	21,1	0,9	-10,0	14,9	344,6	21,9	1,9

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	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	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	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	235,0	560,0
2023 Q1	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
2022 Nov.	3 393,4	2 764,9	488,3	132,1	8,1	8 379,1	5 582,2	413,4	2 382,5	1,0	1 345,6	250,5	557,7
Dec.	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	235,0	560,0
2023 Jan.	3 375,9	2 697,2	536,6	134,6	7,4	8 439,1	5 563,9	485,3	2 389,1	0,8	1 271,1	237,0	558,9
Feb.	3 380,1	2 663,2	573,2	134,5	9,2	8 419,4	5 511,0	521,9	2 385,8	0,7	1 223,4	225,0	571,9
Mar.	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
Apr. (p)	3 337,1	2 572,1	623,2	131,6	10,1	8 376,6	5 398,8	608,0	2 368,9	0,9	1 222,2	227,0	560,5
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	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,5	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	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,3	-7,4	8,4
2023 Q1	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-95,5	-2,1	12,7
2022 Nov.	8,3	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,7	-3,9	0,7
Dec.	-24,8	-35,2	9,4	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,3	-14,9	2,4
2023 Jan.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-28,0	1,0	-2,4
Feb.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
Mar.	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
Apr. (p)	-3,8	-27,7	23,0	-0,9	1,8	-13,9	-44,1	40,0	-9,7	-0,1	22,8	-4,4	-18,6
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	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2022 Nov.	5,4	-0,8	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	31,7	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	42,9	1,8	-25,6	-5,1	-2,9	4,7
Mar.	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
Apr. (p)	1,2	-10,1	108,2	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,6	0,9	-7,0	-4,1	1,0	-1,4

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	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
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	5 165,6	6 613,7	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023 Q1	6 358,3	995,7	5 337,6	15 415,4	13 014,0	13 180,2	5 131,2	6 665,9	1 078,3	138,5	1 552,0	849,5
2022 Nov.	6 423,3	994,6	5 403,7	15 441,4	13 043,0	13 193,2	5 162,9	6 632,2	1 098,1	149,7	1 561,1	837,4
Dec.	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023 Jan.	6 379,3	996,3	5 358,1	15 422,7	13 028,2	13 200,3	5 141,3	6 655,4	1 084,4	147,0	1 557,9	836,6
Feb.	6 347,5	997,3	5 325,3	15 417,3	13 023,1	13 190,5	5 140,1	6 660,0	1 074,4	148,6	1 548,5	845,7
Mar.	6 358,3	995,7	5 337,6	15 415,4	13 014,0	13 180,2	5 131,2	6 665,9	1 078,3	138,5	1 552,0	849,5
Apr. ^(p)	6 316,0	981,7	5 309,2	15 433,0	13 007,6	13 182,1	5 124,2	6 666,7	1 072,1	144,6	1 565,0	860,4
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	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	678,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
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	222,7	232,6	236,8	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
Q4	44,4	4,1	39,7	3,4	-31,7	10,0	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 Q1	-80,3	-19,8	-60,3	-5,8	7,0	3,7	-2,6	14,1	3,4	-7,8	-20,8	7,9
2022 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.	25,3	12,1	13,3	-30,1	-45,4	-20,9	-25,1	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,5
2023 Jan.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,8	1,6	1,5	9,3	0,6	-15,2	-1,2
Feb.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-8,1	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
Mar.	-24,9	-3,2	-21,7	6,7	2,0	4,1	-1,9	8,2	5,7	-10,0	2,7	2,0
Apr. ^(p)	-37,6	-13,9	-23,8	19,7	-3,0	6,9	-4,6	2,0	-6,5	6,2	12,7	10,0
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	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2022 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	1,0	-0,7
Feb.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
Mar.	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
Apr. ^(p)	-0,9	-2,9	-0,5	2,5	3,0	3,3	3,8	2,6	3,5	-9,5	-1,2	3,6

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	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	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	5 165,6	5 136,5	1 008,0	1 068,1	3 089,5	6 613,7	6 802,4	714,0	5 195,4	704,2
Q4	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Q1	5 131,2	5 127,3	940,2	1 093,0	3 098,1	6 665,9	6 867,2	723,6	5 236,0	706,3
2022 Nov.	5 162,9	5 142,9	993,0	1 071,2	3 098,7	6 632,2	6 826,4	716,9	5 211,3	704,0
Dec.	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Jan.	5 141,3	5 135,0	955,0	1 086,3	3 100,0	6 655,4	6 860,0	720,1	5 223,1	712,3
Feb.	5 140,1	5 132,1	945,3	1 092,0	3 102,9	6 660,0	6 864,1	721,7	5 228,3	710,0
Mar.	5 131,2	5 127,3	940,2	1 093,0	3 098,1	6 665,9	6 867,2	723,6	5 236,0	706,3
Apr. ^(p)	5 124,2	5 122,5	929,9	1 094,2	3 100,1	6 666,7	6 866,6	725,2	5 237,4	704,2
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	306,7	78,5	77,6	112,5	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	139,1	139,4	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	22,0	0,2
2023 Q1	-2,6	3,5	-20,8	10,8	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2022 Nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
Dec.	-25,1	-12,3	-24,9	10,2	-10,3	4,2	6,2	1,5	4,7	-1,9
2023 Jan.	1,6	-0,5	-7,9	3,0	6,4	1,5	10,3	0,0	2,1	-0,7
Feb.	-2,3	-1,8	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
Mar.	-1,9	5,8	-2,5	2,2	-1,6	8,2	5,3	2,6	7,5	-2,0
Apr. ^(p)	-4,6	-1,8	-9,2	2,1	2,5	2,0	1,8	2,1	1,7	-1,9
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	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2022 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	0,1
Feb.	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
Mar.	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Apr. ^(p)	3,8	4,6	1,6	8,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0

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	6 886,1	1 837,3	37,1	1 997,2	3 014,4	1 372,0	394,3	128,5	136,8
2022	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2022 Q2	757,5	6 789,1	1 843,9	30,6	2 008,5	2 906,0	1 313,6	420,6	166,5	157,3
Q3	642,5	6 764,5	1 801,9	30,6	2 096,5	2 835,6	1 318,8	518,2	148,0	146,7
Q4	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 895,2	1 792,7	35,0	2 171,1	2 896,5	1 436,0	330,4	152,1	165,8
2022 Nov.	692,2	6 777,9	1 788,3	30,9	2 109,6	2 849,2	1 316,0	434,1	161,2	170,6
Dec.	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Jan.	564,5	6 842,3	1 784,4	32,5	2 158,3	2 867,1	1 350,7	361,0	155,5	157,0
Feb.	553,6	6 818,9	1 785,7	33,8	2 177,0	2 822,3	1 336,3	363,4	154,6	159,6
Mar.	580,0	6 895,2	1 792,7	35,0	2 171,1	2 896,5	1 436,0	330,4	152,1	165,8
Apr. ^(p)	586,5	6 902,4	1 807,4	35,9	2 163,7	2 895,5	1 436,0	336,3	153,3	161,9
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	82,5	-116,4	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,9	-89,8	-5,2	14,7	112,2	-65,9	-153,8	10,5	17,9
2022 Q2	17,2	12,5	-8,0	-4,2	-16,0	40,7	-61,1	-3,0	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-26,3	55,9	-18,6	-10,6
Q4	40,8	64,5	-15,2	0,3	57,9	21,5	52,2	-72,9	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,1	8,3	4,0	63,8	8,9	72,7	-75,3	15,0	18,9
2022 Nov.	15,4	39,0	2,0	0,1	33,2	3,7	18,9	11,9	16,9	14,5
Dec.	-8,5	35,4	-5,4	0,1	12,1	28,6	24,7	-31,1	-23,4	-22,9
2023 Jan.	-125,1	45,6	0,2	1,6	48,4	-4,5	1,8	-46,0	17,7	9,4
Feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,1	8,3	-18,5	-0,2	3,0
Mar.	26,2	22,7	8,0	1,1	9,2	4,3	62,6	-10,8	-2,5	6,5
Apr. ^(p)	6,4	18,4	15,4	0,9	-0,9	3,1	16,1	-0,6	1,2	-4,0
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	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 Q2	12,2	-0,3	-3,0	-21,5	-1,5	2,7	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
Q4	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2022 Nov.	-2,8	-0,1	-4,4	-15,8	-0,7	3,2	-	-	11,3	18,5
Dec.	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Jan.	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
Feb.	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
Mar.	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
Apr. ^(p)	-23,9	2,3	-2,3	4,0	4,8	3,2	-	-	-16,0	-5,3

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	-2,0
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	50,8	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 currencies	
	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	2,0	-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	Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	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	
2022 Q1	13,5	12,4	4,6	1,2	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	
Q4	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	
2022 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.	13,6	12,4	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7	
Apr.	13,4	12,1	3,9	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,3	0,9	

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
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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 14 juin 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-23-010-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général