



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 8 / 2022**



# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	9
2 Activité économique	18
3 Prix et coûts	27
4 Évolutions sur les marchés financiers	35
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	41
6 Évolutions budgétaires	50
<b>Encadrés</b>	<b>55</b>
1 Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis	55
2 La Croatie adopte l'euro	62
3 L'impact du renchérissement de l'énergie sur la consommation de services et de biens dans la zone euro	68
4 La dynamique des salaires dans les pays de la zone euro depuis le début de la pandémie	72
5 Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE	77
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 juillet au 1 <sup>er</sup> novembre 2022	83
7 Quelles informations l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit-elle sur les évolutions futures en matière de prêts ?	91
8 Implications de politique budgétaire des projets de plans budgétaires des États de la zone euro pour 2023	100
<b>Articles</b>	<b>105</b>
1 Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie – un premier bilan	105
2 Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie	132
<b>Statistiques</b>	<b>155</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires

## Vue d'ensemble

Le 15 décembre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et prévoit, sur la base de la révision à la hausse significative des perspectives d'inflation, de continuer à les relever. Il estime en particulier que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Avec le temps, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux restrictifs permettra de réduire l'inflation en freinant la demande et d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le principal instrument du Conseil des gouverneurs pour définir l'orientation de la politique monétaire. Lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a également examiné des principes en vue de la normalisation des titres détenus par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire. À partir de début mars 2023, le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) sera 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 la fin du deuxième trimestre 2023, puis son rythme sera ajusté au fil du temps.

Lors de sa réunion de février 2023, le Conseil des gouverneurs annoncera les modalités précises de la réduction des avoirs détenus au titre de l'APP. Il réévaluera régulièrement le rythme de la réduction du portefeuille de l'APP afin de veiller à ce qu'il reste aligné sur la stratégie de politique monétaire et sur son orientation globale, de préserver le bon fonctionnement du marché et de conserver un contrôle ferme des conditions à court terme sur le marché monétaire. D'ici la fin 2023, le Conseil des gouverneurs révisera également son cadre opérationnel en matière de pilotage des taux d'intérêt à court terme, qui fournira des informations concernant la fin du processus de normalisation du bilan.

Lors de sa réunion de décembre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les taux d'intérêt, et prévoit de continuer à les relever sensiblement, parce que l'inflation demeure beaucoup trop forte et devrait rester supérieure à l'objectif pendant une trop longue période. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation a atteint 10,0 % en novembre, légèrement au-dessous des 10,6 % enregistrés en octobre. Ce recul s'explique principalement par le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires et les

tensions sous-jacentes sur les prix dans l'économie se sont accentuées, et persisteront pendant quelque temps. Dans un contexte d'incertitude exceptionnelle, les services de l'Eurosystème ont significativement révisé à la hausse leurs projections d'inflation. Selon eux, l'inflation moyenne devrait désormais atteindre 8,4 % en 2022 avant de revenir à 6,3 % en 2023, avec un net ralentissement attendu au cours de l'année. L'inflation s'établirait donc, en moyenne, à 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 3,9 % en moyenne en 2022 et atteindre 4,2 % en 2023, avant de retomber à 2,8 % en 2024 et 2,4 % en 2025.

L'économie de la zone euro pourrait se contracter au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023, en raison de la crise de l'énergie, de l'incertitude élevée, du ralentissement de l'activité économique mondiale et du resserrement des conditions de financement. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, une récession serait relativement courte et peu marquée. La croissance devrait toutefois être modérée en 2023 et a été révisée sensiblement à la baisse par rapport aux projections de septembre 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Au-delà du court terme, la croissance devrait se redresser à mesure de l'atténuation des vents contraires actuels. Dans l'ensemble, les projections de décembre 2022 tablent désormais sur une croissance économique de 3,4 % en 2022, 0,5 % en 2023, 1,9 % en 2024 et 1,8 % en 2025.

## Activité économique

L'activité économique mondiale s'est détériorée face à la forte incertitude géopolitique, au niveau élevé et croissant de l'inflation et aux conditions financières restrictives. Selon les projections de décembre 2022, le taux de croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait revenir à 2,6 % en 2023, un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, avant de se redresser pour s'établir à 3,1 % et 3,3 %, respectivement, en 2024 et 2025. Les perspectives sont plus faibles que celles présentées dans les projections de septembre 2022. Les perspectives relatives au commerce international et à la demande extérieure adressée à la zone euro se sont également détériorées par rapport aux projections de septembre 2022. Les tensions mondiales sur les prix demeurent généralisées et élevées dans un contexte de demande toujours relativement robuste, de tensions sur les marchés du travail et de prix élevés des produits alimentaires, mais elles devraient s'atténuer avec la stabilisation des marchés de matières premières et le ralentissement de la croissance. Dans un environnement d'incertitude élevée, la balance des risques entourant les projections de référence est orientée à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour les tensions mondiales sur les prix.

La croissance économique s'est ralentie dans la zone euro, revenant à 0,3 % au troisième trimestre de cette année. Le niveau élevé de l'inflation et le resserrement des conditions de financement freinent les dépenses et la production en réduisant les revenus réels des ménages et en poussant les coûts à la hausse pour les entreprises. La croissance de l'économie mondiale se ralentit également, dans un

contexte d'incertitude géopolitique persistante, due en particulier à la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population, et de resserrement des conditions de financement à travers le monde. La détérioration antérieure des termes de l'échange, reflétant la hausse plus rapide des prix à l'importation par rapport aux prix à l'exportation, continue de peser sur le pouvoir d'achat dans la zone euro.

Du côté positif, l'emploi a enregistré une hausse de 0,3 % au troisième trimestre, tandis que le taux de chômage est tombé à un nouveau point bas historique de 6,5 % en octobre. L'augmentation des salaires devrait rétablir en partie le pouvoir d'achat perdu, soutenant ainsi la consommation. Toutefois, avec l'affaiblissement de l'économie, la création d'emplois devrait se ralentir, et le chômage pourrait augmenter au cours des prochains trimestres.

Les perspectives de la zone euro se sont légèrement détériorées, la croissance étant plus faible et l'inflation plus forte et persistante qu'envisagé dans les projections de septembre 2022. Les services tablent désormais sur une récession brève et peu marquée dans la zone euro au tournant de l'année. Alors que les conséquences économiques de la guerre en Ukraine se matérialisent et alimentent les fortes tensions inflationnistes, la confiance des consommateurs et des entreprises est restée faible, tandis que les revenus réels disponibles s'érodent et que la montée des pressions sur les coûts réduit la production, en particulier dans les secteurs grands consommateurs d'énergie. Les répercussions économiques négatives devraient être atténuées en partie par les mesures de politique budgétaire. En outre, compte tenu des stocks importants de gaz naturel et des efforts actuellement déployés pour réduire la demande et trouver d'autres sources pour remplacer le gaz russe, la zone euro devrait pouvoir éviter de procéder à des interruptions obligatoires de la production liées à l'énergie sur l'horizon de projection, même si les risques de perturbations de l'approvisionnement énergétique demeurent importants, en particulier concernant l'hiver 2023-2024. À moyen terme, à mesure du rééquilibrage du marché de l'énergie, l'incertitude devrait diminuer et les revenus réels devraient se redresser. Par conséquent, la croissance économique devrait rebondir, soutenue également par le renforcement de la demande extérieure et l'allègement des goulets d'étranglement qui subsistent au niveau de l'offre, en dépit de conditions de financement moins favorables. Les marchés du travail devraient rester relativement résistants face à la récession modérée à venir, reflétant le maintien de sureffectifs dans un contexte de pénuries de main-d'œuvre toujours importantes. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait nettement se ralentir, revenant de 3,4 % en 2022 à 0,5 % en 2023, avant de rebondir à 1,9 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Par rapport aux projections de septembre 2022, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2022 en raison de surprises positives pendant l'été, et corrigées à la baisse de 0,4 point de pourcentage pour 2023, alors qu'elles restent inchangées pour 2024.

Selon les projections de décembre 2022, le solde budgétaire de la zone euro devrait se détériorer en 2023 avant de s'améliorer par la suite, avec une baisse attendue de la dette publique sur l'ensemble de l'horizon de projection. Après une amélioration

attendue en 2022 (de – 5,1 % du PIB en 2021 à – 3,5 % en 2022), le solde budgétaire devrait revenir à – 3,7 % en 2023. De nouvelles améliorations sont prévues en 2024 et, dans une moindre mesure, en 2025, où le solde budgétaire devrait s'établir à – 2,6% du PIB. Ce chiffre demeure toutefois bien au-dessous du niveau d'avant la pandémie (– 0,6 %). Après avoir fortement augmenté en 2020, la dette publique agrégée au sein de la zone euro devrait diminuer sur l'horizon de projection, pour s'établir à 88 % du PIB en 2025, soit un niveau toujours supérieur à celui d'avant la crise (84 %). Ce recul attendu s'explique essentiellement par des écarts favorables entre taux d'intérêt et taux de croissance, dus à la croissance du PIB nominal, qui compense nettement les déficits primaires persistants, bien qu'en baisse.

Les mesures de soutien budgétaire visant à protéger l'économie des conséquences des prix élevés de l'énergie doivent être temporaires, ciblées, et conçues de manière à ne pas aller à l'encontre des incitations à réduire la consommation d'énergie. Les mesures budgétaires qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte. En outre, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, les politiques budgétaires devraient avoir pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et de réduire progressivement la dette publique élevée. Les mesures prises pour renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, peuvent contribuer à soulager les tensions sur les prix à moyen terme. À cette fin, les pouvoirs publics devraient mettre en œuvre rapidement leurs plans d'investissement et de réformes structurelles prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU*. La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être menée à bien rapidement.

## Inflation

L'inflation est revenue à 10,0 % en novembre, sous l'effet principalement d'une hausse moins forte des prix de l'énergie, tandis que la hausse des prix des services s'est également quelque peu ralentie. La hausse des prix des produits alimentaires a néanmoins poursuivi son accélération pour atteindre 13,6 %, les coûts élevés des consommations intermédiaires dans la production alimentaire étant répercutés sur les prix à la consommation. Les tensions sur les prix demeurent soutenues à travers les différents secteurs, en partie à cause de l'effet des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. L'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée au même niveau en novembre, à 5,0 %, et d'autres indicateurs de l'inflation sous-jacente demeurent élevés.

Les mesures budgétaires visant à compenser les prix élevés de l'énergie et l'inflation pour les ménages devraient atténuer l'inflation au cours de 2023, mais leur retrait entraînera un effet haussier. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se dissipent progressivement, bien que leurs effets continuent de contribuer à l'inflation, notamment en poussant les prix des biens à la hausse. Il en va de même pour la levée des restrictions liées à la pandémie : l'effet de la demande latente, s'il s'atténue, continue d'alimenter l'augmentation des prix, en particulier dans le secteur

des services. La dépréciation de l'euro en 2022 continue également de se répercuter sur les prix à la consommation.

La croissance des salaires se confirme, soutenue par des marchés du travail robustes et des rattrapages des salaires en vue de compenser l'inflation élevée pour les salariés. Ces facteurs devant persister, les projections de décembre 2022 anticipent une hausse des salaires à des taux largement supérieurs aux moyennes habituelles et une accélération de l'inflation sur l'ensemble de l'horizon de projection. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si de nouvelles révisions de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu.

Dans un contexte d'incertitude exceptionnelle, les services de l'Eurosystème ont significativement révisé à la hausse leurs projections d'inflation. L'inflation devrait revenir d'une moyenne de 8,4 % en 2022 à 6,3 % en 2023, reculant de 10 % au dernier trimestre 2022 à 3,6 % au dernier trimestre 2023. Par la suite, cette moyenne devrait baisser pour s'établir à 3,4 % en 2024 et à 2,3 % en 2025. Le ralentissement de l'inflation sur l'horizon de projection reflète d'importants effets de base baissiers liés aux prix de l'énergie tout au long de 2023, l'incidence progressive de la normalisation de la politique monétaire de la BCE commencée en décembre 2021, la détérioration des perspectives de croissance et la baisse attendue des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires, conformément aux prix des contrats à terme, ainsi que l'hypothèse selon laquelle les anticipations d'inflation à plus long terme demeureront ancrées. L'inflation totale devrait revenir à l'objectif de 2 % à moyen terme de la BCE au second semestre 2025, tandis que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires restera supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon. Cette persistance résulterait des effets indirects différés du niveau élevé des prix de l'énergie et de la forte dépréciation passée de l'euro (malgré la légère appréciation récente), ainsi que de la robustesse des marchés du travail et des effets de compensation de l'inflation sur les salaires, qui devraient atteindre des taux largement supérieurs aux moyennes historiques en termes nominaux (bien que demeurant, en termes réels, en dessous des niveaux observés avant la guerre en Ukraine sur l'ensemble de l'horizon de projection). Par rapport aux projections de septembre 2022, l'inflation totale a été sensiblement révisée à la hausse pour 2022 (de 0,3 point de pourcentage), 2023 (de 0,8 point de pourcentage) et 2024 (de 1,1 point de pourcentage), traduisant des données récentes inattendues, une réévaluation de la vigueur et de la persistance des tensions sur les prix en amont et de leur transmission, une accélération de la hausse des salaires et un renchérissement des matières premières alimentaires. Ces effets haussiers ont largement compensé l'incidence à la baisse des hypothèses de diminution des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité, d'un allègement plus rapide des goulets d'étranglement du côté de l'offre, de la récente appréciation de l'euro et de la détérioration des perspectives de croissance. Il est important de noter que les nouvelles mesures budgétaires prises depuis les projections de septembre 2022, dont la plupart visent à réduire les hausses des prix de l'énergie en 2023, diminuent la révision à la hausse de l'inflation pour 2023, mais contribuent significativement à la révision à la hausse pour 2024, quand nombre d'entre elles prendront fin.

## Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre contre l'Ukraine demeure un risque baissier important pour l'économie. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. À court terme, les tensions existantes en amont pourraient entraîner une augmentation plus forte qu'anticipé des prix de détail de l'énergie et des produits alimentaires. À moyen terme, les risques découlent principalement de facteurs intérieurs, tels qu'une hausse durable des anticipations d'inflation au-dessus de l'objectif de 2 % de la BCE ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie ou une contraction supplémentaire de la demande allégeraient les tensions sur les prix.

## Conditions financières et monétaires

Avec le resserrement de la politique monétaire de la BCE, emprunter devient plus cher pour les entreprises et les ménages. L'octroi de prêts bancaires aux entreprises reste robuste, les entreprises remplaçant les obligations par des prêts bancaires et utilisant le crédit pour financer les coûts plus élevés de production et d'investissement. Les ménages empruntent moins, en raison du resserrement des critères d'octroi de crédit, du relèvement des taux d'intérêt, de la détérioration des perspectives sur le marché du logement et de la dégradation de la confiance des consommateurs.

Conformément à la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs effectue deux fois par an une évaluation approfondie de la relation entre politique monétaire et stabilité financière. L'environnement de la stabilité financière s'est détérioré depuis notre dernière évaluation en juin 2022, sous l'effet d'un affaiblissement de l'économie et d'une aggravation du risque de crédit. En outre, les vulnérabilités souveraines se sont accentuées dans un contexte de dégradation des perspectives économiques et des situations budgétaires. Le resserrement des conditions de financement permettrait de limiter l'accumulation de vulnérabilités financières et de réduire les risques extrêmes pesant sur l'inflation à moyen terme, au prix d'un risque accru de tensions systémiques et de risques à la baisse plus forts sur la croissance à court terme. De plus, les besoins de liquidité des établissements financiers non bancaires pourraient amplifier la volatilité des marchés. Dans le même temps, les banques de la zone euro disposent de niveaux satisfaisants de fonds propres, ce qui permet de réduire les effets secondaires du resserrement de la politique monétaire sur la stabilité financière. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et faire face aux vulnérabilités à moyen terme.



## Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et prévoit, sur la base de la révision à la hausse significative des perspectives d'inflation, de continuer à les relever. 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, 2,50 %, 2,75 % et 2,00 % à compter du 21 décembre 2022. Le Conseil des gouverneurs estime que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Avec le temps, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux restrictifs permettra de réduire l'inflation en freinant la demande et d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP au moins jusqu'à fin février 2023. Par la suite, le portefeuille de l'APP sera 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 la fin du deuxième trimestre 2023, puis son rythme sera ajusté au fil du temps. S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

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 vers son objectif de 2 % à moyen terme. L'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix.

## 1 Environnement extérieur

*Les perspectives économiques mondiales se sont détériorées face à la forte incertitude géopolitique, à une inflation élevée et croissante et à des conditions financières restrictives. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait se ralentir pour s'établir à 2,6 % en 2023, au-dessous de sa moyenne de long terme, avant de se redresser progressivement en 2024 et 2025 pour atteindre 3,1 % et 3,3 % respectivement. Ces perspectives sont plus faibles que celles décrites dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 pour la zone euro établies par les services de la BCE. Les perspectives relatives au commerce international et à la demande extérieure adressée à la zone euro se sont également détériorées par rapport aux projections de septembre. Les tensions mondiales sur les prix demeurent généralisées et élevées dans un contexte de demande toujours relativement robuste, de tensions sur les marchés du travail et de prix élevés des produits alimentaires, mais elles devraient diminuer sous l'effet de la stabilisation des marchés des matières premières et du ralentissement de la croissance. Dans un environnement d'incertitude élevée, la balance des risques entourant les projections de référence est orientée à la baisse pour la croissance mondiale et à la hausse pour les tensions mondiales sur les prix.*

**Au cours de l'année 2022, l'économie mondiale a été affectée par plusieurs chocs qui ont freiné le rythme de la croissance et qui continueront de peser sur les perspectives mondiales.** La guerre menée par la Russie en Ukraine continue de perturber les marchés de l'énergie et des matières premières alimentaires, et les prix de l'énergie restent volatils bien qu'ils aient baissé depuis les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE. En outre, la guerre alimente l'incertitude quant à la sécurité alimentaire, en particulier dans les économies de marché émergentes. En Chine, la stratégie zéro COVID mise en œuvre jusqu'à présent, tout au moins au moment de la finalisation des projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème, et la récession dans le secteur de l'immobilier résidentiel continuent de peser sur l'activité. Dans les principales économies avancées, le ralentissement de l'activité économique au cours de l'année 2022 résulte du ralentissement de la demande et de l'amorce d'un cycle de resserrement début 2022. L'assouplissement des restrictions liées à la pandémie et des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement depuis le printemps, ainsi que la baisse des prix de l'énergie, ont soutenu l'activité jusqu'au troisième trimestre.

**Les données d'enquêtes continuent d'indiquer une modération généralisée de l'activité économique au tournant de l'année, en particulier dans les économies avancées.** Les indices composites mondiaux (hors zone euro) des directeurs d'achat (PMI) ont atteint un pic en juin et sont depuis sur une trajectoire baissière. En novembre, les indices des directeurs d'achat ont continué de baisser sous le seuil neutre dans les économies avancées (hors zone euro) et sur les marchés émergents ainsi que dans les secteurs manufacturiers et des services (graphique 1). Pour le quatrième trimestre 2022, la croissance du PIB mondial en

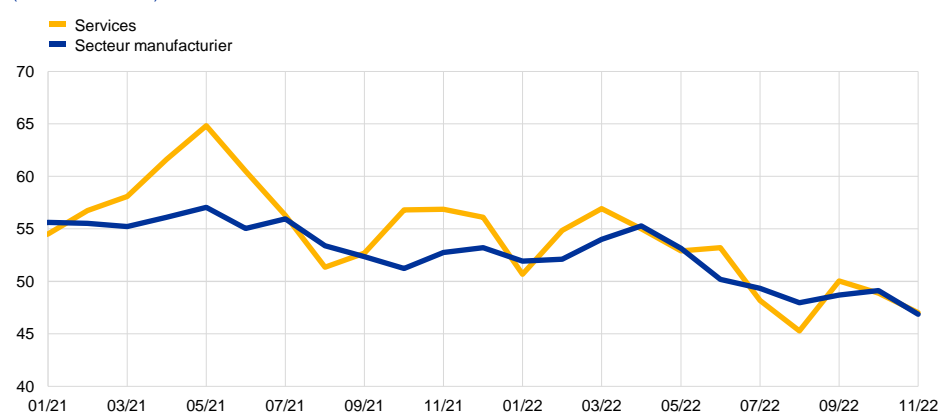
volume (hors zone euro) devrait revenir à 0,3 % en glissement trimestriel, après 1,1 % au troisième trimestre, reflétant la persistance de tensions inflationnistes fortes et des conditions financières restrictives qui continuent de peser sur le revenu disponible des ménages et l'épargne accumulée pendant la pandémie. Par rapport aux projections de septembre, la croissance au quatrième trimestre a été révisée à la baisse de 0,5 point de pourcentage, reflétant une prévision de croissance plus faible dans les économies avancées et émergentes.

### Graphique 1

#### PMI pour la production par secteur dans les économies avancées et les économies de marché émergentes

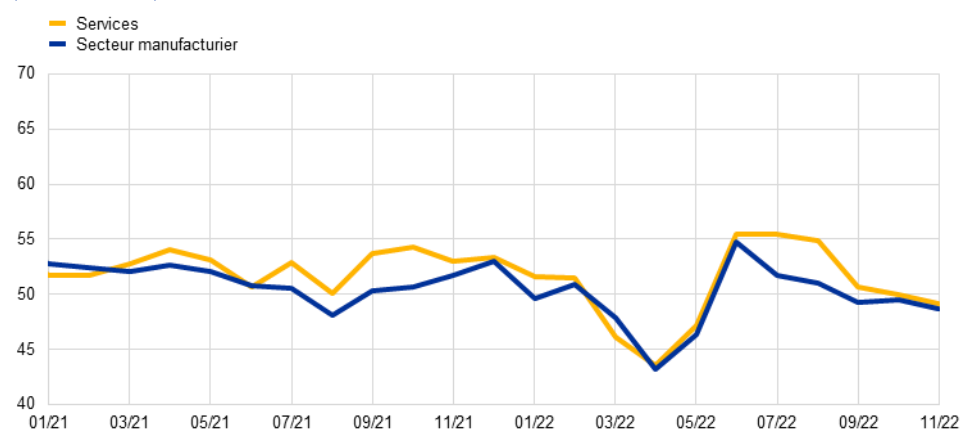
##### a) Économies avancées (hors zone euro)

(indices de diffusion)



##### b) Économies de marché émergentes

(indices de diffusion)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2022.

**La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait diminuer en 2023, avant de se redresser progressivement en 2024 et 2025.** En 2022, la croissance du PIB mondial est revenue à 3,3 %. Elle devrait encore se ralentir pour s'établir à 2,6 % en 2023, reflétant un repli significatif de la croissance dans les économies avancées, y compris aux États-Unis et au Royaume-Uni. Certaines économies de marché émergentes (EME) devraient mieux résister aux facteurs défavorables actuels compte tenu de leurs moindres vulnérabilités macrofinancières

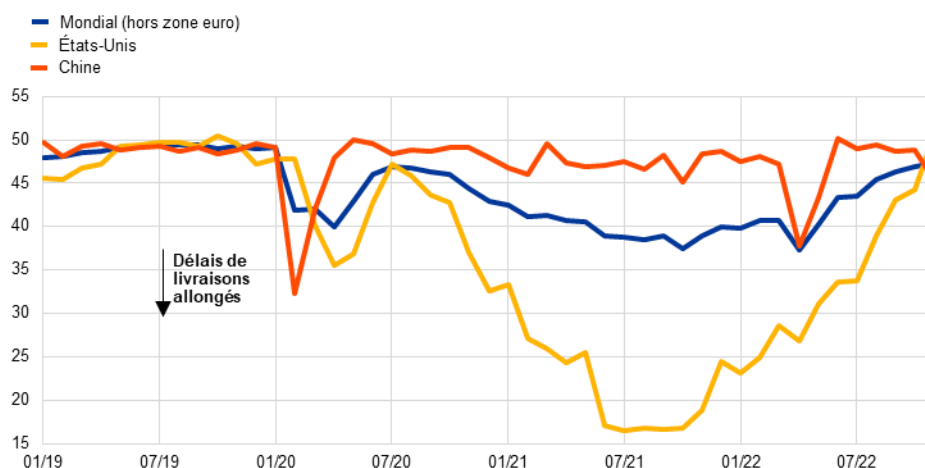
par rapport aux cycles de resserrement précédents : inflation plus faible, exposition moins importante à la dette libellée en dollars et moindre distorsion de leurs taux de change. Toutefois, l'hétérogénéité reste importante même au sein de ce groupe et les perspectives demeurent fragiles pour certains pays, comme la Chine, en raison de ses difficultés dans le secteur de l'immobilier résidentiel et de la récente recrudescence des infections au coronavirus (COVID-19). Un rythme de croissance plus lent dans les pays d'Amérique latine et une aggravation de la récession en Russie, malgré une nouvelle révision importante à la hausse de la croissance, en particulier pour 2022, pèsent sur les perspectives de croissance des EME. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) a été revue à la hausse pour 2022 (+ 0,4 point de pourcentage) mais à la baisse pour 2023 (- 0,4 point de pourcentage) et 2024 (- 0,3 point de pourcentage).

**L'affaiblissement de l'activité manufacturière devrait peser sur le commerce mondial au tournant de l'année.** Le commerce mondial a relativement bien résisté au premier semestre 2022, les facteurs défavorables liés à la guerre menée par la Russie en Ukraine et à la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre ayant été partiellement contrebalancés par la reprise dans les services de voyages et de transport après la levée des mesures d'endiguement de la pandémie de COVID-19. La dynamique des échanges mondiaux de marchandises (hors zone euro ; mesurée par les variations en glissement sur trois mois) se détériore depuis juillet en raison de la croissance faible dans les économies avancées. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial (hors zone euro), qui est un indicateur du commerce mondial plus rapidement disponible, est également demeuré en territoire négatif. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement continuent de s'atténuer progressivement, même si les évolutions de la COVID-19 en Chine représentent un risque à la baisse potentiel, en particulier à court terme. En novembre, l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs pour le monde (hors zone euro) s'est encore amélioré pour atteindre 47,3 et il a dépassé le seuil indiquant une expansion (+50) pour les États-Unis, tandis que pour la Chine, l'indice est revenu à 45,4, après 48,7 (graphique 2), principalement en raison du nouveau durcissement des mesures d'endiguement en novembre face à la recrudescence des nouvelles infections à la COVID-19. Toutefois, la situation reste très incertaine car les autorités ont commencé à assouplir les mesures d'endiguement au début du mois de décembre et envisagent l'introduction d'une nouvelle phase de mesures pour lutter contre le virus.

## Graphique 2

### Délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (PMI)

(indice)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2022.

#### Les perspectives de croissance du commerce mondial se sont détériorées, en ligne avec les projections relatives à l'activité mondiale.

La croissance des importations mondiales (hors zone euro) est ressortie à 5,6 % en 2022, mais elle devrait se ralentir pour s'établir à 1,9 % en 2023 avant de remonter à 3,3 % en 2024 et de demeurer stable en 2025. Selon les estimations, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été de 6,0 % en 2022. Elle devrait connaître un ralentissement marqué en 2023, pour s'établir à 1,2 %, en raison de perspectives de croissance plus faibles dans certains des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Pour 2024 et 2025, elle devrait ressortir à 3,0 % environ, en ligne avec l'évolution des importations mondiales. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la hausse pour 2022 afin de refléter une dynamique commerciale plus forte que prévu au deuxième trimestre dans certaines économies avancées et dans les pays d'Europe centrale et orientale ne faisant pas partie de la zone euro. La demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la baisse pour 2023 et 2024, en ligne avec une croissance plus faible de l'activité. Pour 2023, cette évolution est partiellement contrebalancée par une amélioration des perspectives relatives aux échanges commerciaux pour la Russie, malgré une importante révision à la baisse de la pondération de ce pays dans la demande extérieure adressée à la zone euro <sup>1</sup>.

**Les tensions inflationnistes mondiales restent élevées et généralisées**, reflétant le niveau encore relativement élevé de la demande, les tensions sur les marchés du

<sup>1</sup> Si les pondérations de la demande extérieure de la zone euro sont généralement actualisées à l'aide de moyennes mobiles pluriannuelles, une réduction *ad hoc* du poids de la Russie, de 2,9 % à 1,5 % à compter du premier trimestre 2023, a été appliquée sur la base des données relatives aux échanges commerciaux du deuxième trimestre 2022, afin de tenir compte de la brusque réduction des relations commerciales avec la zone euro et du fait que le scénario de référence suppose le maintien des sanctions sur l'ensemble de l'horizon de projection.

travail et les prix élevés des produits alimentaires, tandis que les tensions inflationnistes liées à l'énergie ont commencé à s'atténuer en raison de la baisse des prix. L'inflation annuelle totale dans les pays de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) est passée de 8,2 % en septembre à 8,3 % en octobre, sous l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires <sup>2</sup>. La dynamique de l'inflation totale (à l'exclusion de la Turquie) s'est ralentie pour le cinquième mois consécutif pour s'établir à 5,9 % (croissance annualisée en glissement trimestriel), prolongeant la tendance au relâchement des tensions sur les prix (graphique 3). La trajectoire projetée des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro demeure élevée à court terme mais devrait diminuer par la suite avec la baisse des prix des matières premières et l'atténuation des tensions en amont. Cette trajectoire est légèrement plus faible que les perspectives à court terme prévues dans les projections de septembre 2022, en raison de l'impact des hypothèses de baisse des prix des matières premières et de l'atténuation des tensions d'origine interne s'exerçant en amont dans les pays concurrents de la zone euro.

---

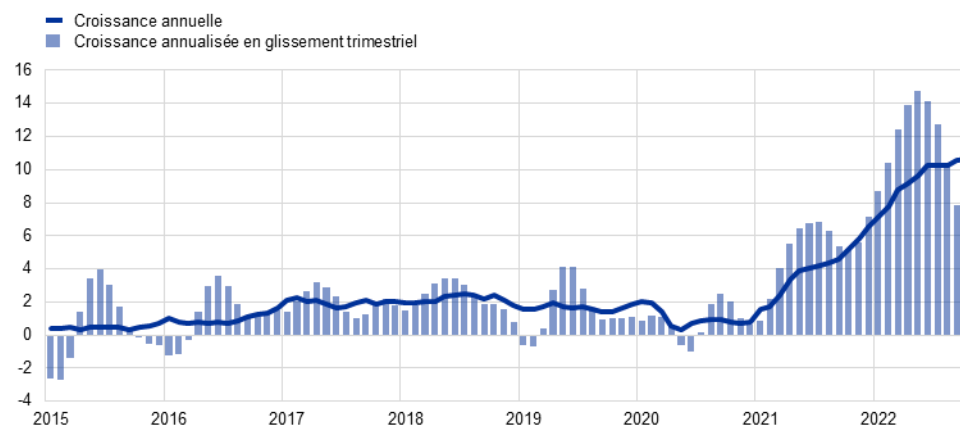
<sup>2</sup> Nous présentons les données relatives à l'inflation pour la zone OCDE en excluant la Turquie car, avec une hausse annuelle des prix à la consommation de 85,5% en octobre 2022, ce pays constitue un point aberrant (*outlier*) parmi les pays de l'OCDE.

### Graphique 3

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

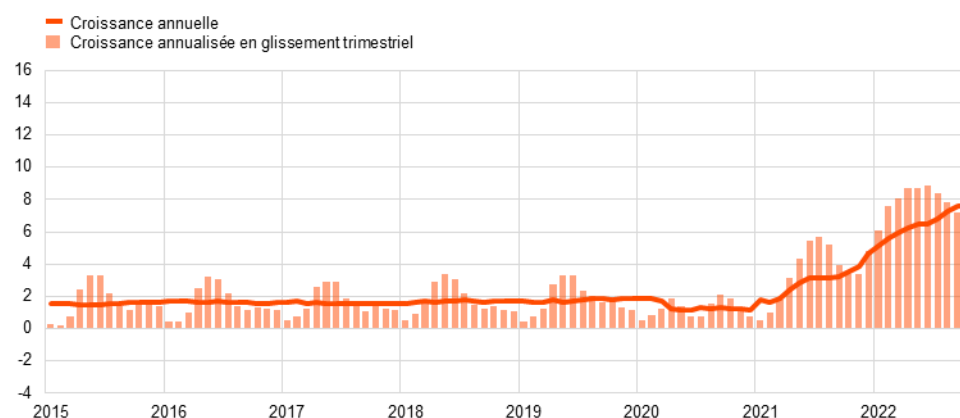
##### a) Inflation totale

(variations en pourcentage en glissement annuel et variations en pourcentage annualisées en glissement trimestriel)



##### b) Inflation sous-jacente

(variations en pourcentage en glissement annuel et variations en pourcentage annualisées en glissement trimestriel)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les agrégats de l'OCDE présentés dans les parties sont calculés en excluant la Turquie. Dans les pays de l'OCDE incluant la Turquie (non présentés dans les parties des graphiques), l'inflation totale et l'inflation sous-jacente annuelles sont ressorties à 10,7 % et 7,6 %, respectivement, en rythme annuel en octobre contre 10,5 % et 7,6 % en septembre. L'inflation sous-jacente exclut l'énergie et les produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

#### Les prix du pétrole et du gaz ont baissé par rapport aux projections de

#### septembre 2022.

Les pressions à la baisse sur les prix du pétrole sont dues à une plus faible demande de pétrole dans le contexte du ralentissement économique mondial et des confinements en Chine. La baisse de la demande a plus que compensé la réduction des objectifs de production de l'OPEP+ en novembre, tandis qu'une incertitude considérable continue d'entourer les effets de l'embargo de l'UE et le plafond sur les prix du pétrole russe mis en place par le G7 le 5 décembre. La forte baisse des prix du gaz en Europe s'explique par les conditions météorologiques très douces d'octobre et de début novembre, qui, conjuguées à la baisse de la demande de gaz industriel et aux efforts de remplacement du gaz russe tout au long de l'année 2022, ont permis à l'UE de disposer de réservoirs de stockage pratiquement pleins à la mi-novembre. Toutefois, en ligne avec les précédents prix des contrats à terme, les prix du gaz ont connu un rebond partiel depuis la seconde quinzaine de novembre en raison d'une météo plus froide en

Europe, et les prix élevés des contrats à terme tout au long de 2023 signalent des risques importants en matière d'approvisionnement. Les prix des matières premières alimentaires ont également diminué, principalement en raison de la baisse des prix du café dans un contexte d'amélioration des prévisions d'offre au Brésil en 2023, tandis que les prix du blé et du maïs ont été volatils en raison de l'incertitude entourant la volonté de la Russie de maintenir ouvert le corridor en mer Noire pour les exportations ukrainiennes de céréales. Les prix des métaux ont augmenté, les inquiétudes concernant l'offre ayant plus que contrebalancé les effets du ralentissement économique mondial, tandis que l'assouplissement progressif en Chine de certaines mesures d'endiguement liées à la COVID-19 a fait augmenter les prix des métaux vers la fin de la période sous revue, malgré la grande incertitude qui continue d'entourer les perspectives de croissance de la Chine.

**Les conditions financières mondiales sont globalement inchangées par rapport aux projections précédentes et restent restrictives.** Dans un premier temps, les conditions financières se sont durcies dans les économies avancées et les économies émergentes. De nouvelles surprises à la hausse concernant l'inflation ont conduit les banques centrales à maintenir un rythme rapide de resserrement de la politique monétaire, ce qui a entraîné une hausse des rendements obligataires et une poursuite de la baisse du prix des actifs risqués. Toutefois, en raison d'un niveau plus bas que prévu de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, le sentiment de marché s'est déplacé sous l'effet de l'intégration par les marchés d'une trajectoire plus progressive de relèvement des taux d'intérêt par le Système fédéral de réserve, ce qui a renforcé le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial. Cela a entraîné un léger assouplissement des conditions financières, avec la baisse des rendements obligataires à long terme, la réduction des écarts de rendement et la remontée des prix des actions. Dans l'ensemble, les conditions financières au cours de la période sous revue ont peu varié en conséquence mais restent restrictives.

**Après deux trimestres de contraction modérée, l'économie américaine a connu un retour à la croissance, mais la demande intérieure sous-jacente est demeurée faible.** Les exportations nettes et l'investissement non résidentiel ont été les principales sources de croissance au troisième trimestre. Pour l'avenir, la demande intérieure devrait rester faible, l'inflation élevée et le durcissement des conditions financières continuant d'éroder le revenu disponible réel des ménages et de freiner la consommation privée, tandis qu'une forte baisse des mises en chantier de logements, associée à une moindre accessibilité financière des logements et à une hausse des taux hypothécaires, devrait peser sur l'investissement résidentiel. En octobre, l'inflation totale a diminué plus que prévu pour s'établir à 7,7 %. Bien qu'elle demeure élevée au regard des niveaux historiques, l'inflation totale semble avoir atteint son point haut, les indices relatifs à l'énergie et aux produits alimentaires ayant continué de se modérer. L'inflation sous-jacente annuelle est revenue à 6,3 % mais devrait rester plus persistante en 2023 en raison des tensions à la hausse exercées par l'inflation dans le secteur des services (loyers élevés, par exemple).

**En Chine, la modification des mesures relatives à la COVID-19 et la faiblesse persistante du secteur de l'immobilier résidentiel affectent l'activité**



**économique.** L'économie a d'abord rebondi au troisième trimestre 2022, avec la levée progressive des mesures d'endiguement de la COVID-19, après une vague d'infections en avril et mai. Au troisième trimestre, la croissance économique a été soutenue par une reprise de la consommation et de l'investissement qui, malgré la faiblesse prolongée du secteur de l'immobilier, s'est redressée sous l'effet des mesures de relance budgétaires. Toutefois, en décembre, le gouvernement chinois a soudainement abandonné sa politique zéro-COVID et levé la plupart des restrictions liées à la pandémie. En conséquence, les infections ont rapidement augmenté et l'activité devrait s'être ralentie à court terme. À plus long terme, l'activité devrait demeurer modérée sur l'horizon de projection, dans un contexte de contraction plus prolongée de l'investissement résidentiel et d'évolution incertaine de la pandémie. En 2022, la croissance du PIB en volume devrait se situer bien au-dessous de l'objectif de 5,5 % fixé par les pouvoirs publics. Par rapport aux projections de septembre 2022, les perspectives de croissance de la Chine ont été revues nettement à la baisse pour 2023 et 2024. Les tensions sur les prix à la consommation demeurent modérées.

**Au Japon, le PIB en volume s'est contracté de manière inattendue au troisième trimestre 2022 et devrait renouer avec la croissance au quatrième trimestre.**

Le PIB en volume s'est contracté de manière inattendue au troisième trimestre en raison de la vigueur des importations, tandis que la demande intérieure est restée relativement solide, soutenue par la levée des mesures d'endiguement de la pandémie. Le PIB en volume devrait augmenter au dernier trimestre 2022 en raison de la poursuite de la réouverture de l'économie, y compris la hausse des dépenses consacrées aux services et le maintien des mesures publiques. La croissance devrait se modérer légèrement au cours de la période de prévision, car la contribution de la demande extérieure devrait diminuer nettement dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale. L'inflation annuelle totale a considérablement augmenté au cours de l'année 2022 en raison de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que de la fin des effets de base négatifs. Même si l'inflation devrait rester autour de ses niveaux actuels à court terme, elle devrait diminuer progressivement en 2023 sous l'effet de la baisse des prix des matières premières et de tensions en amont d'origine interne qui restent limitées.

**Au Royaume-Uni, les perspectives concernant l'activité réelle se sont encore affaiblies après la contraction du PIB au troisième trimestre.**

La forte hausse des prix à la consommation, l'augmentation des coûts des prêts hypothécaires et les conditions financières restrictives exercent une pression importante sur la consommation et l'investissement privé. Les mesures budgétaires annoncées en novembre vont légèrement creuser le déficit budgétaire à court terme, mais elles contribueront à l'assainissement budgétaire à moyen terme. L'économie devrait maintenant se contracter du troisième trimestre 2022 au deuxième trimestre 2023. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail persistent et la généralisation des tensions sur les salaires contribue à la persistance de l'inflation intérieure. La hausse des prix de l'énergie devrait alimenter la hausse des prix à la consommation jusqu'au quatrième trimestre 2022. L'inflation devrait atteindre un point haut autour de 11 %, nettement au-dessous du niveau prévu dans les

projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, en raison de la garantie des prix de l'énergie (*energy price guarantee*) adoptée par le gouvernement.

**En Russie, l'économie est entrée dans une grave récession en 2022.** Avec un PIB en volume qui s'est fortement contracté au deuxième trimestre et qui demeure inférieur de presque 5 % à son niveau d'avant l'invasion au troisième trimestre, la Russie connaît actuellement une grave récession. L'économie a enregistré une baisse des exportations plus modérée qu'attendu antérieurement, tandis que les importations ont considérablement diminué, notamment celles en provenance des pays qui imposent des sanctions. L'économie devrait se contracter encore fin 2022 et en 2023, les sanctions ayant un impact de plus en plus négatif sur les capacités de production, le commerce international et la demande intérieure de la Russie. Après une baisse progressive au cours des derniers mois, l'inflation devrait rester élevée à court terme, avec seulement un retour progressif vers l'objectif de 4 % de la Banque de Russie vers la fin de l'horizon de projection.

## 2 Activité économique

*La croissance du PIB s'est ralentie à 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2022, après avoir affiché des taux élevés au premier semestre de l'année à mesure que l'économie s'est ouverte et que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont commencé à s'atténuer. Depuis lors, la grande incertitude sur les conséquences supplémentaires de la guerre en Ukraine pour l'économie, les préoccupations actuelles concernant les perturbations potentielles de l'approvisionnement en énergie et les fortes tensions sur les prix ont de plus en plus pesé sur les dépenses et la production intérieures. Ces facteurs, conjugués à la hausse des coûts de financement et à un ralentissement de la croissance mondiale, devraient continuer de contraindre l'activité dans la zone euro au quatrième trimestre et durant la première partie de 2023. Néanmoins, la contraction de l'activité devrait être relativement brève et peu marquée, atténuée par la résilience actuelle des marchés du travail, les niveaux élevés d'épargne accumulée par les ménages pendant la pandémie et les mesures budgétaires supplémentaires prises pour amortir l'impact à court terme de la hausse des prix de l'énergie sur les consommateurs et les entreprises. Au-delà du court terme, avec la diminution de l'incertitude, le rééquilibrage du marché de l'énergie, la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'amélioration des revenus réels, la croissance économique de la zone euro devrait progressivement se redresser à partir du second semestre 2023.*

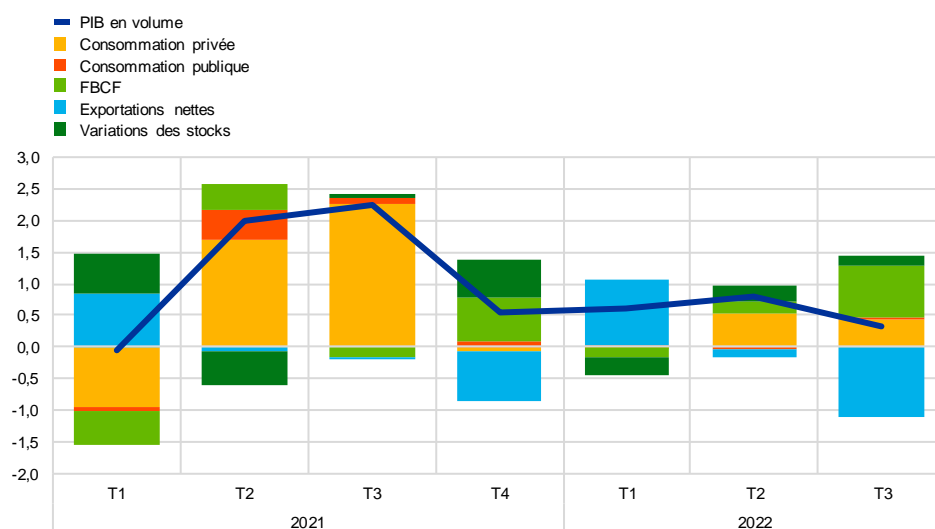
*Les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 3,4 % en 2022, 0,5 % en 2023, 1,9 % en 2024 et 1,8 % en 2025. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE pour la zone euro, les perspectives ont été révisées à la hausse pour 2022 (reflétant largement des données positives inattendues au cours de l'été), à la baisse pour 2023 et restent inchangées pour 2024.*

**L'activité économique s'est sensiblement ralentie au troisième trimestre 2022, après la forte croissance observée au premier semestre.** La croissance du PIB en volume en rythme trimestriel s'est ralentie à 0,3 % au troisième trimestre après s'être établie en moyenne à 0,7 % aux premier et deuxième trimestres 2022. Ce sont principalement les exportations nettes qui expliquent ce ralentissement, tandis que la demande et la production intérieures, qui ont bénéficié des variations des stocks, ont contribué positivement à la croissance au troisième trimestre (graphique 4). La consommation a continué de reposer sur des bases solides, grâce au dynamisme de la consommation privée de services, qui a plus que compensé la contribution négative de la consommation de biens, et à une nouvelle contribution modeste de la consommation publique. L'investissement semble avoir fortement augmenté (3,6 % en rythme trimestriel), mais cette hausse est largement due à la croissance exceptionnelle des droits de propriété intellectuelle en Irlande. La dynamique de l'investissement des entreprises dans les actifs fixes s'est nettement ralentie et l'investissement dans la construction a continué de diminuer. Les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance totale du PIB en volume, la croissance des importations – qui s'explique là encore en partie par la dynamique en

Irlande – ayant dépassé la croissance des exportations. Une ventilation de la valeur ajoutée indique la poursuite d'une croissance solide dans l'industrie hors construction et les services, tandis que la production dans la construction a encore diminué. Les données d'enquêtes et les données empiriques pour le troisième trimestre 2022 suggèrent que, compte tenu du recul des nouvelles commandes, une grande partie de la vigueur apparente dans l'industrie est probablement due à l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui a permis aux fabricants de rattraper les retards importants de production (en particulier dans le secteur automobile), plutôt qu'à un renforcement de la demande. S'agissant des services, la ventilation de la valeur ajoutée fait apparaître une hétérogénéité considérable entre sous-secteurs : les sous-secteurs en contact avec les consommateurs (commerce de détail, transport, hébergement, restauration et, en particulier, services de loisirs), dont l'activité était auparavant contrainte, ont continué d'enregistrer une forte croissance au troisième trimestre, tandis que les sous-secteurs davantage orientés vers les entreprises (services de l'information et de la communication, finance et assurance, immobilier, services professionnels administratifs) ont enregistré, au mieux, une croissance modérée ou se sont légèrement contractés.

**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 troisième trimestre 2022.

**Les données disponibles indiquent un nouveau ralentissement de l'activité économique au quatrième trimestre 2022, dans un contexte d'inflation élevée, d'incertitude persistante concernant la guerre en Ukraine et de risque de perturbations des approvisionnements en énergie.** Les données d'enquêtes indiquent que l'affaiblissement de la dynamique de croissance se poursuit et se généralise, le ralentissement de la demande, qui est observé dans l'industrie depuis plusieurs mois, s'étant désormais étendu aux services après la forte croissance liée à la réouverture. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a atteint en octobre son point le plus bas depuis 21 mois avant de

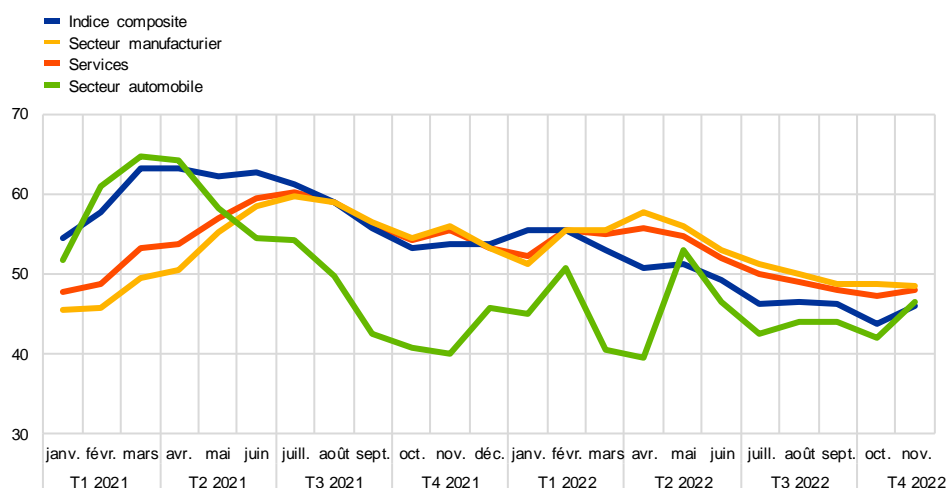
se redresser légèrement en novembre. Par rapport au troisième trimestre, les chiffres pour octobre et novembre se situent davantage au-dessous du seuil théorique de croissance nulle (graphique 5, partie a). Les dernières tendances indiquent que la production manufacturière se stabilise à un bas niveau, la forte contribution de la production automobile observée plus tôt cette année étant en train de se stabiliser. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne a continué de s'inscrire en baisse au quatrième trimestre, ce qui reflète la détérioration continue de la confiance dans l'industrie en octobre et en novembre (graphique 5, partie b), l'activité en cours et les stocks de produits finis ayant baissé, et les nouvelles commandes ayant encore diminué au-dessous de leur moyenne du troisième trimestre. Les réponses aux questions de l'enquête trimestrielle de la Commission sur les facteurs limitant la production suggèrent que les pénuries de main-d'œuvre sont en train de se modérer et que les contraintes dues à des pénuries de matériaux et d'équipements s'atténuent depuis l'été. En revanche, les contraintes financières se sont significativement accrues en octobre, même si elles ont continué de jouer un rôle moins important que d'autres facteurs. Ces indicateurs font état d'une atonie des perspectives d'investissement pour les mois à venir. Dans le même temps, la confiance des consommateurs a affiché une résilience relative : elle s'est redressée après les points bas historiques observés en septembre sous l'effet des mesures en faveur du marché du travail et des mesures budgétaires adoptées pour soutenir le revenu disponible des ménages.

## Graphique 5

### Indicateurs tirés d'enquêtes dans les différents secteurs de l'économie

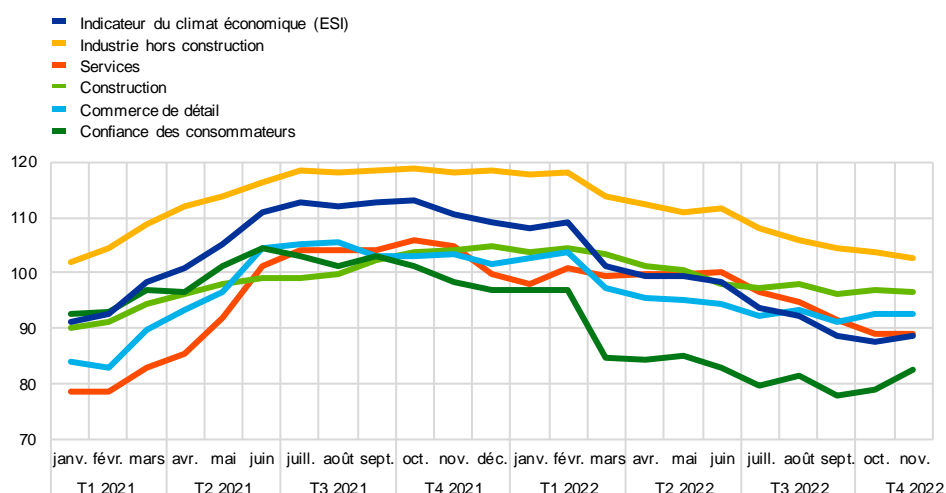
#### a) Indices PMI pour la production

(indices de diffusion)



#### b) Confiance des entreprises et des consommateurs

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence (partie a), Commission européenne et calculs de la BCE (partie b).

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2022 pour la production automobile et à novembre 2022 pour tous les autres éléments.

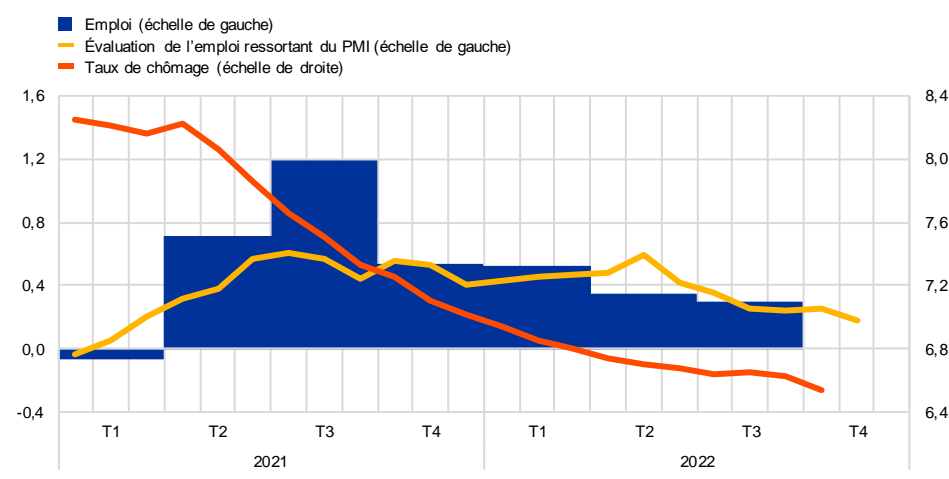
#### Le marché du travail est demeuré robuste et a continué de soutenir l'activité économique.

L'emploi total a crû de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2022. Cela signifie qu'entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2022, le nombre de personnes occupant un emploi a augmenté de 3,1 millions. En revanche, le nombre d'heures travaillées a diminué de 0,1 % au troisième trimestre 2022 mais reste 0,2 % au-dessus de son niveau d'avant la pandémie au quatrième trimestre 2019. La différence entre la croissance de l'emploi et le nombre d'heures travaillées fait apparaître une baisse substantielle du nombre moyen d'heures travaillées depuis le quatrième trimestre 2019, pouvant être attribuée en majeure partie au secteur public. Le taux de chômage s'est inscrit en baisse à 6,5 % en octobre 2022, soit environ 0,8 point de pourcentage au-dessous

du niveau observé avant la pandémie en février 2020, ce qui constitue un point bas historique (graphique 6). La population active a significativement augmenté par rapport au quatrième trimestre 2019, et il est estimé que le nombre de travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi a continué de reculer au cours des derniers mois. De même, la demande de main-d'œuvre s'est considérablement renforcée depuis le début de la pandémie et montre des signes de stabilisation depuis quelques mois. Plus particulièrement, au troisième trimestre 2022, le taux de vacance d'emploi s'est établi à 3,2 %, soit 1 point de pourcentage de plus qu'au quatrième trimestre 2019.

**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 troisième trimestre 2022 pour l'emploi, à novembre 2022 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à octobre 2022 pour le taux de chômage.

**Les indicateurs à court terme du marché du travail font état d'un ralentissement de la croissance de l'emploi.** L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a diminué à 51,8 en novembre 2022, après 52,5 en octobre, mais est demeuré au-dessus du seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. Le PMI pour l'emploi affiche une expansion depuis février 2021, mais a significativement diminué depuis mai 2022. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, cet indice fait état d'une poursuite de la croissance de l'emploi, mais à un rythme plus faible, dans les secteurs de l'industrie et des services, et d'une diminution de l'emploi dans le secteur de la construction.

**La consommation privée a continué d'augmenter au troisième trimestre 2022, mais les évolutions ont varié d'une composante à l'autre.** La consommation privée a crû de 0,9 % au troisième trimestre, après 1,0 % au deuxième trimestre. La dynamique positive a été principalement favorisée par la consommation de services, qui a fortement augmenté pendant deux trimestres consécutifs grâce à la réouverture de l'économie. En revanche, la consommation de biens non durables a reculé pour le troisième trimestre de suite, reflétant les évolutions récentes des

ventes au détail, qui ont baissé de 0,7 % au troisième trimestre. Dans le même temps, la consommation de biens durables, qui avait significativement baissé au cours des trimestres précédents du fait de la hausse des prix de l'énergie (cf. encadré 3), a commencé à se redresser au troisième trimestre 2022, probablement en raison de l'atténuation des perturbations de l'approvisionnement dans le secteur automobile. En conséquence, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont enregistré une hausse de 12,8 % au troisième trimestre. Les dernières données économiques qualitatives (*soft data*) suggèrent une résilience relative des dépenses en début d'année, malgré la persistance de facteurs défavorables. En octobre et novembre, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a augmenté pour s'établir légèrement au-dessus de son niveau au troisième trimestre (il avait atteint un point bas historique en septembre), principalement sous l'effet d'une amélioration des anticipations économiques et financières des ménages. Les dernières enquêtes de la Commission auprès des consommateurs et des entreprises indiquent également que la demande anticipée de services d'hébergement, de restauration et de voyages a augmenté en novembre, et que les anticipations de gros achats des ménages se sont redressées après avoir atteint un point bas historique. Dans le contexte d'une atonie persistante de la confiance des consommateurs et d'une contraction du revenu disponible réel, les derniers signaux positifs suggèrent que les dépenses des ménages pourraient afficher une certaine résilience pendant les fêtes de fin d'année. Néanmoins, l'inflation et l'incertitude demeurant élevées, le revenu disponible réel des ménages devrait encore baisser en début d'année, pesant sur les dépenses de consommation. En outre, le durcissement en cours des conditions d'octroi des prêts aux ménages pourrait freiner les emprunts des ménages. Les données tirées de l'enquête d'octobre de la BCE sur les anticipations des consommateurs suggèrent qu'au cours des trois prochains mois, les ménages prévoient d'être confrontés à un accroissement des contraintes de liquidité. Comme ils devront probablement puiser dans leur épargne pour payer leurs charges et rembourser leurs prêts, ils ont donc révisé à la baisse leurs perceptions et leurs anticipations concernant l'épargne de précaution (selon l'enquête d'octobre sur les anticipations des consommateurs). L'utilisation de cette épargne devrait contribuer dans une certaine mesure à lisser la consommation dans un contexte de faiblesse du revenu disponible réel.

**L'investissement des entreprises s'est ralenti au troisième trimestre 2022 et devrait encore diminuer vers le début de l'année.** L'investissement hors construction (la meilleure approximation pour l'investissement des entreprises dans les comptes nationaux) a crû de 7,7 % au troisième trimestre, mais cela s'explique dans une large mesure par la croissance exceptionnelle des droits de propriété intellectuelle principalement liée aux évolutions dans le secteur multinational irlandais<sup>3</sup>. Si l'on exclut cette composante volatile, l'investissement des entreprises s'est modéré à 1,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, après un taux de croissance trimestriel moyen de 1,7 % au premier semestre de l'année, mais avec

---

<sup>3</sup> Ponctuellement, la forte volatilité statistique des investissements incorporels en Irlande influence fortement la dynamique de l'investissement dans la zone euro (cf. l'encadré 1 intitulé « Investissement hors construction dans la zone euro et aux États-Unis » dans l'article « La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022).



une forte hétérogénéité entre les différentes classes d'actifs. Au sein du secteur des machines et équipements, l'investissement en actifs fixes hors transports s'est nettement ralenti (à 0,3 % en rythme trimestriel), tandis que la composante investissement dans les transports a crû de 7,1 %, à mesure que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se sont atténués et ont facilité la finalisation d'un nombre encore important de commandes en retard. Ailleurs, la croissance de l'investissement en droits de propriété intellectuelle (hors Irlande) est demeurée inchangée par rapport au deuxième trimestre, à 1,1 % en rythme trimestriel. Les premiers signaux pour le quatrième trimestre laissent entrevoir une contraction au tournant de l'année. Les nouvelles données d'enquêtes tirées du PMI indiquent que les stocks de produits finis commencent à s'accumuler dans le secteur des biens d'équipement : les nouvelles commandes baissent fortement et l'activité en cours ainsi que l'utilisation des capacités de production diminuent après avoir enregistré des niveaux élevés en raison des perturbations liées à la pandémie. La dernière enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) dans la zone euro fait état d'une nette diminution des soldes nets des entreprises cherchant des financements à des fins d'investissement. En outre, l'enquête semestrielle d'octobre de la Commission européenne sur l'investissement indique que le nombre d'entreprises prévoyant d'accroître leurs investissements en 2023 a nettement diminué par rapport aux niveaux de 2022, malgré la réduction des projets d'expansion pour 2022 depuis l'enquête précédente réalisée en avril. À l'heure actuelle, l'enquête suggère que les facteurs financiers ne jouent qu'un rôle secondaire dans les décisions d'investissement, mais qu'ils devraient constituer une contrainte plus importante en 2023. Dans le même temps, l'enquête *S&P Global Business Outlook Survey* de novembre a fait état d'anticipations d'une forte détérioration de la rentabilité en 2023, dans un contexte de flambée des coûts des consommations intermédiaires, et d'une baisse de l'indicateur relatif aux dépenses en capital à son point le plus bas depuis dix ans (abstraction faite des évolutions exceptionnelles en 2020)<sup>4</sup>. À plus long terme, l'investissement des entreprises devrait rebondir pour renouer avec la croissance à mesure du rééquilibrage des marchés de l'énergie, de la poursuite de l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la diminution de l'incertitude, ainsi que de l'effet positif potentiellement fort des nouvelles allocations de fonds au titre du programme *Next Generation EU* au cours des trimestres à venir.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué au troisième trimestre 2022 et devrait encore se contracter à court terme.** Il a reculé de 0,7 % au troisième trimestre, soit d'un peu moins qu'au deuxième trimestre (0,8 % en rythme trimestriel). L'indicateur de la Commission relatif à l'activité dans la construction au cours des trois derniers mois a continué de diminuer en moyenne en octobre et en novembre par rapport à la moyenne du troisième trimestre, et la contraction ressortant de l'indice PMI relatif à la construction résidentielle s'est encore accentuée. Les carnets de commandes dans la construction ont continué d'être bien remplis, comme l'indiquent les données jusqu'en octobre tirées de l'enquête trimestrielle de la Commission auprès des entreprises. Cela devrait

<sup>4</sup> En 2022, selon l'enquête sur l'investissement de la Banque européenne d'investissement, 82 % des entreprises de la zone euro ont déclaré que les coûts de l'énergie ont constitué une contrainte importante sur l'investissement à long terme pendant l'été 2022.

soutenir l'activité dans la construction dans les mois à venir, en particulier dans un contexte d'atténuation progressive des contraintes d'offre. Il ressort également de l'enquête mensuelle de la Commission européenne sur les limites à la production dans le secteur de la construction en novembre que la part des entreprises de la construction faisant état de pénuries de matériaux et/ou d'équipements a continué de diminuer, tandis que le pourcentage indiquant des pénuries de main-d'œuvre est demeuré à un niveau élevé. Cependant, la part des directeurs d'achat faisant état d'une demande insuffisante comme facteur limitant leur activité de construction a encore augmenté en novembre, indiquant une baisse de la demande. Cela se reflète également dans la nouvelle diminution des intentions à court terme des ménages de rénover, d'acheter ou de faire construire un logement au quatrième trimestre, ainsi que dans les niveaux bas de la composante nouvelles commandes de l'indice PMI pour la construction. Cet affaiblissement de la demande intervient dans un contexte de détérioration significative des conditions de financement, d'incertitude accrue et de forte augmentation des coûts de construction, et pourrait peser sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel à l'avenir.

**Le commerce extérieur a eu un impact négatif sur la croissance du PIB au troisième trimestre 2022, et les perspectives tablent sur une poursuite de la faiblesse des exportations de la zone euro à mesure que l'activité mondiale se ralentit.**

Au troisième trimestre 2022, le volume des exportations de biens et de services a augmenté de 1,7 % en rythme trimestriel. Les volumes d'importations ont fortement augmenté, de 4,3 % en rythme trimestriel, en raison principalement des importations de services en Irlande. Par conséquent, les exportations nettes ont apporté une contribution négative (- 1,1 point de pourcentage) à la croissance du PIB en volume. Les données mensuelles montrent qu'en septembre, la valeur des importations de biens hors zone euro a diminué de 2 % pour la première fois depuis janvier 2021, tandis que les exportations ont augmenté de 1,6 %, en raison d'une diminution du solde des échanges de biens, qui est ressorti à 37,7 milliards d'euros, après le point haut observé en août. À mesure que les prix à l'importation dans la zone euro ont diminué – sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie – et que les prix à l'exportation ont augmenté, l'indice des termes de l'échange de la zone euro s'est amélioré en septembre. La dynamique sous-jacente de croissance des exportations de la zone euro reste modérée en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale. Les perspectives à court terme indiquent un nouvel affaiblissement des échanges de biens dans la zone euro, les indices pour les commandes à l'exportation, tels que le PMI, ayant continué d'afficher une contraction en novembre. Les indicateurs prospectifs relatifs aux voyages signalent également une modération des échanges de services pour les mois à venir.

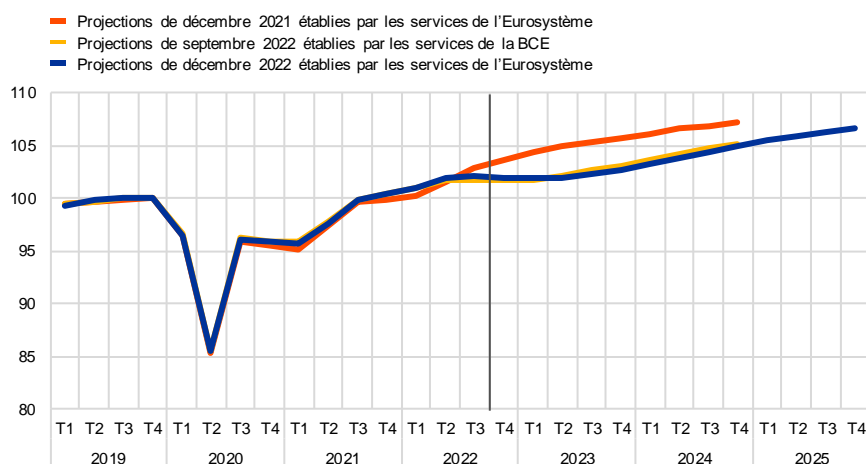
**Au-delà du court terme, les perspectives restent entourées de beaucoup d'incertitudes, mais l'activité économique dans la zone euro devrait commencer à se redresser à partir de mi-2023, avec la dissipation des facteurs défavorables actuels.**

La croissance devrait être modérée en 2023, avant de se renforcer à mesure que les facteurs défavorables disparaissent. Les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 3,4 % en 2022, 0,5 % en 2023, 1,9 % en 2024 et 1,8 % en 2025, à la suite de l'extension

annuelle de l'horizon de projection (graphique 7). Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance de la zone euro ont été révisées à la hausse pour 2022 – reflétant en partie des données positives inattendues au cours de l'été – et à la baisse pour 2023, tandis qu'elles restent inchangées pour 2024. Les projections actuelles montrent que le niveau du PIB devrait rester inférieur aux prévisions des projections de décembre 2021 (avant la guerre), et prévoient une légère contraction du PIB au tournant de l'année, suivie d'un rebond en territoire positif attendu à partir de mi-2023.

### Graphique 7 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 ouvrables)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2022](#).  
Note : La ligne verticale indique le début des projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

## 3 Prix et coûts

*Selon l'estimation rapide, l'inflation est revenue à 10,0 % en novembre dans la zone euro, principalement sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie<sup>5</sup>. Toutefois, l'augmentation des prix des produits alimentaires s'est encore renforcée, le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires continuant d'expliquer l'essentiel du niveau élevé de l'inflation totale. Les tensions sur les prix sont restées fortes, en raison principalement des effets indirects exercés par les coûts de l'énergie. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'impact de la reprise post-pandémie se sont atténués, mais ils ont continué de contribuer à l'inflation, tout comme la dépréciation du taux de change observée précédemment. L'inflation devrait graduellement diminuer en 2023, à mesure que ses moteurs actuels s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire produira ses effets sur l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation devrait s'établir à 8,4 % en moyenne en 2022 avant de revenir à 6,3 % en 2023, 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 4,2 % en 2023, 2,8 % en 2024 et 2,4 % en 2025. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2,0 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu.*

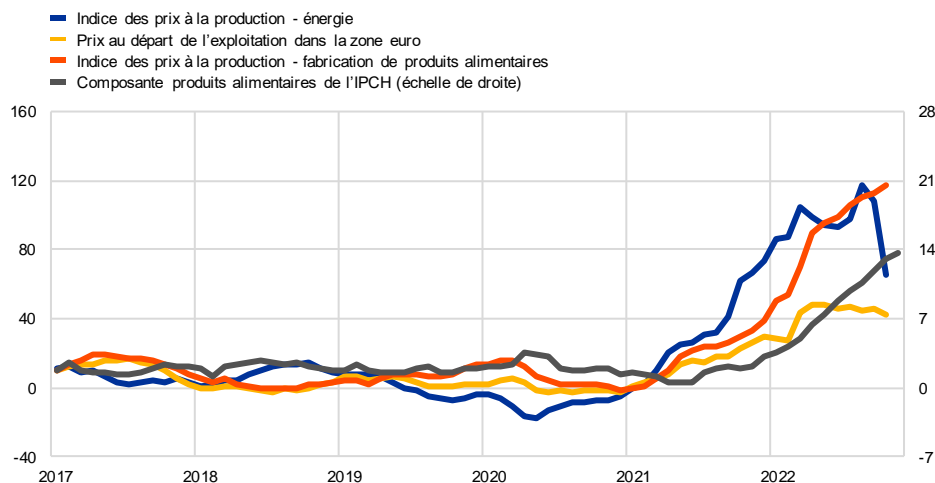
**Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour novembre, l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie à 10,0 %, contre 10,6 % en octobre.** La principale composante de l'IPCH à l'origine du repli observé en novembre est le net ralentissement du taux de croissance annuel des prix de l'énergie (34,9 % en novembre, contre 41,5 % en octobre). La baisse du taux d'inflation annuel du secteur de l'énergie enregistrée entre octobre et novembre résulte d'un important effet de base baissier conjugué à une forte diminution en rythme mensuel des prix de l'énergie en novembre. La baisse des prix de l'énergie reflète également la transmission de la récente contraction des prix du pétrole brut, du raffinage et des marges de distribution, ainsi que des prix de gros du gaz depuis août. En revanche, la composante produits alimentaires de l'IPCH a continué d'augmenter, à 13,6 % en novembre après 13,1 % en octobre, reflétant une nouvelle hausse du taux de croissance annuel des prix des produits alimentaires transformés, qui contraste avec le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés. L'accumulation de tensions sur les prix a continué d'affecter les prix des produits alimentaires, mais l'impact de la sécheresse estivale sur la composante non transformée s'est atténuée et la croissance des prix à la production de l'énergie s'est ralentie (graphique 8).

<sup>5</sup> Pour un examen détaillé de la dynamique d'inflation, cf. également « [Inflation Diagnostics](#) »

## Graphique 8

### Énergie et produits alimentaires : tensions sur le coût des intrants

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

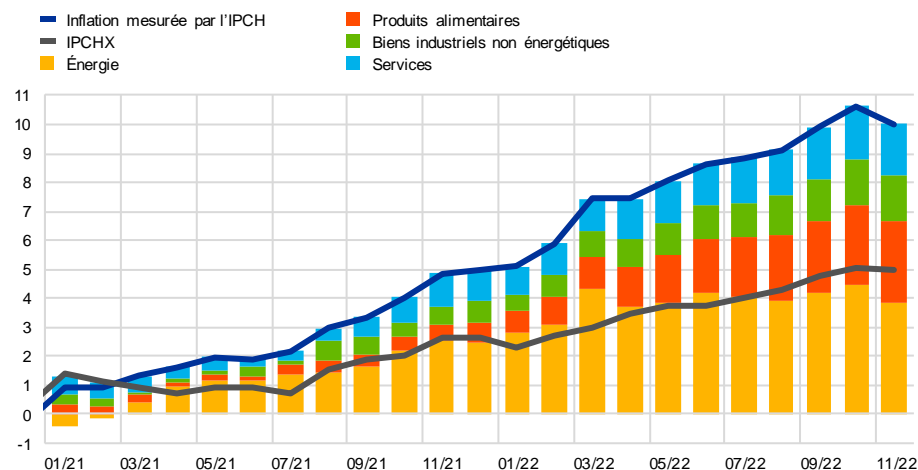
Notes : IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. Les dernières observations se rapportent à novembre 2022 pour la composante produits alimentaires de l'IPCH (estimation rapide) et à octobre 2022 pour les autres rubriques.

**Selon l'estimation rapide, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est demeurée inchangée à 5,0 % en novembre. Le taux de croissance annuel des prix des biens industriels non énergétiques est demeuré inchangé, tandis que celui des prix des services s'est ralenti en novembre (graphique 9).** La hausse du coût des intrants résultant de l'envolée des prix de l'énergie continue d'être un facteur essentiel, malgré des signes de ralentissement. La hausse des prix des biens industriels s'est stabilisée en novembre, à 6,1 %. Les déterminants principaux de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques ont été l'accumulation de tensions en amont de la chaîne des prix résultant de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les coûts élevés de l'énergie. L'inflation dans le secteur des services est revenue à 4,2 %, après 4,3 % en octobre, reflétant une baisse en rythme mensuel des prix des services, quoique moins prononcée qu'habituellement en novembre. L'évolution observée en novembre résulte probablement des effets indirects du niveau élevé des prix de l'énergie et des prix à la production des produits alimentaires (pour les services de restauration, le coût de ces intrants est particulièrement important).

## Graphique 9

### Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à novembre 2022 (estimation rapide).

### Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées à des niveaux élevés, malgré des signes de stabilisation (graphique 10) <sup>6</sup>. Ces niveaux reflètent la

généralisation des tensions sur les prix à un nombre croissant de secteurs et de rubriques de l'IPCH, en partie en raison de l'impact de coûts de l'énergie élevés sur l'ensemble de la zone euro. S'agissant du large éventail d'indicateurs, la plupart des mesures d'exclusion ont continué de s'inscrire en hausse. L'inflation mesurée par l'IPCHX est demeurée inchangée, à 5,0 % en novembre. Les données relatives aux autres mesures ne sont disponibles que jusqu'en octobre. La hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, produits liés aux voyages, habillement et chaussure (IPCHXX) s'est accentuée, ressortant à 4,7 % en octobre (après 4,4 % le mois précédent). L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a augmenté, ressortant à 5,7 % après 5,5 % en septembre et la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) fondée sur un modèle s'est inscrite en légère hausse, s'établissant à 5,8 % en octobre après 5,7 % en septembre. Les taux de la PCCI en glissement mensuel ont globalement évolué sans réelle tendance. Cependant, la persistance de ces taux à un niveau élevé continue d'indiquer une forte pression à la hausse sur l'inflation sous-jacente jusqu'à octobre. L'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui représente les évolutions des prix des rubriques de l'IPCH dont le contenu en importations est faible, a lui aussi encore augmenté <sup>7</sup>. Il demeure difficile de savoir combien de temps les niveaux de ces différentes mesures et indicateurs resteront élevés. Les pressions à la hausse qui s'exercent sur l'inflation sous-jacente sont en grande partie attribuables aux effets indirects du net renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires,

<sup>6</sup> Pour un examen détaillé des mesures de l'inflation sous-jacente, cf. « *Inflation Diagnostics* »

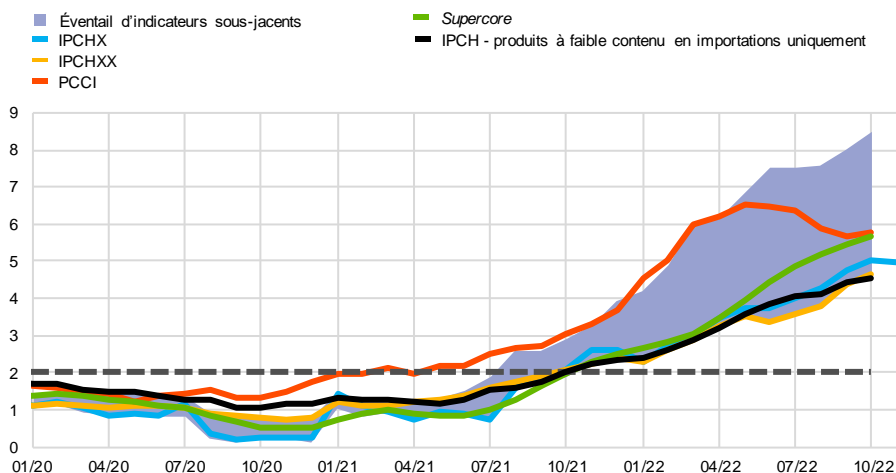
<sup>7</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Un nouvel indicateur de l'inflation intérieure pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022

ainsi qu'à l'impact des déséquilibres exceptionnels entre l'offre et la demande liés à la pandémie et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

## Graphique 10

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, l'IPCHXX, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 % et la médiane pondérée. IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. IPCHX : IPCH hors énergie et produits alimentaires. IPCHXX : IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure. PCCI désigne la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*). Les dernières observations se rapportent à novembre 2022 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à octobre 2022 pour les autres rubriques.

### La croissance des salaires négociés indique un renforcement des tensions sur les salaires, tandis que la croissance de la rémunération par tête s'est modérée, mais reste biaisée par les mesures liées à la pandémie

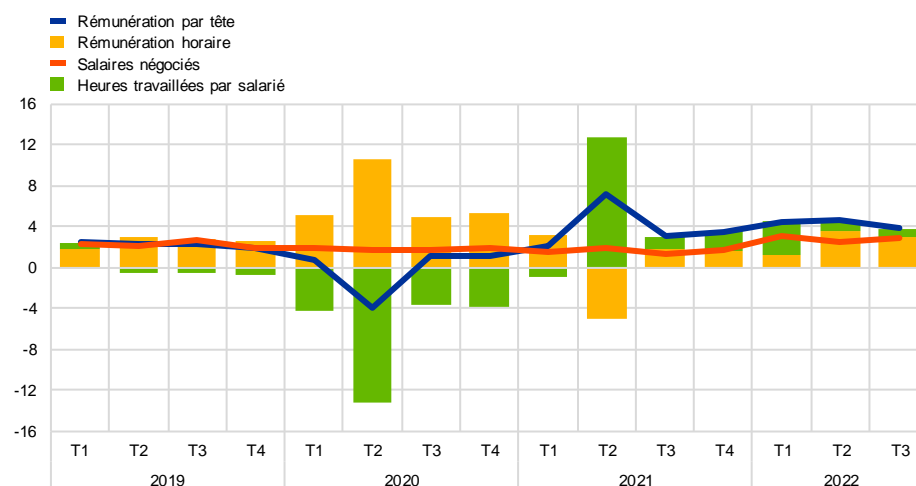
(graphique 11). La croissance des salaires négociés s'est accélérée, ressortant à 2,9 % au troisième trimestre 2022, après 2,5 % le trimestre précédent. Cette accélération reflète le rôle croissant joué par la rémunération dans l'inflation, via des clauses formalisées d'indexation des salaires ou autrement. Elle reflète également l'impact de paiements exceptionnels. Par exemple, la croissance des salaires négociés a été moins élevée en Allemagne au deuxième trimestre en raison d'effets de base associés à des paiements exceptionnels liés à la pandémie et plus élevée au troisième trimestre sous l'effet de paiements exceptionnels visant à compenser l'inflation. Les dernières informations disponibles concernant les accords salariaux depuis début 2022 font état d'un nouveau renforcement de la croissance des salaires. La croissance des salaires effectifs mesurée par la rémunération par tête s'est ralentie au troisième trimestre 2022, ressortant à 3,9 % contre 4,6 % le trimestre précédent. Ce ralentissement résulte en partie d'effets de base affectant les taux de croissance en rythme annuel ; abstraction faite de ces effets, la croissance en rythme trimestriel est ressortie à 1,1 % au troisième trimestre, après 0,8 % au trimestre précédent. Par conséquent, la croissance en rythme annuel de la rémunération horaire est revenue à 2,9 %, contre 3,6 % au trimestre précédent. Les taux de croissance annuels de la rémunération horaire et de la rémunération par tête ont baissé au troisième trimestre, tandis que celui des heures travaillées par salarié est resté globalement inchangé par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs relatifs à la croissance des salaires ont encore été

affectés dans une certaine mesure par les distorsions liées à la pandémie, mais à un moindre degré <sup>8</sup>.

### Graphique 11

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

#### Les tensions en amont sur les biens sont restées fortes, malgré les premiers signes d'un allègement (graphique 12).

La croissance mensuelle des prix des biens industriels non énergétiques a été plus forte qu'habituellement en novembre, mais dans une moindre mesure qu'au cours des mois précédents. Cette évolution peut être le signe d'un début de modération des tensions à la hausse liées aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et aux coûts élevés de l'énergie. Les données pour octobre montrent que les tensions en amont sont restées fortes tout au long de la chaîne des prix, en particulier en aval. Les taux de croissance annuels des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires ont continué d'augmenter, atteignant 9,3 % en octobre, après 8,9 % en septembre. S'agissant des prix à l'importation et des prix à la production domestiques des biens intermédiaires, la croissance annuelle est revenue, sur la même période, de 15,7 % à 13,6 % et de 18,9 % à 17,4 %, respectivement. Malgré ce ralentissement, la hausse des prix des biens intermédiaires (à l'importation et domestiques) s'est établie à plus de 10,0 %, soit bien au-dessus de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires importés s'est également contractée en octobre, ressortant à 8,5 %, contre 8,6 % le mois précédent, soit la première baisse depuis mars 2022.

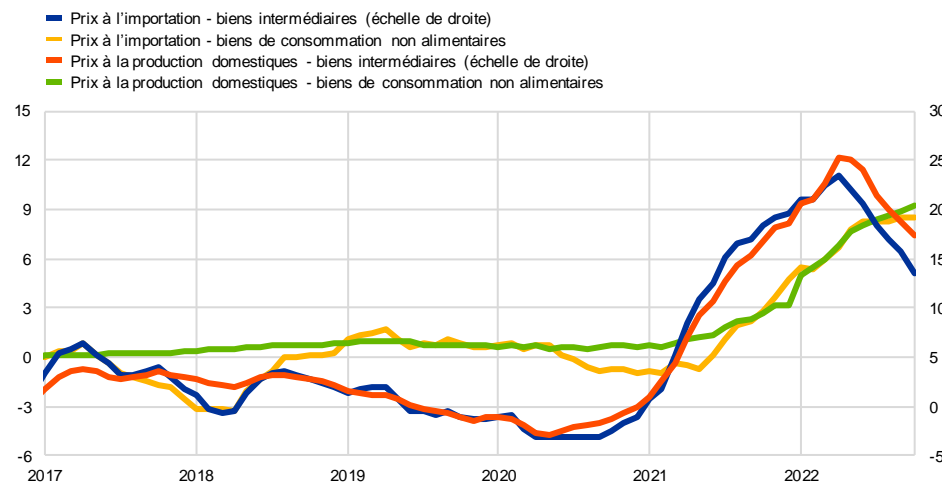
<sup>8</sup> Pour plus de détails sur ces distorsions et l'évolution des salaires depuis le début de la pandémie, cf. l'article 2 et l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.



## Graphique 12

### Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

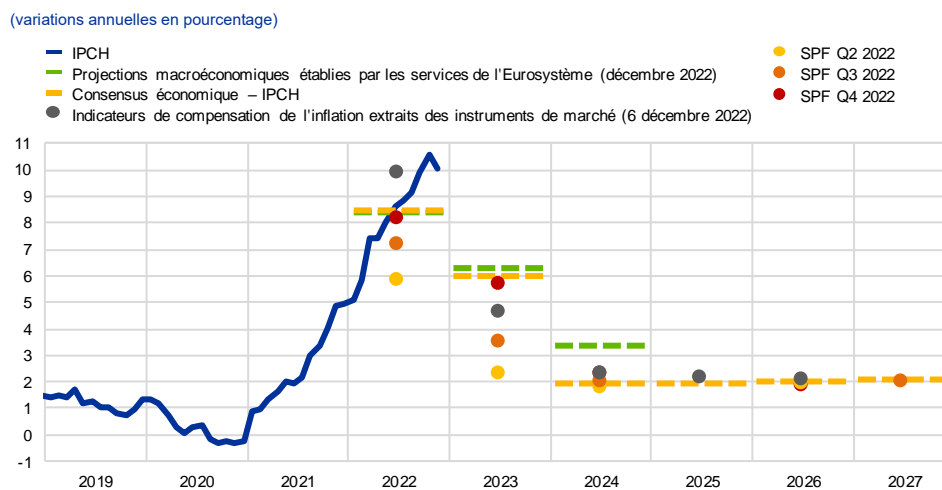
Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

**Les données tirées d'enquêtes et provenant des marchés montrent que les prévisionnistes continuent de prévoir que l'inflation atteindra bientôt son pic, les anticipations à long terme restant autour de la cible de 2,0 % de la BCE. Un suivi attentif est toutefois justifié, en raison des nouvelles révisions supérieures à la cible apportées à certains indicateurs (graphique 13).**

Dans l'enquête la plus récente du Consensus économique, les anticipations d'inflation pour 2023 ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage, à 6,0 %. Les anticipations d'inflation à long terme pour 2026 qui ressortent de l'enquête de la BCE réalisée en décembre auprès des analystes monétaires sont demeurées inchangées, à 2,0 %, en ligne avec les anticipations d'octobre et les récentes campagnes d'autres enquêtes (pour 2027, à 2,2 % dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et à 2,1 % dans l'enquête d'octobre du Consensus économique). Les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (sur la base de l'IPCH hors tabac) du 6 décembre suggèrent que l'inflation dans la zone euro atteindra un pic d'environ 10,0 % en 2022, puis reviendra à 5,0 % en 2023 et finalement à 2,0 % courant 2024. Les mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme ont augmenté, quoique modestement, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 2,34 % le 6 décembre. Point important, toutefois, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des anticipations d'inflation effectives des intervenants de marché, car elles contiennent les primes de risque sur l'inflation visant à compenser l'incertitude entourant l'inflation. En revanche, les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, qui sont exemptes de primes de risque sur l'inflation, ont été relativement stables. Cette relative stabilité suggère que la volatilité actuellement affichée par les mesures extraites des instruments de marché à long terme reflètent principalement les variations de la prime de risque.

### Graphique 13

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



Sources : Eurostat, Refinitiv, Consensus économique, enquête EPP (quatrième trimestre 2022), Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème (décembre 2022) et calculs de la BCE.

Notes : IPCH : indice harmonisé des prix à la consommation. EPP : Enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels. Les séries relatives aux indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. La dernière observation pour l'IPCH se rapporte à novembre 2022 (estimation rapide). La date d'arrêt pour les données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 30 novembre 2022. Les dates d'arrêt pour les prévisions du Consensus économique sont octobre 2022 pour 2024, 2025, 2026 et 2027, et novembre 2022 pour 2022 et 2023. Les dernières observations pour les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se rapportent au 6 décembre 2022. L'enquête EPP relative au quatrième trimestre 2022 a été réalisée en octobre.

**Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale devrait rester élevée à court terme, à 8,4 % en 2022 en moyenne, avant de revenir à 6,3 % en 2023, 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025, en moyenne (graphique 14).** L'inflation

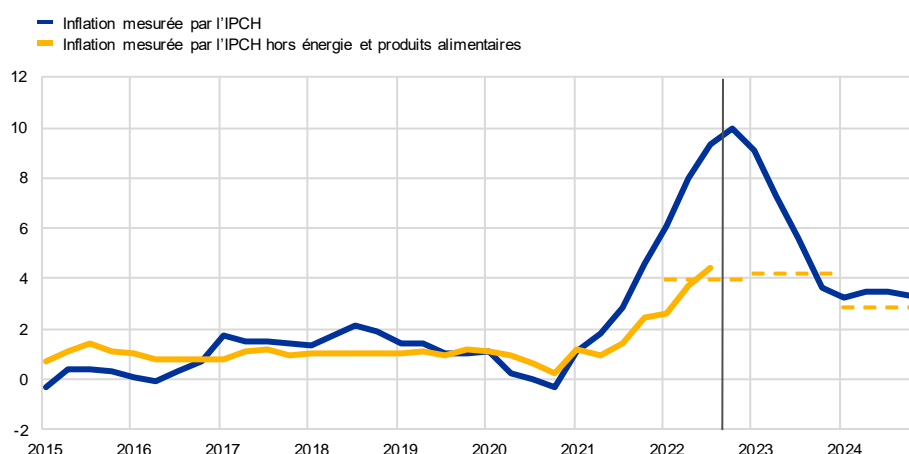
totale devrait rester très forte entre fin 2022 et début 2023, les prix à la consommation continuant de subir les répercussions des tensions en amont sur les prix liées aux augmentations antérieures des cours des matières premières, de la dépréciation de l'euro, des pénuries d'offre et des tensions sur les marchés du travail. Néanmoins, l'inflation devrait revenir de 8,4 % en moyenne en 2022 à 6,3 % en 2023, et de 10 % au quatrième trimestre 2022 à 3,6 % au quatrième trimestre 2023. Puis elle devrait encore s'atténuer, pour s'établir en moyenne à 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025. Le ralentissement attendu de l'inflation reflète d'importants effets de base baissiers liés aux prix de l'énergie tout au long de 2023, l'incidence progressive de la normalisation de la politique monétaire, la détérioration des perspectives de croissance, la baisse attendue des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires, conformément aux prix des contrats à terme, ainsi que l'hypothèse selon laquelle les anticipations d'inflation à plus long terme demeureront ancrées. L'inflation totale devrait rester supérieure à l'objectif de 2,0 % de la BCE jusqu'à mi-2025, tandis que la hausse de l'IPCHX resterait supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon et ce, en raison des effets décalés du niveau élevé des prix de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'inflation, de la dépréciation antérieure de l'euro, de la solidité des marchés du travail et des effets de la compensation de l'inflation sur les salaires, qui devraient croître à des taux largement supérieurs aux moyennes de long terme. Par rapport aux projections de

septembre 2022, l'inflation totale a été nettement revue à la hausse pour 2022 (de 0,3 point de pourcentage), 2023 (0,8 point de pourcentage) et 2024 (1,1 point de pourcentage). Cela reflète les surprises récentes, une réévaluation de l'ampleur et de la persistance de tensions en amont de la chaîne des prix ainsi que de leur transmission, une croissance plus forte des salaires et une hausse des prix des matières premières alimentaires, qui ont plus que compensé l'impact baissier des hypothèses de diminution des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité, une atténuation des goulets d'étranglement plus rapide, la récente appréciation de l'euro et la détérioration des perspectives de croissance. Les mesures budgétaires visant à compenser le niveau élevé des prix de l'énergie et l'inflation jouent également un rôle important dans les perspectives d'inflation à l'horizon de prévision. Selon les estimations, elles ont réduit l'inflation mesurée par l'IPCH de 1,1 point de pourcentage en 2022 et devraient à nouveau la faire baisser de 0,5 point de pourcentage pour 2023. Pour la suite, cependant, le retrait de ces mesures devrait être synonyme de tensions à la hausse sur l'inflation, à hauteur de 0,7 point de pourcentage pour 2024 et de 0,4 point de pourcentage en 2025<sup>9</sup>.

## Graphique 14

### 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](#) (décembre 2022)  
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 troisième trimestre 2022 pour les données et au quatrième trimestre 2024 pour les projections. La date d'arrêt des données incluses dans les projections était le 30 novembre 2022. 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.

<sup>9</sup> Cf. également les [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) (décembre 2022).

## 4 Évolutions sur les marchés financiers

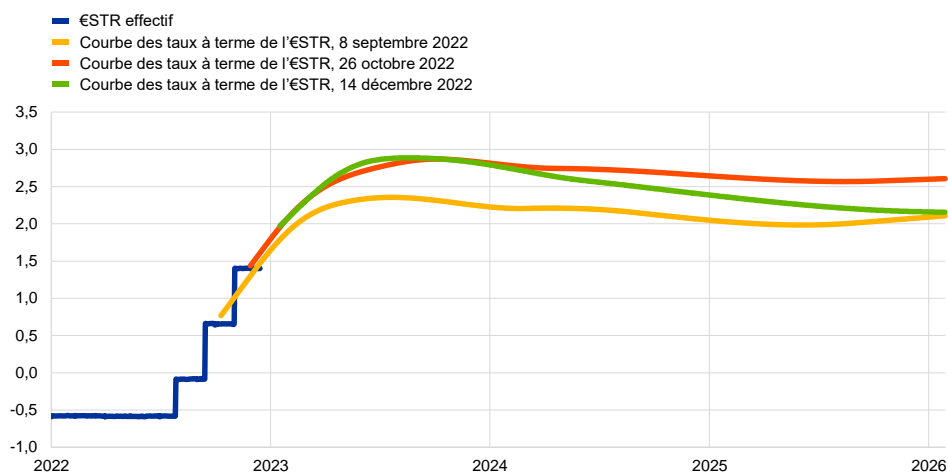
*Au cours de la période sous revue (du 8 septembre au 14 décembre 2022), les marchés financiers ont été influencés par les anticipations d'un resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire dans la zone euro. Si les taux sans risque à court terme dans la zone euro ont enregistré une forte hausse sur cette période, les taux d'intérêt à plus long terme n'ont que légèrement augmenté au total, malgré une volatilité élevée sur les marchés. Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont globalement suivi les taux sans risque à long terme, les spreads sur obligations souveraines se rapprochant les uns des autres. En dépit de la hausse des taux d'intérêt sans risque, et contrairement aux évolutions observées aux États-Unis, les écarts de rendement des obligations d'entreprises européennes ont diminué et les prix des actions ont augmenté, avec des résultats particulièrement solides pour les actions des banques de la zone euro. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.*

**Au cours de la période sous revue, les taux sans risque à court terme dans la zone euro ont augmenté en raison des anticipations des marchés d'un resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire, la courbe des taux à terme de l'€STR s'étant ensuite stabilisée sur la partie à très court terme et nettement inversée sur la partie à plus long terme.** Le taux de référence à court terme de l'euro (€STR) a suivi étroitement les évolutions du taux de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a relevé de 0,00 % à 0,75 % lors de sa réunion de politique monétaire de septembre, puis de 75 points de base supplémentaires, à 1,50 %, lors de sa réunion d'octobre. L'€STR s'est établi à environ – 8,5 points de base en moyenne au début de la période sous revue, début septembre, et à environ 140 points de base depuis début novembre. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), basée sur l'€STR, a significativement augmenté sur la partie courte après les deux relèvements de taux et, à la fin de la période sous revue, elle intégrait des hausses supplémentaires d'environ 80 points de base pour 2023, ce qui implique un taux maximum d'environ 2,8 % au début du troisième trimestre de cette année. Dans le même temps, à la fin de la période sous revue, elle présentait une inversion prononcée au-delà du très court terme, intégrant environ trois réductions de taux en 2024 et 2025.

## Graphique 15

### Taux à terme de l'€STR

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

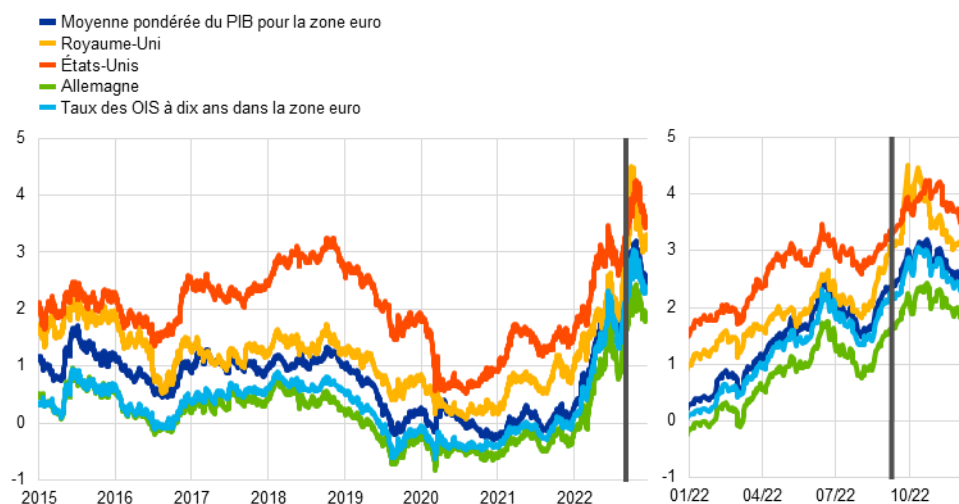
Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

**Les rendements à long terme ont d'abord augmenté au cours de la période sous revue, les intervenants de marché réévaluant leurs anticipations relatives à la trajectoire de la politique monétaire, avant de revenir vers leurs niveaux de septembre, parallèlement à des évolutions comparables aux États-Unis (graphique 16).** Au cours de la période sous revue, les taux d'intérêt sans risque à long terme sont demeurés volatils et très sensibles aux nouvelles données macroéconomiques. Ils ont d'abord continué d'augmenter sous l'effet de chiffres de l'inflation plus élevés que prévu, avant de revenir aux niveaux enregistrés début septembre. Par exemple, le taux sans risque à dix ans de la zone euro, mesuré par le taux OIS, a temporairement augmenté d'environ 80 points de base pour atteindre environ 3 %. Il est ensuite revenu à 2,3 % à la fin de la période sous revue, les intervenants de marché spéculant sur un possible ralentissement des hausses de taux et une possible réorientation plus tôt que prévu de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro, d'où une baisse par la suite des rendements à l'échelle mondiale. Dans l'ensemble, malgré une forte volatilité, les rendements des obligations souveraines ont légèrement augmenté vers la fin de la période au niveau mondial, les rendements des obligations souveraines à dix ans américaines, britanniques et allemandes augmentant de 16, 15 et 22 points de base pour atteindre, respectivement, 3,48 %, 3,31 % et 1,94 %.

## Graphique 16

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

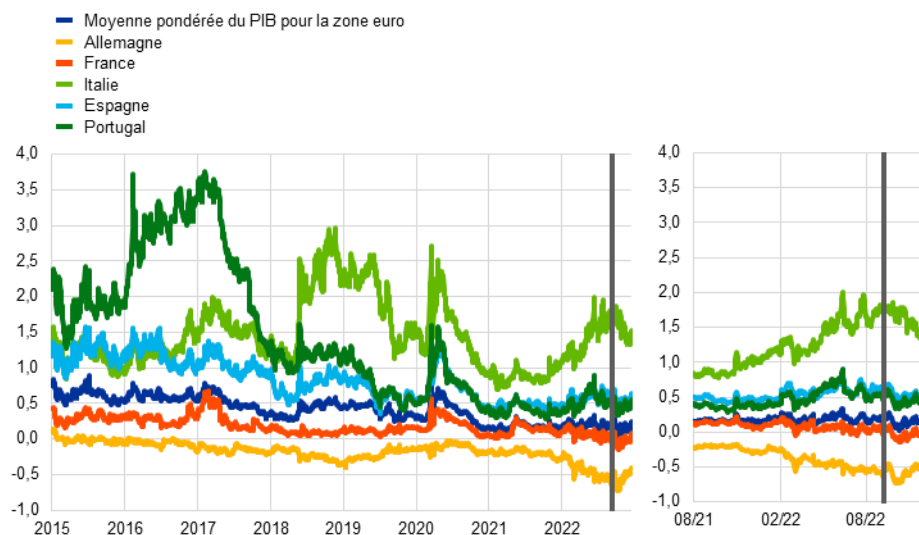
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 septembre 2022). Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2022.

**Au cours de la période sous revue, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, les *spreads* sur obligations souveraines se rapprochant les uns des autres (graphique 17).** Si les taux sans risque à long terme ont présenté des fluctuations importantes au cours de la période sous revue, l'écart entre le rendement pondéré par le PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et le taux OIS est demeuré globalement relativement stable avec, à la fin de la période sous revue, une hausse de 7 points de base par rapport à début septembre. Cela masque des évolutions différentes selon les pays, les différents *spreads* souverains s'étant resserrés. Par exemple, les *spreads* sur obligations souveraines à dix ans italiens et grecs ont diminué de 18 et 22 points de base, respectivement, tandis que l'écart de rendement par rapport au *Bund* allemand à dix ans est devenu moins négatif de 14 points de base.

### Graphique 17

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

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 septembre 2022). Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2022.

**Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué au cours de la période sous revue en raison d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque, les baisses les plus prononcées étant observées sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*).** Malgré une hausse des taux à court terme et des facteurs économiques défavorables, les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué au cours de la période sous revue en raison de

l'amélioration du sentiment à l'égard du risque, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre continuant à s'atténuer progressivement et les indices des directeurs d'achat (PMI) affichant une certaine résistance (cf. sections 1 et 2). Cela est particulièrement le cas pour les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement, qui ont diminué de 35 points de base, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises les mieux notées (*investment-grade*) ont diminué de 19 points de base.

**Les marchés boursiers européens ont rebondi, avec une performance particulièrement bonne des banques de la zone euro.** Malgré un frein exercé par

la hausse des taux sans risque, les marchés boursiers ont rebondi, les actions européennes affichant des performances supérieures à celles de leurs homologues mondiales, y compris par rapport aux États-Unis. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) ont augmenté de 7,7 % dans la zone euro, contre une baisse de 0,8 % aux États-Unis. La différence est encore plus marquée dans le secteur bancaire, avec une hausse de 14,2 % pour les actions bancaires de la zone euro contre une baisse de 4,0 % aux États-Unis. Ce rebond a reflété les surprises positives en matière de bénéfices pour les banques de la zone euro au troisième trimestre et des anticipations de bénéfices plus robustes à l'avenir, les hausses effectives et attendues des taux d'intérêt directeurs de la BCE étant

perçues comme contribuant à soutenir les marges d'intérêts des banques et donc leurs bénéfices.

### Graphique 18

#### Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2015 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 septembre 2022). Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2022.

#### Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 19).

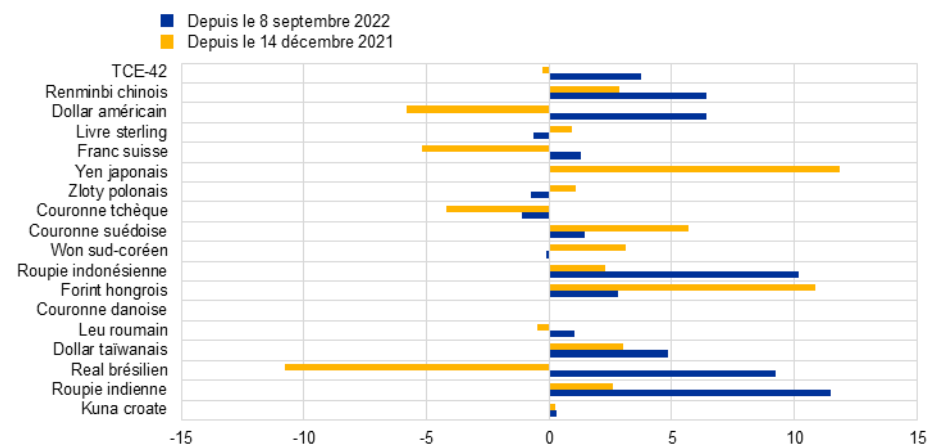
Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est renforcé de 3,8 %. S'agissant des évolutions du taux de change bilatéral, l'euro s'est nettement apprécié vis-à-vis du dollar américain (de 6,4 %), reflétant la spéculation d'un possible ralentissement du rythme de relèvement des taux aux États-Unis et d'un éventuel changement d'orientation de la politique monétaire plus tôt que prévu. Il s'est également renforcé par rapport aux devises de la plupart des autres principales économies avancées, y compris le franc suisse (de 1,3 %), même s'il est demeuré globalement inchangé vis-à-vis du yen japonais. L'euro s'est également apprécié par rapport à la plupart des monnaies des principales économies de marché émergentes, notamment le renminbi chinois (de 6,4 %). Il s'est légèrement affaibli par rapport à certaines monnaies européennes, y compris la livre sterling (de 0,6 %), la couronne tchèque (de 1,1 %) et le zloty polonais (de 0,7 %), tandis qu'il a continué de s'apprécier vis-à-vis du forint hongrois (de 2,8 %).



## Graphique 19

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 14 décembre 2022.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

*Les taux d'intérêt des prêts bancaires ont encore augmenté, reflétant la hausse des coûts du financement bancaire avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés robustes en octobre, tandis que l'activité de prêt aux ménages s'est encore modérée. Sur la période allant du 8 septembre au 14 décembre, le coût du financement par émission d'actions a fortement diminué, alors que celui du financement par endettement de marché a légèrement augmenté. L'enquête d'octobre 2022 sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) fait état d'un durcissement généralisé des conditions de financement pour les entreprises. Dans le même temps, les entreprises étaient plutôt pessimistes quant à la disponibilité de la plupart des sources de financement externe. La modération de la dynamique monétaire a repris en octobre, reflétant les évolutions du crédit aux entreprises et aux ménages.*

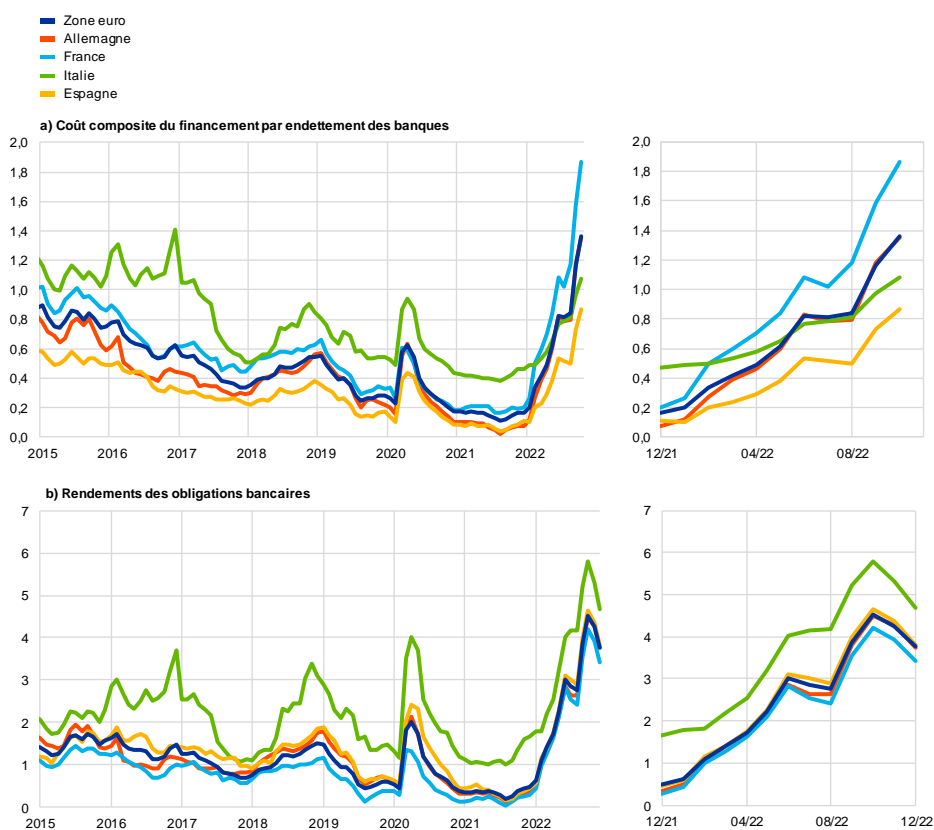
**Les coûts de financement des banques de la zone euro se sont accrus, reflétant les évolutions des taux sans risque et des taux de marché liées à la poursuite de la normalisation de la politique monétaire.** En octobre, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a poursuivi sa tendance haussière, atteignant son plus haut niveau depuis 2014 (graphique 20, partie a). Avec le durcissement des conditions de financement de banque centrale et la normalisation de la politique monétaire, les coûts de financement totaux des banques ont initialement augmenté sur la période sous revue avant de baisser de nouveau légèrement, reflétant une correction à la baisse des rendements des obligations bancaires en novembre (graphique 20, partie b). Les récents relèvements des taux directeurs par la BCE se répercutent également sur les taux appliqués aux dépôts. En ligne avec les régularités historiques, la transmission des récentes mesures de politique monétaire aux dépôts a été plus progressive que la réponse plus immédiate des rendements obligataires bancaires. En octobre, le taux appliqué aux dépôts a augmenté pour s'établir à 0,35 %, soit 22 points de base au-dessus du niveau enregistré avant le premier relèvement en juillet et 28 points de base au-dessus du niveau de début 2022. Ces hausses toujours modérées reflètent le redressement progressif des écarts de rendement entre les taux appliqués aux dépôts et les taux directeurs vers les niveaux habituellement observés en période de taux d'intérêt positifs. Le récent recalibrage de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) contribue également à la normalisation des coûts de financement des banques <sup>10</sup>. En novembre et en décembre, après le recalibrage des TLTRO III, les banques ont accéléré leurs remboursements volontaires, réduisant ainsi l'excédent de liquidité du secteur bancaire. S'agissant de la solidité des bilans, les banques de la zone euro sont globalement bien capitalisées et dépassent les exigences réglementaires et les cibles de fonds propres, mais les risques liés à une détérioration de l'environnement économique pourraient abaisser la qualité des actifs et accroître le risque de crédit.

<sup>10</sup> 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](#) », 27 octobre 2022.

## Graphique 20

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, 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 octobre 2022 pour les taux de financement composites des banques et au 14 décembre 2022 pour les rendements des obligations bancaires.

### Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté, reflétant la normalisation de la politique monétaire.

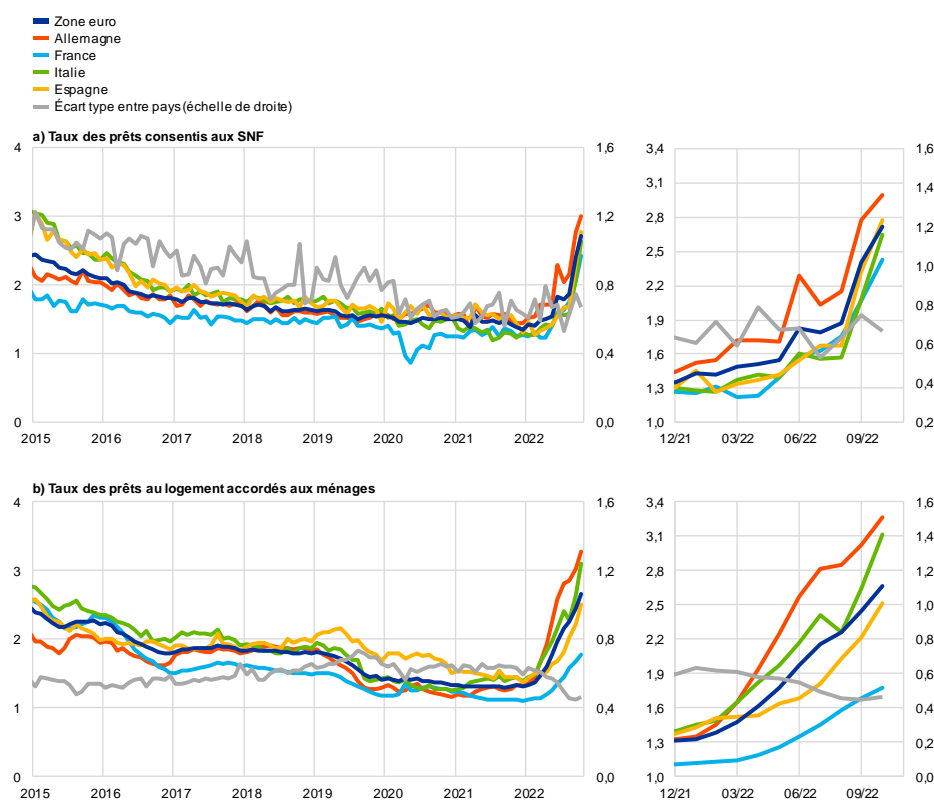
Depuis février 2022, les augmentations des coûts du financement bancaire ont poussé les taux débiteurs à la hausse dans l'ensemble des pays de la zone euro, jusqu'à des niveaux observés pour la dernière fois en 2015 (graphique 21), tandis que les critères d'octroi se sont durcis. Ces hausses des taux appliqués aux prêts sont en ligne avec les cycles de resserrement monétaire passés. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux sociétés non financières (SNF) ont augmenté pour s'établir à 2,72 % en octobre. Sous l'effet de la hausse mensuelle de 32 points de base, les taux des prêts aux entreprises ont enregistré une augmentation cumulée de 136 points de base depuis fin 2021. Dans le même temps, les taux bancaires appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages se sont encore accrus en octobre, de 21 points de base pour s'établir à 2,66 %, soit une augmentation de 135 points de base par rapport au niveau enregistré fin 2021. Les taux débiteurs ont nettement plus augmenté que les taux appliqués aux dépôts, ce qui est également caractéristique d'un cycle de

resserrement monétaire. La réévaluation plus forte du taux des prêts bancaires que de la rémunération des dépôts soutient les revenus nets d'intérêt des banques par le biais de la hausse des marges d'intérêt sur les contrats nouveaux. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé s'est légèrement creusé, ressortant à un niveau proche de la moyenne des deux dernières années, tout en restant très inférieur à son niveau d'avant la crise financière. Dans le même temps, la dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée contenue, suggérant que la transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE s'effectue sans heurt (graphique 21, parties a et b).

### Graphique 21

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

(pourcentages annuels ; écart type)



Source : BCE.

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

**Sur la période allant du 8 septembre au 14 décembre 2022, le coût du financement par émissions d'actions a fortement diminué pour les SNF, tandis que celui du financement par endettement de marché a légèrement augmenté.**

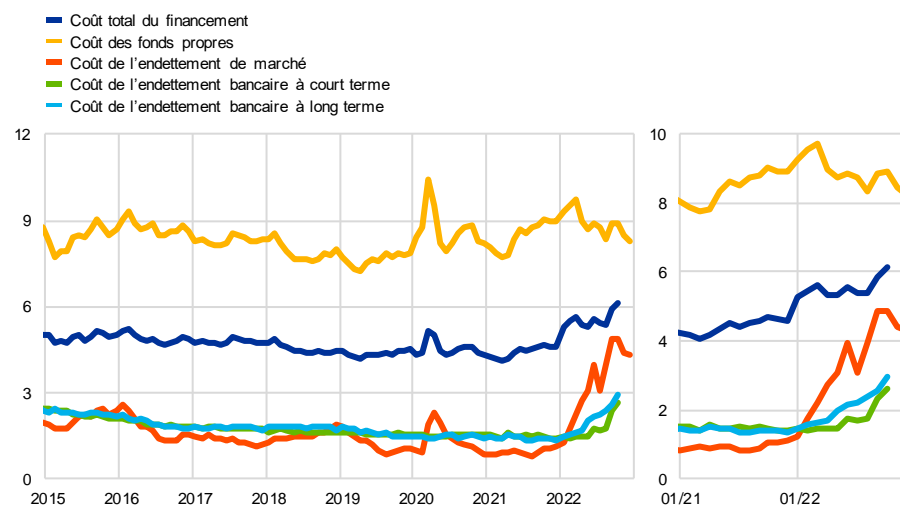
En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'endettement bancaire, le coût total du financement des SNF, qui comprend le coût de l'endettement bancaire, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres, ne peut être calculé que jusqu'en octobre 2022, où il est ressorti à 6,1 %,

soit 20 points de base environ au-dessus de son niveau du mois précédent (graphique 22). Cela résulte d'une hausse du coût du financement par endettement bancaire à court et à long terme, ainsi que du financement par endettement de marché. Le coût du financement par émissions d'actions n'a pas significativement évolué en octobre par rapport au mois précédent, une baisse de la prime de risque sur actions ayant compensé l'impact de la hausse des taux sans risque sur le coût des fonds propres. Le coût de l'endettement de marché a augmenté en raison de la hausse des taux sans risque et du creusement des écarts de rendement des obligations d'entreprises. En octobre 2022, le coût total du financement a atteint un pic pluriannuel historique, à des niveaux atteints pour la dernière fois fin 2010. Depuis le 8 septembre, au cours de la période sous revue, le coût de l'endettement de marché a légèrement baissé en raison du resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises, aussi bien sur le compartiment des obligations bien notées (*investment grade*) que sur celui des obligations à rendement élevé (*high yield*), qui a largement compensé la légère hausse des taux sans risque. Le coût des fonds propres a fortement diminué en raison de la baisse importante de la prime de risque sur actions, qui a éclipsé l'impact marginal de la légère hausse des taux sans risque.

### Graphique 22

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, sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 14 décembre 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 9 décembre 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à octobre 2022 pour le coût total de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

### Les entreprises ont signalé un durcissement des conditions de financement pour toutes les catégories de taille et tous les pays dans l'enquête d'octobre 2022 sur l'accès des entreprises au financement (SAFE).

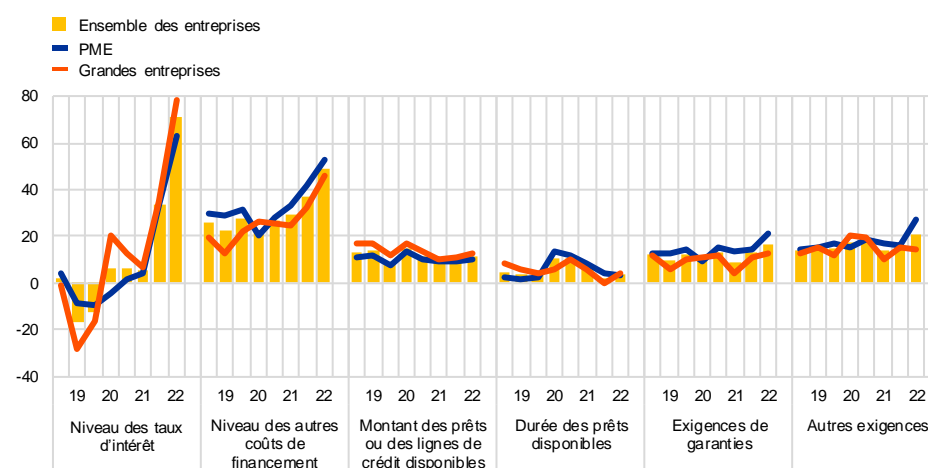
Le pourcentage net d'entreprises déclarant une augmentation des taux bancaires est ressorti en forte hausse, à 71 % (après 34 % lors de la campagne précédente), un niveau jamais observé depuis le début de l'enquête, en 2009 (graphique 23).

Dans le même temps, un pourcentage net de 49 % (après 37 %) des entreprises ont également signalé des hausses des autres coûts de financement, tels que les charges, frais et commissions. Les hausses de taux d'intérêt et autres coûts sont globalement comparables pour les petites et moyennes entreprises (PME) et les grandes entreprises. L'enquête fait également état d'exigences de garanties plus strictes et montre qu'un plus grand nombre d'entreprises signalent des hausses de la durée et du montant des prêts. Dans le même temps, peu d'entreprises ont déclaré l'existence d'obstacles à l'obtention d'un prêt bancaire (7 %, comme lors de la précédente campagne), principalement en raison de la volonté inchangée des banques à accorder des crédits.

### Graphique 23

#### 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 (enquête SAFE).

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 20 à 27 de l'enquête (octobre 2018-mars 2019 à avril 2022-septembre 2022).

#### Les entreprises ont fait état d'un creusement de leur écart de financement et sont devenues plus pessimistes quant à la disponibilité de la plupart des sources de financement externe.

L'écart de financement externe, à savoir la différence entre la variation de la demande et celle de l'offre de financement externe, est ressorti à 9 % (après 1 % lors de la campagne précédente) dans la zone euro. Cela résulte de la hausse des besoins de financement externe des entreprises, principalement pour faire face à l'augmentation des coûts de production, conjuguée à une légère baisse de la disponibilité effective des financements. À plus long terme, un pourcentage relativement élevé d'entreprises a signalé une détérioration de la disponibilité attendue des prêts bancaires et des lignes de crédit (31 % et 25 %, respectivement) pour la période allant d'octobre 2022 à mars 2023. Historiquement, la dynamique de ces indicateurs est liée à l'activité actuelle et future, dans la mesure où des écarts de financement croissants et une baisse de la disponibilité attendue

des financements impliquent des facteurs défavorables à la croissance du PIB de la zone euro <sup>11</sup>.

**Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés robustes en octobre, tandis que l'activité de prêt aux ménages s'est encore ralentie.** Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est resté inchangé à 8,9 % en octobre, avec des flux moins importants qu'au cours des mois précédents (graphique 24, partie a). Le taux de croissance soutenu des prêts aux entreprises reflète toujours la robustesse de la demande de prêts bancaires, car les entreprises utilisent le crédit pour financer l'augmentation des coûts de production et d'investissement et remplacent les obligations par des prêts bancaires, les coûts de financement de marché étant supérieurs à ceux du financement bancaire. S'agissant de la composition par échéances, les flux de prêts à plus long terme ont apporté la principale contribution à la croissance des prêts aux entreprises en octobre, reflétant des besoins de financement des investissements élevés en termes nominaux en raison de l'inflation et le remplacement des titres de créance. La forte baisse de la contribution des flux de prêts à court terme en octobre pourrait être liée à un tournant dans l'accumulation de stocks par les entreprises, conformément aux signaux émanant des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux variations des stocks qui présentent des propriétés d'indicateur avancé. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu à 4,2 % en octobre, après 4,4 % en septembre (graphique 24, partie b). Cette évolution s'explique par le ralentissement des prêts au logement sous l'effet d'une combinaison de facteurs d'offre et de demande, les banques durcissant les critères d'octroi et la demande fléchissant en raison d'une dégradation des perspectives économiques, de la hausse des taux hypothécaires et d'une détérioration des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel. Les informations tirées de l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro \(BLS\)](#), qui présente des propriétés prédictives pour la croissance future des prêts aux entreprises et aux ménages, suggèrent que la dynamique des prêts devrait se modérer au cours des prochains trimestres <sup>12</sup>. Cette évaluation est en ligne avec le ralentissement attendu de l'économie de la zone euro et la normalisation de la politique monétaire.

---

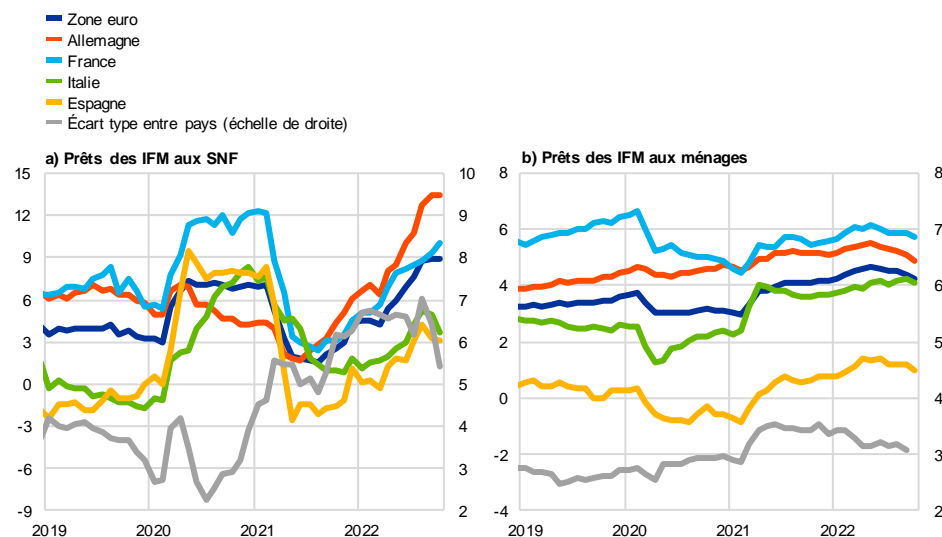
<sup>11</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

<sup>12</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 24

### 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 octobre 2022.

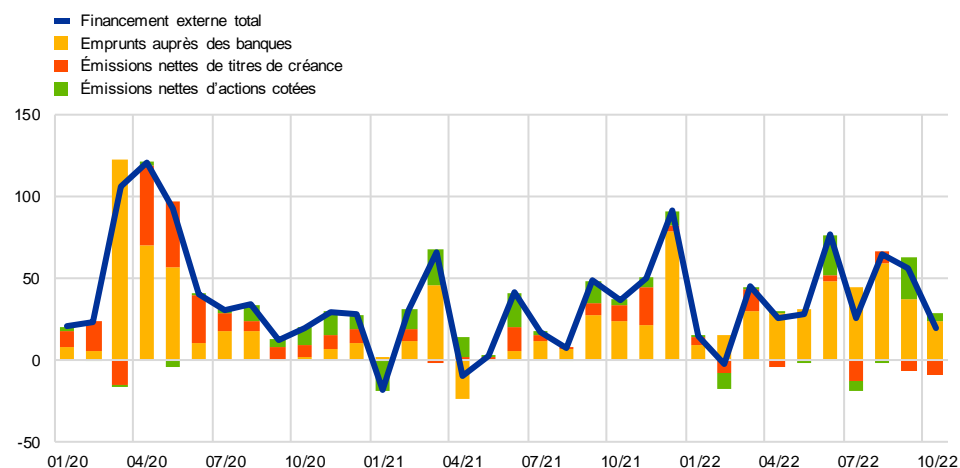
**Le financement externe total des entreprises s'est ralenti dans un contexte de soutien apporté par les emprunts bancaires.** Le taux de croissance annuel du financement externe est revenu de 3,6 % en septembre à 3,4 % en octobre, reflétant le durcissement des taux débiteurs et des critères d'octroi des prêts dans le contexte de la forte croissance nominale de l'investissement et des besoins actuels en fonds de roulement des entreprises. Depuis début 2022, les flux de financement externe ont été fortement soutenus par un accroissement des volumes de prêts bancaires aux entreprises, tandis que les émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées ont globalement diminué (graphique 25). L'augmentation des emprunts bancaires des entreprises et la diminution des émissions de dette sur le marché reflètent la hausse du coût relatif du financement par endettement de marché. Le redressement temporaire des émissions d'actions cotées en septembre s'explique par la cotation exceptionnellement importante d'une seule entreprise.



## Graphique 25

### 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 des emprunts auprès des banques (prêts des IFM), des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

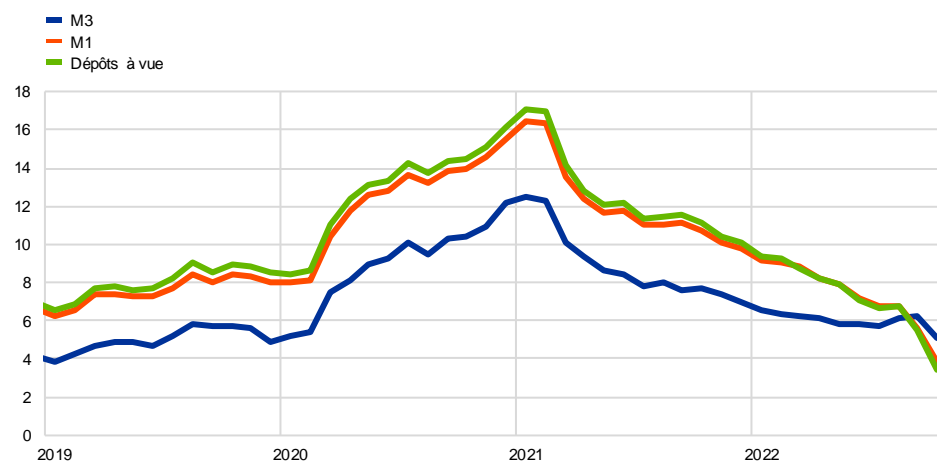
#### La réallocation des fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme s'est poursuivie en octobre dans le contexte de la normalisation de la politique monétaire.

Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a de nouveau affiché une forte baisse, s'établissant à 3,4 % en octobre, après 5,5 % en septembre (graphique 26). Cette évolution s'explique par un remplacement de grande ampleur des dépôts à vue par des dépôts à terme. Les réallocations de portefeuille ont été déclenchées par la rémunération progressivement plus élevée des dépôts à terme par rapport aux dépôts à vue, conformément aux tendances historiques caractéristiques des cycles de resserrement. L'intérêt marqué pour les dépôts à terme est principalement observé pour les entreprises et les autres institutions financières (AIF), qui ont déplacé des fonds depuis l'été 2022, quand les dépôts à terme ont commencé à bénéficier d'une rémunération relativement plus élevée. Les ménages préféraient auparavant les dépôts à vue – en raison de motifs de précaution et du faible écart entre la rémunération des dépôts à terme et à vue – mais ils ont récemment montré un intérêt accru pour les dépôts à terme en raison de l'augmentation de l'écart, même si les réaménagements de portefeuille ont été beaucoup moins prononcés que pour les deux autres secteurs. Dans le même temps, la croissance des avoirs en dépôts des entreprises et des ménages a varié d'un pays à l'autre.

## Graphique 26

### 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 octobre 2022.

**La modération de la dynamique monétaire a repris en octobre, reflétant les évolutions des crédits aux entreprises et aux ménages.** La croissance annuelle de l'agrégat large (M3) est revenue à 5,1 % en octobre contre 6,3 % en septembre (graphique 26). La forte baisse est liée à la dissipation d'un facteur technique ponctuel et aux évolutions des crédits aux entreprises et aux ménages<sup>13</sup>. S'agissant des composantes, le délaissement des dépôts à vue en octobre a entraîné une forte diminution de l'agrégat étroit M1, réduisant ainsi sa contribution à la croissance annuelle de M3. Dans le même temps, les dépôts à terme inclus dans l'agrégat monétaire large M3 ont apporté une contribution plus importante à la croissance de M3 par rapport aux mois précédents. Du côté des contreparties, les concours au secteur privé sont restés le principal contributeur à la croissance annuelle de M3. La contribution des achats de titres publics réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie a continué de diminuer, reflétant la fin des achats nets d'actifs à partir de juillet 2022. Dans le même temps, les sorties nettes annuelles au titre des flux monétaires à destination du reste du monde ont continué de peser sur la croissance de la monnaie au sens large, les prix élevés de l'énergie exerçant un impact négatif sur le solde commercial de la zone euro.

<sup>13</sup> Les chiffres relatifs à M3 pour septembre 2022 incluent une position temporaire importante de l'Eurosystème vis-à-vis d'une chambre de compensation, classée dans le secteur des « institutions financières non monétaires à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension ». En septembre, tous les agrégats auxquels ces dépôts appartiennent ont été gonflés par ce facteur technique ponctuel.

## 6 Évolutions budgétaires

*Comme l'indiquent les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro a continué de s'améliorer en 2022, après avoir enregistré des déficits élevés durant la pandémie. Celui-ci devrait toutefois légèrement se détériorer en 2023, avant de s'améliorer à nouveau en 2024. Cette dégradation temporaire tient largement aux vastes mesures d'aide discrétionnaires adoptées par les pouvoirs publics afin de lutter contre la hausse des prix de l'énergie et l'augmentation du coût de la vie pour les ménages. Les projections précédentes prévoient que ces mesures seraient essentiellement limitées à l'année 2022, de sorte que les perspectives de déficit affichaient une amélioration constante. Cependant, les gouvernements ont entre-temps inscrit à leur budget, ou annoncé par d'autres voies, un niveau d'aide similaire à celui de 2022, de l'ordre de 2 % du PIB, pour l'année 2023. Les prévisions budgétaires restent grevées d'une forte incertitude, liée principalement à la guerre en Ukraine et aux évolutions sur les marchés de l'énergie susceptibles de conduire les gouvernements à adopter de nouvelles mesures de soutien budgétaire. Du point de vue des politiques, les mesures de ce type destinées à protéger l'économie des retombées des prix élevés de l'énergie doivent être temporaires, ciblées et conçues de manière à préserver les incitations à réduire la consommation énergétique. Les mesures budgétaires qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes, ce qui nécessiterait une réponse plus vigoureuse de la politique monétaire. De plus, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, les politiques budgétaires doivent viser à rendre notre économie plus productive et à réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Il conviendrait de conclure rapidement la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE.*

**Comme l'indiquent les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro se dégraderait légèrement en 2023, avant de s'améliorer en 2024** <sup>14</sup>. Le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro est revenu à 5,1 % du PIB en 2021, après avoir culminé à un niveau inédit de 7,1 % en 2020 (graphique 27). Selon les estimations, il aurait continué de se contracter en 2022, retombant à 3,5 % du PIB, mais devrait repartir légèrement à la hausse en 2023, pour atteindre 3,7 %. Le ratio de déficit devrait toutefois se replier à nouveau en 2024, pour s'établir à 2,7 %, et se stabiliser aux alentours de ce niveau jusqu'à la fin de l'horizon de projection, en 2025. L'amélioration du solde budgétaire en 2022 s'expliquerait par le cycle économique et par une augmentation du solde primaire corrigé du cycle, une part importante des mesures d'urgence face à la pandémie ayant commencé à s'éteindre. Les mesures adoptées en réponse à l'inflation élevée et à la guerre en Ukraine en 2022 – bien que très importantes, à 2 % du PIB environ – sont moins substantielles que celles mises en place pendant la pandémie. Des mesures d'aide d'ampleur similaire devraient s'appliquer en 2023

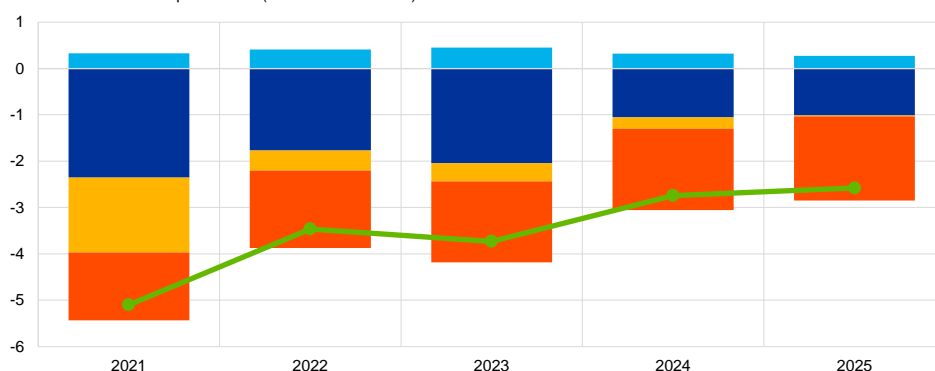
<sup>14</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2022](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 15 décembre 2022.

(graphique 28). Leur composition est toutefois appelée à se modifier, les subventions, destinées en particulier à soutenir le plafonnement des prix de l'énergie, se substituant aux transferts sociaux, tel le soutien au revenu des ménages, qui a largement prédominé dans la réaction initiale des pouvoirs publics au choc sur les prix de l'énergie. Néanmoins, des facteurs non discrétionnaires, comme la diminution des recettes fiscales exceptionnelles, devraient contribuer à une dégradation légère et temporaire du déficit en 2023. L'amélioration attendue du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques en 2024 est entièrement attribuable au redressement du solde primaire corrigé du cycle, fondé sur l'hypothèse d'un retrait des mesures gouvernementales de soutien à l'énergie.

### Graphique 27 Solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)

- Solde primaire corrigé du cycle (abstraction faite des subventions du plan NGEU du côté des recettes)
- Composante cyclique
- Paiements d'intérêts
- Solde budgétaire
- Subventions du plan NGEU (du côté des recettes)

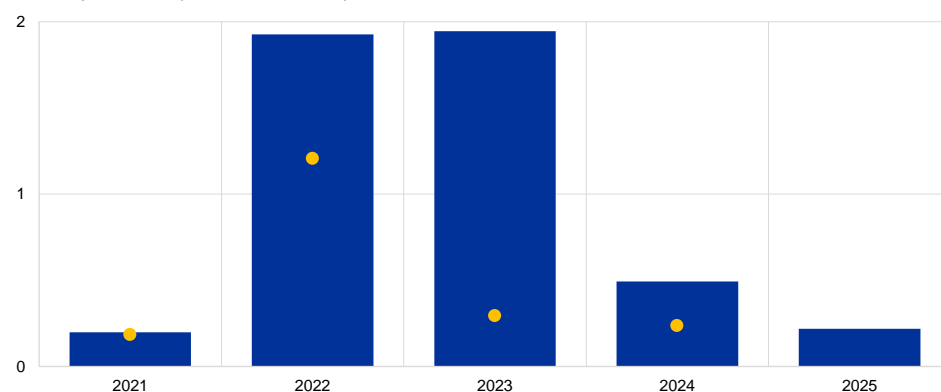


Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème.  
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des États membres de la zone euro.

### Graphique 28 Soutien budgétaire dans la zone euro en réaction aux prix élevés de l'énergie et à l'inflation

(en pourcentage du PIB, niveau annuel)

- Projections de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème
- Projections de septembre 2022 établies par les services de la BCE



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

**Selon les estimations, l'orientation budgétaire de la zone euro s'est resserrée en 2022 et, bien qu'un relâchement modéré soit attendu en 2023, elle devrait à nouveau se durcir sensiblement en 2024 en dépit de l'adoption de nouvelles mesures discrétionnaires** <sup>15</sup>. En 2022, l'orientation budgétaire plus restrictive qui ressort de cette mesure peut être attribuée à d'importants facteurs non discrétionnaires, qui reflètent principalement la perception d'amples recettes exceptionnelles dans le prolongement de la tendance amorcée l'année précédente. L'assouplissement budgétaire prévu en 2023 tiendrait à la dissipation partielle attendue de ces recettes exceptionnelles, contrebalançant largement le léger resserrement des mesures discrétionnaires globales. Ce dernier s'explique par le retrait d'une partie des vastes mesures de lutte contre la pandémie et de relance de l'économie adoptées depuis l'éclatement de la crise du coronavirus (COVID-19). Une orientation budgétaire largement moins expansionniste est néanmoins attendue en 2024, lorsque la plupart des mesures de soutien à l'inflation devraient avoir expiré, même si cette prévision est entourée d'une grande incertitude. Ce durcissement serait suivi par une position globalement neutre à la fin de l'horizon de projection, soit en 2025 <sup>16</sup>.

**Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire global de la zone euro pour 2022 a été revu légèrement à la hausse, mais un résultat nettement plus défavorable est attendu pour 2023.** Plus particulièrement, le ratio solde budgétaire/PIB de la zone euro a été ajusté à la hausse de 0,3 point de pourcentage en raison des contributions meilleures qu'escompté du cycle économique et du solde primaire corrigé du cycle. Cela étant, on note une très vive dégradation du solde budgétaire attendu pour 2023 (– 0,9 point de pourcentage du PIB). Cette évolution est due principalement à un solde primaire corrigé du cycle plus négatif, qui reflète l'anticipation du maintien des mesures de soutien gouvernementales liées à l'inflation élevée et à la guerre en Ukraine <sup>17</sup>.

**Après s'être vivement accru en 2020, le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques dans la zone euro devrait lentement se replier, pour s'établir juste au-dessous de 90 % en 2024 et en 2025, mais demeurer supérieur à son niveau d'avant la crise.** Après une hausse du ratio d'endettement de l'ordre de 13 points de pourcentage, à quelque 97 % en 2020, le déficit primaire,

<sup>15</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie par la voie des politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions accordées au titre du plan *Next Generation EU* (NGEU) qui proviennent 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.

<sup>16</sup> L'orientation budgétaire globale de la zone euro, ajustée des recettes liées aux subventions dans le cadre du plan NGEU (à partir de 2021), est estimée à + 1,0 point de pourcentage du PIB en 2021 et à +0,5 point de pourcentage du PIB en 2022. Elle devrait s'établir à – 0,3, + 1,0 et + 0,1 point de pourcentage, respectivement, en 2023, 2024 et 2025. Par rapport aux projections de septembre 2022, elle a été revue à la hausse de + 0,4 point de pourcentage pour 2022, à la baisse de – 1,0 point de pourcentage en 2023 et à la hausse de + 1,1 point de pourcentage en 2024 respectivement.

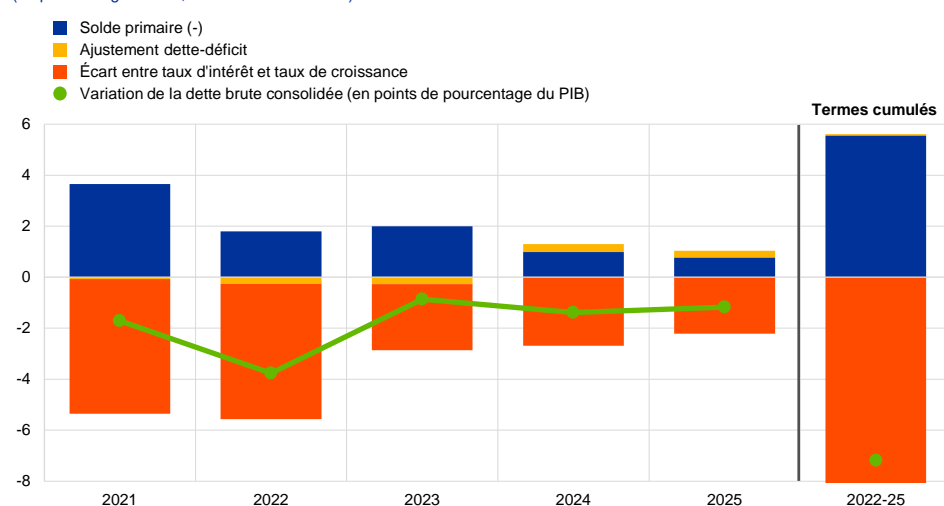
<sup>17</sup> Selon les estimations, l'aide publique supplémentaire visant à compenser la hausse des prix de l'énergie et des autres dépenses en réponse à la guerre en Ukraine représenterait 0,9 % du PIB en 2022.

qui est demeuré élevé en 2021, devrait avoir été plus que compensé par une contribution significative de l'écart avantageux entre taux d'intérêt et taux de croissance exerçant un effet réducteur sur la dette. Cela a conduit à une diminution modérée du ratio dette/PIB, qui devrait continuer d'afficher un déclin lent, mais régulier entre 2022 et 2025. Ce repli résulterait des contributions toujours favorables des différentiels entre taux d'intérêt et taux de croissance, qui l'emporteraient sur les déficits primaires alourdissant la dette, tandis que les ajustements dette-déficit devraient être globalement neutres en termes cumulés sur l'ensemble de l'horizon considéré (graphique 29). À la fin de la période de projection, le ratio dette/PIB ressortirait à 88 %, soit 4 points de pourcentage au-dessus du niveau qu'il affichait avant la crise en 2019.

### 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 décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème.  
 Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques des États membres de la zone euro.

**Les projections budgétaires de référence restent entourées d'une forte incertitude, liée principalement à l'environnement de prix élevés de l'énergie et d'inflation marquée ainsi qu'aux réactions politiques potentielles.** En ce qui concerne les hypothèses budgétaires, les risques pesant sur le scénario de base actuel tendent vers une relance budgétaire supplémentaire en 2023 et en 2024 ainsi que vers un nouveau report de la suppression de l'aide budgétaire discrétionnaire dont tiennent déjà compte les prévisions.

**Du point de vue des politiques, les mesures de soutien budgétaires destinées à protéger l'économie des retombées des prix élevés de l'énergie doivent être temporaires, ciblées et conçues de manière à préserver les incitations à réduire la consommation énergétique.** Les mesures budgétaires qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes, ce qui nécessiterait une réponse plus vigoureuse de la politique monétaire. De plus, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, les politiques budgétaires doivent viser à rendre notre économie plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Il importera de maintenir une

coordination efficace des politiques dans la zone euro afin de garantir que les politiques budgétaires n'aggravent pas les tensions inflationnistes et préservent la soutenabilité de la dette tout en rendant les finances publiques plus propices à la croissance <sup>18</sup>. Il convient de conclure la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE rapidement.

---

<sup>18</sup> La dernière évaluation par l'Eurosystème de l'incidence des mesures d'aide liées à l'énergie pour 2023 suggère que leur ampleur pourrait être nettement plus importante que ce que la Commission prévoyait dans ses prévisions économiques de l'automne 2022, à en croire les informations contenues dans les projets de plans budgétaires des États membres. Ce constat donne à penser que les risques que la Commission a identifiés à cet égard sont susceptibles de se concrétiser. Cf. l'encadré 8 du présent *Bulletin économique* pour plus de détails.

# Encadrés

## 1 Évolutions de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis

Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo et Laura Lebastard

**L'inflation totale a fortement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis depuis début 2021.** Une hausse plus précoce et plus marquée avait été enregistrée aux États-Unis, mais l'inflation totale est plus élevée dans la zone euro depuis juillet 2022 <sup>1</sup>. En novembre, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie à 10,1 %, après 10,6 % en octobre, tandis qu'aux États-Unis, la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint un pic à 9,1 % en juin et s'est ensuite légèrement ralentie, ressortant à 7,1 % en novembre.

---

<sup>1</sup> Pour les évolutions antérieures, cf. l'encadré intitulé « [Comparaison des évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021, et l'encadré intitulé « [Évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro – une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

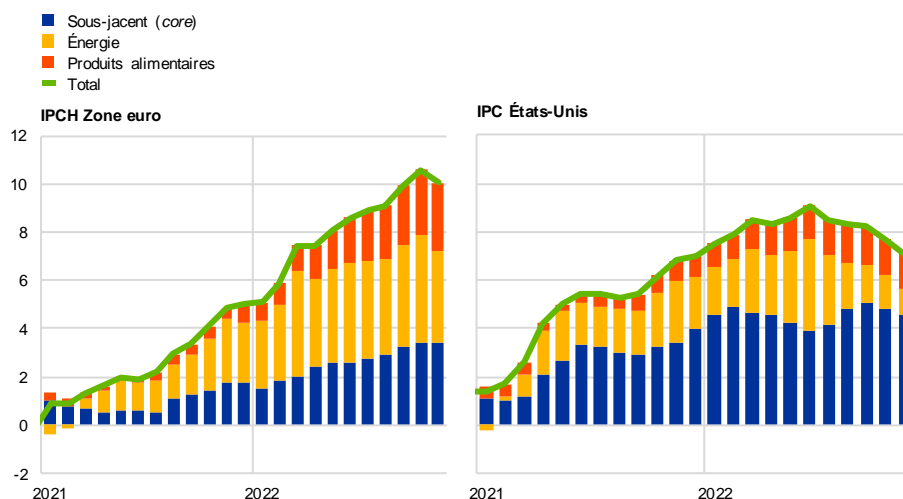


## Graphique A

### Inflation totale et ses composantes

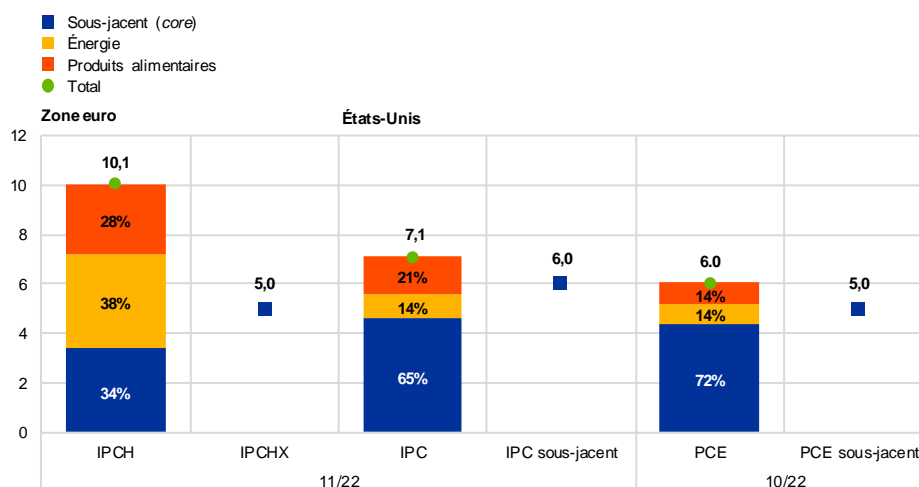
#### a) Évolutions de l'inflation

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



#### b) Contributions des principales composantes de l'inflation

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



Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.

Notes : L'IPCHX correspond à l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro (c'est-à-dire l'inflation sous-jacente)

L'indice PCE correspond à l'indice des prix relatifs aux dépenses de consommation personnelles (*Personal Consumption Expenditures*, PCE) pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent à novembre pour l'IPCH et l'IPC et à octobre pour le PCE.

### Les hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires ont joué un rôle essentiel dans l'accélération de l'inflation totale enregistrée dans la zone euro.

En novembre, la hausse des prix de l'énergie a représenté à elle seule 38 % de l'inflation totale dans la zone euro – mais seulement 14 % aux États-Unis.

Considérées ensemble, les hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires représentent les deux tiers environ de l'inflation totale dans la zone euro, mais seulement un tiers environ aux États-Unis (graphique A). La hausse plus forte des prix de l'énergie dans la zone euro s'explique en grande partie par les prix beaucoup plus élevés du gaz naturel – en raison de l'importance du gaz russe pour la zone euro avant la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine – et par les

répercussions de cette situation sur les prix de l'électricité <sup>2</sup>. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 5,0 % en novembre dans la zone euro. Ce chiffre reste inférieur à la hausse de l'IPC américain hors produits alimentaires et énergie (inflation *core*) qui s'est inscrit à 6,0 % le même mois. Toutefois, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est resté relativement stable à un niveau élevé en novembre, tandis qu'aux États-Unis, l'IPC hors produits alimentaires et énergie a légèrement diminué.

**Une reprise tirée par la consommation plus forte aux États-Unis a constitué un déterminant essentiel des évolutions différentes de l'inflation sous-jacente dans les deux économies.** Aux États-Unis, le PIB en volume a retrouvé son niveau d'avant la pandémie environ deux trimestres plus tôt que la zone euro (graphique B), principalement en raison de la reprise plus soutenue de la consommation privée et de l'investissement américains. En particulier, dans la zone euro, la consommation privée de biens et services n'a retrouvé que très récemment le niveau enregistré au quatrième trimestre 2019, tandis qu'aux États-Unis, elle avait déjà dépassé son niveau d'avant la pandémie début 2021. L'augmentation des dépenses de consommation ainsi qu'une atténuation plus rapide des goulets d'étranglement aux États-Unis ont également favorisé un retour de l'investissement privé non résidentiel américain à son niveau d'avant la pandémie au premier semestre 2021. En revanche, dans la zone euro, ce type d'investissement, corrigé de l'investissement incorporel, particulièrement volatil, n'a dépassé son niveau d'avant la pandémie que fin 2021.

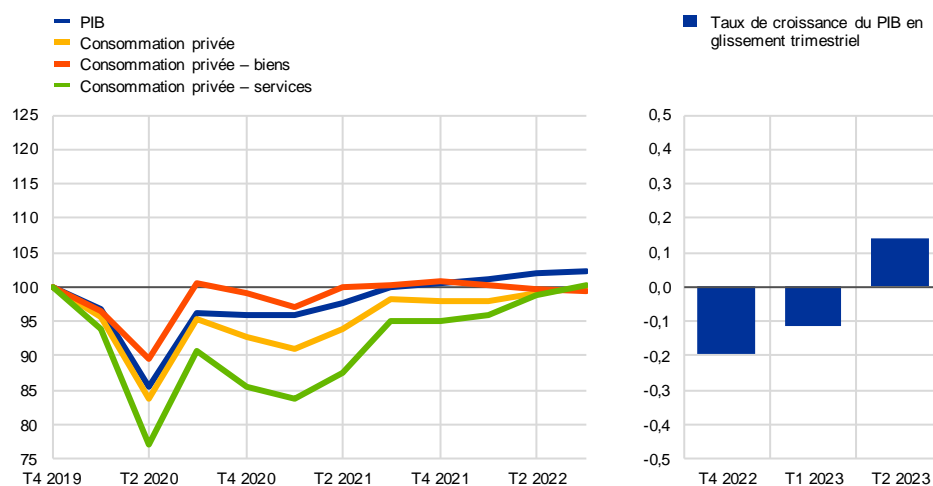
---

<sup>2</sup> 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, et l'encadré intitulé « [L'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

## Graphique B PIB en volume et consommation

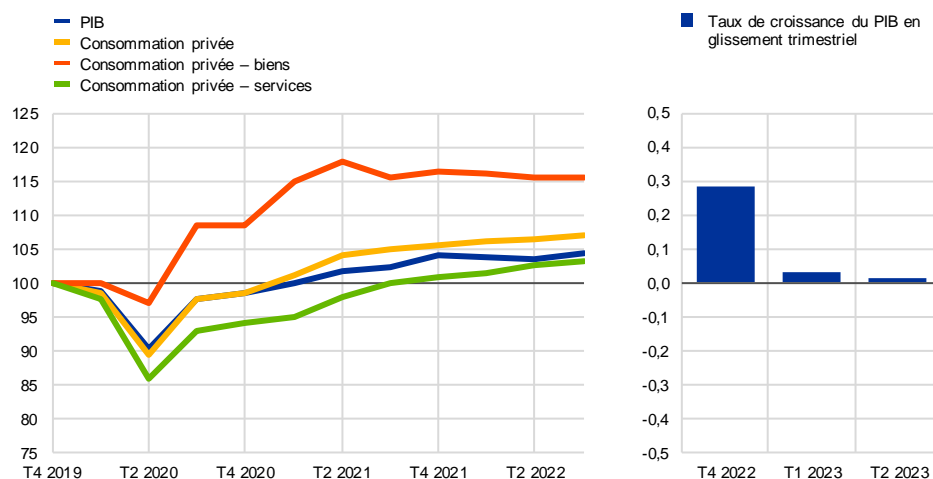
### a) Zone euro

(T4 2019 = 100 ; variations trimestrielles en pourcentage)



### b) États-Unis

(T4 2019 = 100 ; variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, base de données des projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations pour les parties gauches se rapportent au troisième trimestre 2022. Les parties droites présentent les projections relatives à la croissance du PIB.

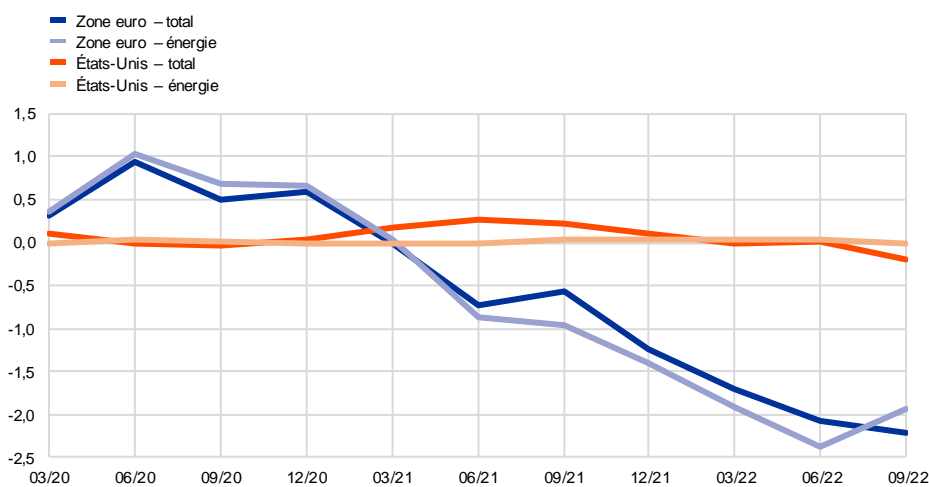
**Les différences au niveau de la croissance de la consommation entre les deux économies peuvent largement s'expliquer par deux facteurs – les caractéristiques de la politique budgétaire et la dynamique des termes de l'échange.** Premièrement, une reprise très rapide et très forte de la consommation de biens aux États-Unis a été favorisée par le soutien général et relativement important apporté aux revenus des ménages pendant la pandémie, notamment les chèques de relance et des allocations chômage renforcées<sup>3</sup>. Dans la zone euro, le soutien public a davantage ciblé les personnes les plus exposées à la pandémie,

<sup>3</sup> Cf. également l'encadré intitulé « Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021, et « *The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance* », OCDE, janvier 2022.

par le biais d'une compensation des pertes de revenus ou de dispositifs de maintien de l'emploi <sup>4</sup>. Deuxièmement, la hausse des prix de l'énergie depuis le printemps 2021, qui a été sensiblement aggravée un an plus tard par la guerre en Ukraine, a entraîné un choc sur les termes de l'échange qui a touché la zone euro bien plus fortement que les États-Unis, la zone euro étant très dépendante des importations de gaz en provenance de Russie (graphique C) <sup>5</sup>. L'impact a été accentué par les évolutions du taux de change, avec une forte appréciation du dollar et une dépréciation de l'euro non seulement vis-à-vis de la monnaie américaine, mais également en termes effectifs. Dans la zone euro, l'impact estimé a été équivalent à un transfert de PIB de 2,2 % environ vers le reste du monde, en données cumulées sur quatre trimestres allant jusqu'au troisième trimestre 2022. Aux États-Unis, l'effet revenu a été globalement neutre, le pays étant autosuffisant pour ce qui concerne l'énergie. La détérioration des termes de l'échange a significativement réduit le revenu disponible des ménages dans la zone euro, avec un impact particulièrement fort sur la demande de biens durables <sup>6</sup>. Les pertes de revenus encourues par ce canal peuvent encore s'accroître et freiner par conséquent l'activité dans la zone euro au cours des prochains trimestres.

### Graphique C Effets revenu des termes de l'échange

(impact sur la croissance du PIB en glissement annuel en points de pourcentage)



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

Notes : L'effet revenu des termes de l'échange est calculé en pondérant les variations des prix à l'exportation et à l'importation par leurs valeurs antérieures respectives (décalage d'un an) et il est exprimé en part de pourcentage du PIB. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

**En ligne avec la reprise plus lente observée l'année dernière dans la zone euro, l'importance de la demande comme déterminant de l'inflation sous-jacente s'est accrue plus progressivement et plus tardivement qu'aux États-Unis (graphique D).** Aux États-Unis, la contribution de la demande à l'inflation sous-jacente atteignait déjà 1,5 point de pourcentage environ mi-2021 et elle a

<sup>4</sup> Cf. Licchetta (M) et al. (2022) « *Economic Adjustment in the Euro Area & the United States during the COVID-19 Crisis* », *European Economy Discussion Paper*, 160, Commission européenne, mars.

<sup>5</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « *Implications de la détérioration des termes de l'échange pour le revenu réel et le compte des transactions courantes* » *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

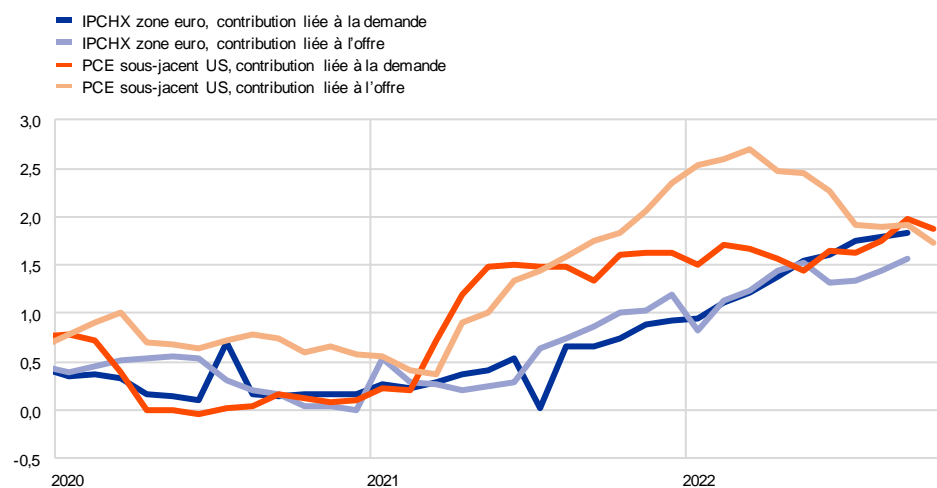
<sup>6</sup> Cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

encore augmenté pour ressortir à près de 2 points de pourcentage récemment, tandis que dans la zone euro, elle a augmenté beaucoup plus graduellement et n'a atteint des niveaux supérieurs à 1,5 point de pourcentage que ces derniers mois. En ce qui concerne la hausse des prix des biens, la contribution de l'offre reste supérieure à celle de la demande tant aux États-Unis que dans la zone euro. Pour les services, les facteurs d'offre ont joué un rôle plus important aux États-Unis, tandis que dans la zone euro, ce sont les facteurs de demande qui ont prédominé. S'agissant de l'inflation dans le secteur des services, où la main-d'œuvre apporte généralement la contribution de loin la plus significative, la plus grande importance absolue et relative des facteurs d'offre aux États-Unis peut être liée en partie aux tensions plus fortes sur le marché du travail et à l'impact plus prononcé des pénuries de main-d'œuvre sur les salaires que dans la zone euro <sup>7</sup>.

### Graphique D

#### Décomposition de l'inflation sous-jacente entre composantes d'offre et de demande

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les mesures de l'inflation sous-jacente sont l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) pour la zone euro et le déflateur des dépenses de consommation privée hors produits alimentaires et énergie (PCE sous-jacent ou *core PCE*) pour les États-Unis. Les séries sont corrigées des variations saisonnières. Les données sont fondées sur une application de Shapiro (A.H.), « *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?* », *FRBSF Economic Letter*, n° 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 juin 2022 ; et Shapiro (A.H.), « *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation* », *Working Papers*, n° 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, octobre 2022. Pour les résultats relatifs à la zone euro, cf. l'encadré intitulé « *Le rôle de la demande et de l'offre dans l'inflation sous-jacente – une analyse de l'IPCHX selon une approche par composantes* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2022. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022 pour la zone euro et à octobre 2022 pour les États-Unis.

**Pour l'avenir, les perspectives de croissance à court terme sont plus faibles pour la zone euro que pour les États-Unis, ce qui implique que l'élan donné par la croissance économique à l'inflation restera moins prononcé dans la zone euro.** Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème, au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023, le PIB en volume devrait se contracter légèrement dans la zone euro, mais continuer d'enregistrer une croissance légèrement positive aux États-Unis (graphique B). Par ailleurs, l'inflation totale mesurée par l'IPCH devrait s'établir à 6,3 % en 2023 et 3,4 % en 2024, et l'IPCH hors produits alimentaires et énergie

<sup>7</sup> Pour plus de détails sur les évolutions salariales, cf. l'encadré intitulé « Comparaison des évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis et de leur impact sur les salaires » dans l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

devrait augmenter de 4,2 % en 2023 et 2,8 % en 2024. Tandis que l'inflation totale devrait rester plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis à court terme, en raison de l'exposition plus importante de la zone aux chocs sur les prix de l'énergie liés à la guerre en Ukraine, l'inflation sous-jacente devrait y rester légèrement plus faible qu'aux États-Unis dans un contexte de détérioration des termes de l'échange et de marché du travail moins tendu.

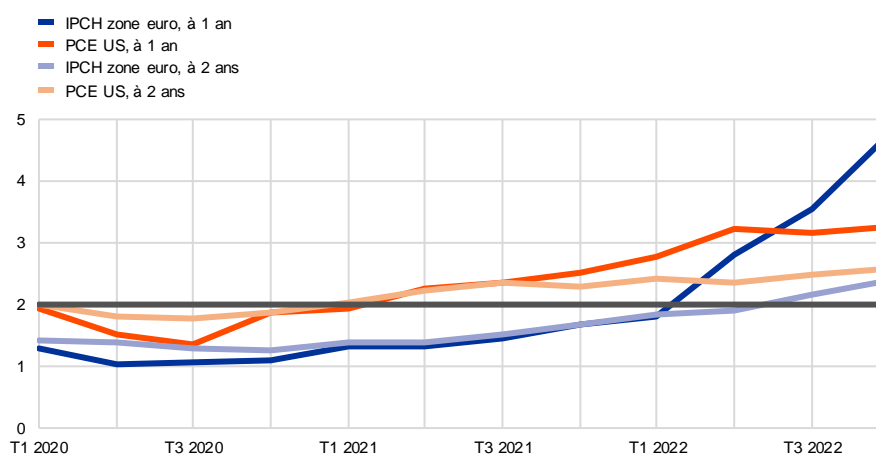
**Selon les prévisionnistes professionnels, l'inflation à un horizon de deux ans devrait s'établir à un niveau légèrement plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro.** La hausse de l'IPCH à un an devrait s'établir à 4,8 % dans la zone euro d'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

Il s'agit d'un niveau nettement supérieur à celui de l'indice des prix relatifs aux dépenses de consommation personnelles (PCE) aux États-Unis, qui devrait s'établir à 3 % à l'horizon d'un an selon l'enquête réalisée par la Federal Reserve Bank of Philadelphia au quatrième trimestre 2022 (graphique E). Dans le même temps, les anticipations d'inflation à deux ans pour les États-Unis se sont établies à 2,6 % pour le PCE et 2,8 % pour l'IPC, tandis que les anticipations d'inflation à deux ans relatives à l'IPCH pour la zone euro se sont établies à 2,4 % (graphique E). Ces résultats suggèrent que des niveaux d'inflation supérieurs à la cible de la banque centrale devraient se révéler plus persistants aux États-Unis. Cela pourrait refléter une composante domestique plus forte pour l'inflation aux États-Unis, ainsi que des prévisions globalement plus optimistes concernant le dynamisme du marché du travail.

### Graphique E

#### Anticipations et prévisions d'inflation à court et moyen termes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP ZE) pour le quatrième trimestre 2022, enquête menée par la Réserve fédérale de Philadelphie (Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters) pour le quatrième trimestre 2022 (EPP US).

Notes : L'EPP US est réalisée un mois plus tard que l'EPP ZE. Pour l'EPP US, les prévisions à un an sont calculées comme le taux moyen d'inflation anticipée au cours des quatre trimestres suivants la campagne de l'EPP (pour l'enquête réalisée au quatrième trimestre 2022, cela correspond à la moyenne du premier trimestre 2023 jusqu'au quatrième trimestre 2023) et les prévisions d'inflation à deux ans sont les prévisions au cours du trimestre pendant lequel l'enquête est réalisée s'agissant de l'année calendaire suivant l'année d'après. Pour l'EPP ZE, les prévisions à un an sont calculées comme le taux d'inflation anticipé à un an pour les dernières données disponibles (au quatrième trimestre 2022, les données pour septembre 2022 étaient disponibles et les anticipations à un an se rapportent au taux d'inflation annuel prévu pour septembre 2023) et les prévisions à deux ans sont calculées comme le taux d'inflation anticipé à deux ans pour les dernières données disponibles (au quatrième trimestre 2022, les données pour septembre 2022 étaient disponibles et les anticipations à deux ans se rapportent au taux d'inflation annuel prévu pour septembre 2024).

## 2 La Croatie adopte l'euro

Matteo Falagiarda et Christine Gartner

**La Croatie a adopté l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 2023, devenant ainsi le vingtième membre de la zone euro.** Les évaluations figurant dans les rapports sur la convergence 2022 de la [Commission européenne](#) et de la [Banque centrale européenne](#) ont ouvert la voie au premier élargissement de la zone euro depuis l'adhésion de la Lituanie en 2015 <sup>1</sup>. Le 12 juillet 2022, le Conseil de l'Union européenne a formellement approuvé l'adhésion de la Croatie à la zone euro et a fixé le taux de conversion de la kuna croate à 7,53450 pour 1 euro <sup>2</sup>, ce qui correspond au cours pivot de la kuna pendant la période où le pays a participé au mécanisme de change européen (MCE II) <sup>3</sup>.

**La Croatie est une petite économie bien intégrée à la zone euro via des liens commerciaux et financiers.** Le pays compte environ 4 millions d'habitants et son PIB représente près de 0,5 % du PIB de la zone euro. La composition de la valeur ajoutée brute de la Croatie est globalement semblable à celle de la zone euro dans son ensemble, l'industrie (y compris la construction) et les services contribuant pour environ 25 % et 72 % respectivement (graphique A, partie a). Le tourisme domine le secteur des services en Croatie, avec des recettes représentant environ 19 % du PIB en 2019. Cette part a significativement chuté en 2020 en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19), mais s'est redressée en 2021 et 2022. C'est de loin la proportion la plus importante parmi les États membres de l'UE (graphique A, partie b). Le tourisme a également d'importantes répercussions sur les autres secteurs de l'économie.

---

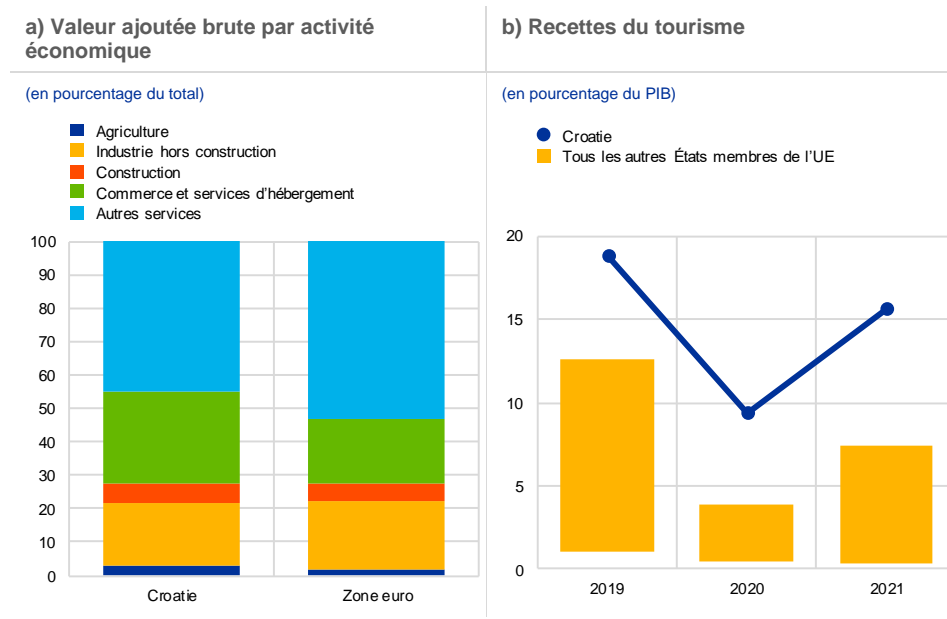
<sup>1</sup> Les rapports sur la convergence de la Commission européenne et de la BCE sont préparés conformément à l'article 140, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

<sup>2</sup> Cf. « [La Croatie adhérera à la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2023](#) », *communiqué de presse*, BCE, 12 juillet 2022.

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Le lev bulgare et la kuna croate participent au mécanisme de change européen \(MCE II\)](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020, et l'article intitulé « [Le mécanisme de change européen \(MCE II\), phase préparatoire en vue de l'adoption de l'euro – les cas de la Bulgarie et de la Croatie](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

## Graphique A

### Structure de l'économie croate



Sources : Eurostat, BCE et calculs des auteurs.

Notes : La partie a) se base sur la valeur ajoutée brute à prix courants au deuxième trimestre 2022. La mention « commerce et services d'hébergement » comprend le commerce, les transports, l'hébergement et la restauration. La partie b) se fonde sur les crédits au compte de voyages dans les statistiques de balance des paiements, qui mesurent les dépenses en biens et services des non-résidents lorsqu'ils visitent le pays. Les barres jaunes indiquent la fourchette minimum-maximum pour l'ensemble des autres États membres de l'UE.

La zone euro est le principal partenaire commercial et financier de la Croatie (graphique B). En outre, les banques détenues par des institutions financières domiciliées dans d'autres pays de la zone euro jouent un rôle dominant dans le système bancaire croate. Avant d'adopter formellement l'euro, l'économie de la Croatie se caractérisait également par un degré élevé d'euroïsation. Une part significative de la dette publique et privée était émise en euro, reflétant la composition en devises de l'épargne des ménages et des actifs liquides des sociétés non financières (graphique C) <sup>4</sup>. Dans l'ensemble, le cycle conjoncturel de l'économie croate a été fortement synchronisé avec celui de la zone euro pendant les dix ans précédant l'adoption de l'euro par le pays.

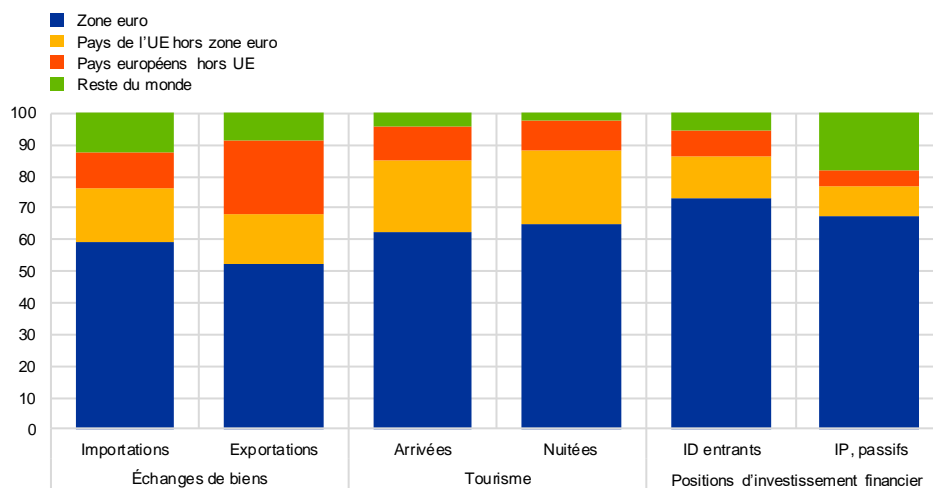
<sup>4</sup> Cependant, pour les pays hors zone euro, un degré élevé d'euroïsation peut également comporter des risques et limiter le degré de flexibilité des politiques économiques nationales.



## Graphique B

### Liens commerciaux et financiers de la Croatie avec la zone euro

(en pourcentage du total)

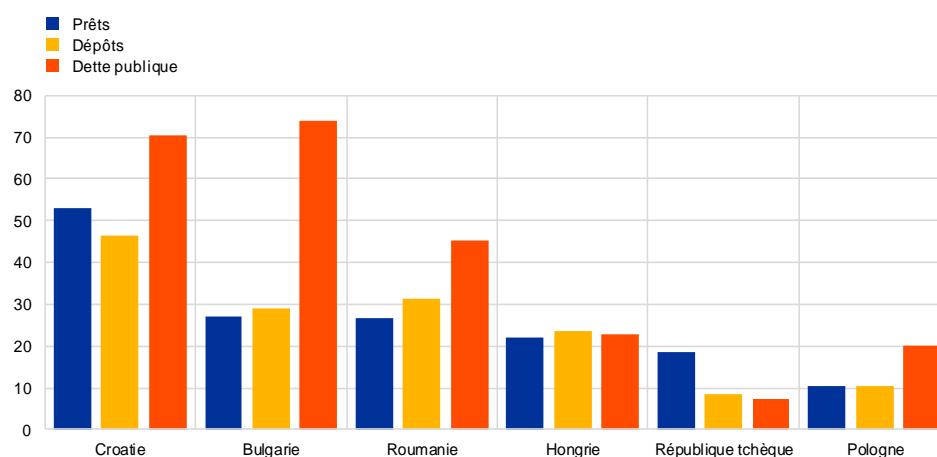


Sources : Bureau des statistiques de Croatie, Fonds monétaire international (ECID et ECIP) et calculs des auteurs.  
Notes : « ID » correspond aux investissements directs et « IP » aux investissements de portefeuille. « ECID » se réfère à l'enquête coordonnée sur les investissements directs et « ECIP » à l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille. Les données se rapportent à 2021 pour les échanges de biens, le tourisme et les passifs au titre des investissements de portefeuille. Les données se rapportent à 2020 pour les positions au titre des investissements directs. S'agissant des arrivées de touristes et des nuitées, les touristes nationaux ne sont pas pris en compte. Les parts des passifs au titre des investissements de portefeuille ont été calculées à l'aide de données miroir sur les actifs bilatéraux vis-à-vis de la Croatie.

## Graphique C

### Part des prêts, des dépôts et de la dette publique libellée en euro

(en pourcentage du total)



Sources : BCE et calculs des auteurs.  
Notes : Les données correspondent aux encours de prêts et de dépôts concernant les institutions financières non monétaires hors administrations publiques à fin août 2022 et au stock de dette publique à fin 2021.

**L'économie croate devrait bénéficier de l'élimination du risque de change, ainsi que de coûts de transaction et d'emprunt plus bas.** Compte tenu de l'intégration déjà poussée de la Croatie dans la zone euro, et en considérant que le pays poursuivra des politiques budgétaires, structurelles et financières solides dans les années à venir, l'adoption de l'euro devrait lui être bénéfique à plusieurs titres :

a) l'élimination du risque de change vis-à-vis de l'euro, qui a récemment été l'une des principales sources de vulnérabilité de l'économie croate ; b) un impact positif

sur le commerce extérieur (y compris le tourisme) et sur l'investissement en raison de coûts de transaction plus bas et d'une plus grande transparence et comparabilité des prix <sup>5</sup> ; et c) des coûts d'emprunt plus faibles pour l'économie du fait du bon ancrage des anticipations d'inflation, en même temps que des coûts de réglementation réduits et un risque de change moins élevé. Les coûts et risques associés à l'adoption de l'euro devraient être relativement faibles et principalement ponctuels, comme les coûts liés au passage à l'euro ou le risque de hausses injustifiées des prix (contre lequel les autorités croates ont mis en œuvre plusieurs mesures). Compte tenu du niveau déjà élevé d'intégration économique et financière de la Croatie dans la zone euro et de la stabilité antérieure du taux de change HRK/EUR, le coût lié à la perte de la possibilité d'ajuster le taux de change comme outil de politique macroéconomique en cas de chocs asymétriques devrait être faible. Toutefois, afin de limiter la matérialisation de tels coûts, les autorités croates doivent mener des politiques économiques et budgétaires solides, tout en respectant les contraintes inévitables associées à une monnaie commune et à une politique monétaire unique.

**Après avoir rejoint l'UE en 2013, la Croatie a accompli des progrès significatifs permettant de réduire les déséquilibres macroéconomiques et de réaliser la convergence vers la zone euro.**

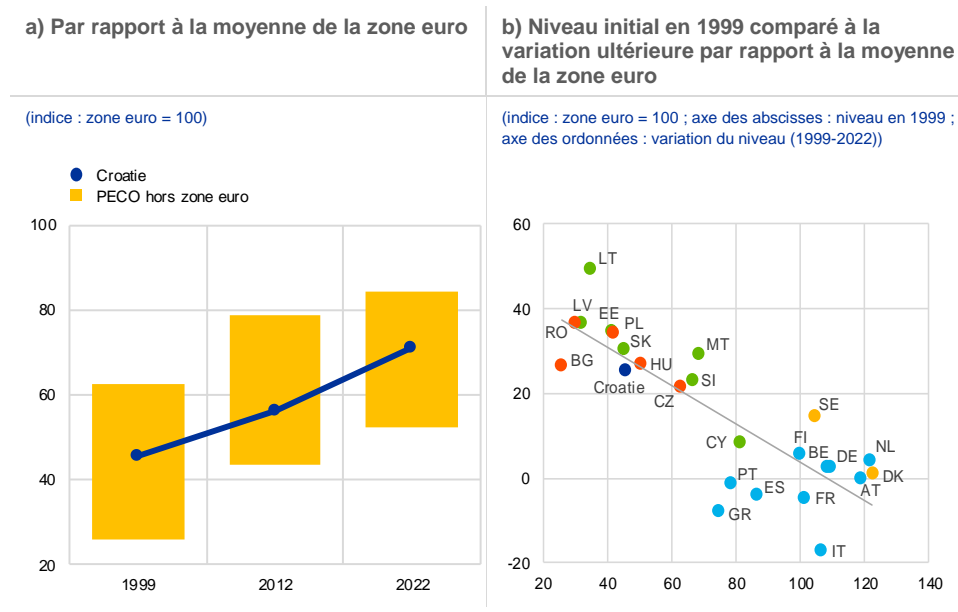
Les déséquilibres macroéconomiques apparus au cours de la période de récession prolongée entre 2009 et 2014 ont été progressivement corrigés. Ils étaient liés à des niveaux élevés de dette extérieure, privée et publique, dans le contexte d'une faible croissance potentielle. La reprise économique qui a suivi et les mesures crédibles prises par les autorités, telles qu'une orientation budgétaire prudente ainsi que des réformes sur le marché du travail et dans l'environnement des affaires, ont favorisé la réduction continue de ces vulnérabilités. Dans le même temps, la Croatie a atteint un degré significatif de convergence réelle vers la zone euro. Son PIB par habitant, équivalent à 55 % environ de la moyenne de la zone euro en 2012 (juste avant son adhésion à l'UE) a légèrement dépassé 70 % de cette moyenne en 2022 (graphique D, partie a). La performance de la Croatie en termes de croissance réelle a suivi le processus de rattrapage habituel observé dans les pays ayant adopté l'euro après 2002 et dans les autres pays hors zone euro (graphique D, partie b). En outre, le pays a réalisé la convergence en matière de supervision bancaire en 2020 avec l'entrée en vigueur du cadre de coopération étroite, porte d'entrée dans l'union bancaire pour les pays hors zone euro <sup>6</sup>. Ce cadre garantit l'application de normes prudentielles uniformes, contribuant ainsi à préserver la stabilité financière et à favoriser le processus d'intégration financière.

<sup>5</sup> Les échanges commerciaux et le tourisme devraient également bénéficier de l'entrée de la Croatie dans l'espace Schengen au 1<sup>er</sup> janvier 2023.

<sup>6</sup> Pour plus d'informations, cf. « [La BCE établit une coopération étroite avec la banque centrale de Croatie](#) », communiqué de presse, BCE, 10 juillet 2020.

## Graphique D

### PIB en volume par habitant



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs des auteurs.

Notes : Le graphique se base sur le PIB en volume par habitant en termes de standard de pouvoir d'achat (SPA). Pour plus d'informations, cf. l'encadré 2 dans Diaz del Hoyo (J.L.), Dorrucchi (E.), Heinz (F.F) et Muzikarova (S.), « *Real convergence in the euro area: a long-term perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 203, BCE, décembre 2017. Les données relatives à 2022 sont tirées des prévisions économiques de l'automne 2022 de la Commission européenne. « PECO » signifie « pays d'Europe centrale et orientale ». Dans la partie a), les barres jaunes indiquent la fourchette minimum-maximum des PECO hors zone euro (Bulgarie, République tchèque, Hongrie, Pologne et Roumanie). Dans la partie b), les points rouges correspondent aux PECO hors zone euro (Bulgarie, République tchèque, Hongrie, Pologne et Roumanie) ; les points jaunes au Danemark et à la Suède ; les points verts aux pays ayant rejoint la zone euro après 2002 (Chypre, Malte, Slovaquie, Lettonie, Lituanie et Estonie) ; et les points bleu clair aux pays ayant rejoint la zone euro avant 2002 (Belgique, Allemagne, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays Bas, Autriche, Portugal et Finlande). L'Irlande est exclue en raison de la révision exceptionnelle du PIB réalisée pour 2015, qui ne reflétait pas d'augmentation effective de l'activité économique. Le Luxembourg est exclu, car les calculs relatifs au PIB par habitant sont biaisés par le nombre élevé de travailleurs frontaliers.

**L'économie croate a fortement rebondi après la baisse significative de la production en 2020 et a bien résisté aux conséquences économiques de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.** Reflétant la forte dépendance de la Croatie à l'égard du tourisme, la pandémie a pesé lourdement sur l'économie : le PIB en volume s'est contracté de 8,6 % en 2020. Même si le soutien apporté par les pouvoirs publics a contribué à atténuer l'impact économique de la crise, le ralentissement économique a temporairement inversé les progrès réalisés avant la pandémie afin de corriger les déséquilibres macroéconomiques. En 2021, ces progrès ont repris lorsque l'économie a enregistré une croissance supérieure à 10 % (13,1 %) à la faveur d'une saison touristique réussie ainsi que d'une forte dynamique de la consommation privée et de l'investissement. Parmi les États membres de l'UE, la Croatie est également restée l'une des économies ayant enregistré la croissance la plus rapide en 2022, en raison de la bonne performance continue du secteur du tourisme et de l'exposition commerciale et financière directe relativement limitée du pays vis-à-vis de la Russie<sup>7</sup>. La hausse des prix à la consommation s'est encore accentuée en 2022, dépassant significativement celle de la zone euro, du fait des fortes augmentations des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les mesures budgétaires, telles que les réductions du taux de la taxe sur la valeur ajoutée, les

<sup>7</sup> Dans son *bilan approfondi de 2022*, la Commission européenne a conclu que la Croatie, qui présentait des déséquilibres en 2021, n'en présentait plus en 2022.

plafonnements des prix du gaz, de l'électricité et des produits alimentaires de base, les réductions des droits d'accise sur les carburants et combustibles et le gel des marges sur les produits pétroliers, ont contribué à atténuer temporairement les tensions inflationnistes. Dans l'ensemble, les chocs multiples résultant de la crise de la COVID-19 et de la guerre en Ukraine ont eu un impact limité sur la capacité de la Croatie à satisfaire aux critères de convergence en vue de l'adoption de l'euro. Néanmoins, des préoccupations subsistent quant à la soutenabilité de la convergence de l'inflation, par exemple si les mesures budgétaires visant à soutenir la demande agrégée venaient à accentuer l'inflation.

**Afin de profiter pleinement des avantages de l'euro et de permettre aux mécanismes d'ajustement de fonctionner efficacement au sein de la zone monétaire élargie, il est important pour la Croatie de garantir la soutenabilité de la convergence économique.** Les politiques économiques doivent viser à soutenir la croissance potentielle et la résilience de l'économie afin d'éviter l'apparition de déséquilibres macroéconomiques. Le potentiel de croissance économique de la Croatie semble encore modéré pour une économie en processus de rattrapage. Dans ce contexte, le pays doit mettre en œuvre des politiques structurelles visant à accroître la croissance potentielle et à renforcer la compétitivité et la résilience de son économie. La priorité pourrait être accordée à l'amélioration de la qualité et de l'efficacité de l'environnement institutionnel et des affaires, de l'administration publique et du système judiciaire, ainsi qu'à la modernisation des infrastructures du pays. Dans l'ensemble, les politiques devraient être axées sur le soutien à l'innovation et à l'investissement dans les nouvelles technologies, en vue également d'élargir les sources de croissance économique au-delà du tourisme. Afin de stimuler la productivité du travail, il serait essentiel de mettre en œuvre des mesures visant à a) réduire les inadéquations sur le marché du travail, b) améliorer la quantité et la qualité de l'offre de main-d'œuvre, c) accroître un taux d'activité faible, et d) aligner le système éducatif sur les besoins de l'économie. Une absorption efficace des fonds alloués au pays par l'UE sera également fondamentale afin de garantir la réussite du programme de réformes <sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Le récent programme de réformes a également résulté de nombreux engagements politiques pris par les autorités croates avant de rejoindre le MCE II dans le but d'atteindre un degré élevé de convergence économique durable au moment d'adopter l'euro. Ces engagements sont liés au cadre du pays relatif à la lutte contre le blanchiment de capitaux (LBC), à l'environnement des affaires, à la gouvernance du secteur public et au cadre d'insolvabilité. Pour plus d'informations, cf. le « [communiqué sur la Croatie](#) », *communiqué de presse*, BCE, 10 juillet 2020.

## L'impact du renchérissement de l'énergie sur la consommation de services et de biens dans la zone euro

Alina Bobasu et Johannes Gareis

**La récente hausse des dépenses réelles de consommation dans la zone euro masque des évolutions hétérogènes des différentes composantes de la consommation.** La consommation privée totale dans la zone euro a augmenté significativement aux deuxième et troisième trimestres 2022, principalement soutenue par la consommation de services, qui a fortement augmenté après une croissance atone au début de l'année (graphique A)<sup>1</sup>. En revanche, la consommation de biens non durables a diminué pour le troisième trimestre d'affilée. Par ailleurs, la consommation de biens durables a poursuivi sa tendance baissière (amorcée au dernier trimestre 2021) jusqu'au deuxième trimestre 2022, avant de commencer à reprendre au troisième trimestre. Si le redressement de la consommation privée totale a reflété plusieurs facteurs, y compris l'assouplissement généralisé des restrictions liées à la pandémie et l'atténuation progressive des goulets d'étranglement du côté de l'offre, la forte hausse des prix de l'énergie a créé d'importants facteurs défavorables pour la croissance de la consommation via son effet sur le pouvoir d'achat des ménages<sup>2</sup>. Le présent encadré a pour objectif de quantifier l'impact de la récente hausse des prix de l'énergie sur les dépenses réelles de consommation dans la zone euro. Il se concentre sur les chocs d'offre d'énergie qui sont devenus de plus en plus importants depuis mi-2021, en particulier avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie début 2022<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Les dépenses réelles de consommation et leurs composantes pour la zone euro sont fondées sur l'agrégation des données disponibles au niveau de chaque pays.

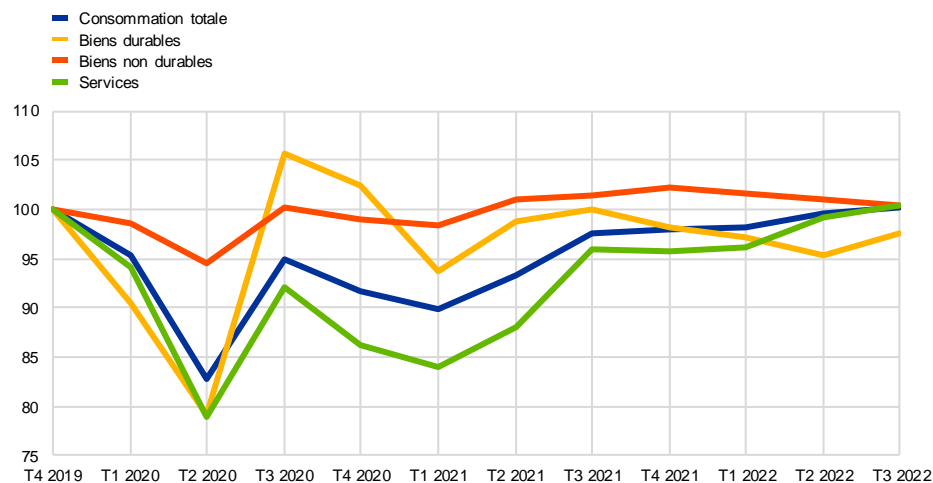
<sup>2</sup> Cf., par exemple, l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

<sup>3</sup> Cf. l'article intitulé « [Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

## Graphique A

### Évolutions de la consommation privée réelle dans la zone euro

(T4 2019 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les biens non durables incluent les biens semi-durables.

#### La très forte hausse récente des prix de l'énergie a eu un impact significatif sur le revenu disponible réel des ménages.

Lorsqu'on évalue l'impact des variations des prix de l'énergie sur la consommation privée réelle, le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée (ou déflateur du revenu/déflateur des dépenses) constitue un indicateur utile. Cette mesure des termes de l'échange est fondée d'un point de vue théorique et rend compte des canaux directs (prix à la consommation, par exemple) et indirects (salaires, par exemple) par lesquels les prix de l'énergie affectent le pouvoir d'achat des ménages<sup>4</sup>. Dans la zone euro, cet indicateur est corrélé négativement aux prix réels de l'énergie et enregistre une baisse prononcée depuis fin 2021, pesant significativement sur le revenu disponible réel des ménages et affectant la consommation privée (graphique B)<sup>5</sup>.

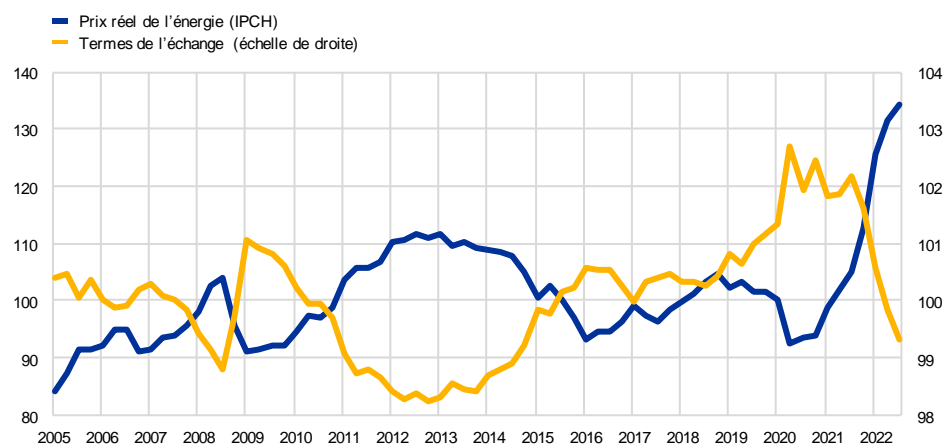
<sup>4</sup> Pour une analyse détaillée, cf. l'encadré intitulé « [Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018.

<sup>5</sup> Les termes de l'échange peuvent également être affectés par d'autres facteurs (par exemple, le taux de change nominal ou les prix des biens et services hors énergie). Sur le plan empirique, toutefois, la variation des termes de l'échange de la zone euro s'explique essentiellement par les prix de l'énergie. Pour une ventilation de la dynamique du revenu disponible réel des ménages en diverses sources de revenus et en termes de l'échange lors de périodes de fluctuations importantes des prix de l'énergie, cf. l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

## Graphique B

### Prix réels de l'énergie et termes de l'échange

(base 100 en 2015)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le « prix réel de l'énergie » correspond au ratio entre la composante énergie de l'IPCH et l'IPCH global. Les termes de l'échange sont approximés par le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée.

#### Un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) peut être utilisé pour calculer l'impact des chocs d'offre d'énergie sur les dépenses de consommation.

Le modèle SVAR inclut le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée comme indicateur des termes de l'échange, l'IPCH, le PIB en volume, l'Euribor 3 mois et, soit la consommation privée totale, soit la consommation de biens durables, de biens non durables ou de services. Des restrictions de signe sur les réponses à l'impact des variables du modèle sont utilisées pour identifier les déterminants économiques structurels. Pour déterminer le choc d'offre d'énergie, une détérioration inattendue de l'offre d'énergie est modélisée en partant de l'hypothèse qu'une détérioration inattendue des termes de l'échange (c'est-à-dire une augmentation des prix réels de l'énergie) entraîne un impact positif immédiat sur l'inflation et un effet négatif immédiat sur l'activité économique réelle et les dépenses de consommation <sup>6</sup>.

#### Au cours des derniers trimestres, les chocs d'offre d'énergie ont pesé considérablement sur les dépenses réelles de consommation, en particulier les dépenses en biens durables.

La consommation privée totale a été affectée significativement par les chocs d'offre d'énergie au cours des derniers trimestres (graphique C). Toutefois, les composantes individuelles de la consommation ont été affectées à des degrés divers. Les chocs d'offre d'énergie n'ont eu qu'un impact négatif négligeable sur la consommation de services, ce qui signifie que cette composante a fortement augmenté après la réouverture de l'économie au printemps 2022. En revanche, ces chocs ont clairement eu un effet négatif plus important sur la consommation de biens non durables, et ont affecté tout

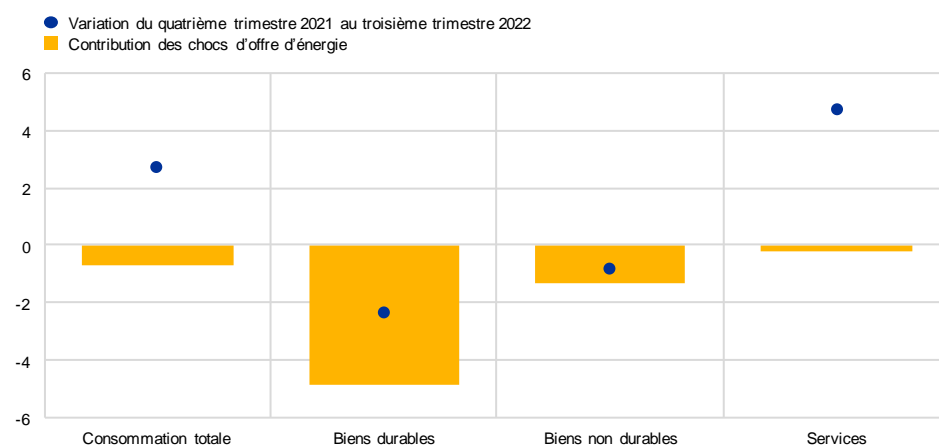
<sup>6</sup> Le modèle identifie également un choc de demande agrégée, un choc d'offre agrégée, un choc de politique monétaire et un choc résiduel pour s'assurer que tous les autres chocs du modèle n'agissent pas comme le choc sur les prix de l'énergie. Les restrictions imposées sont en ligne avec la littérature relative à l'identification des chocs sur les prix de l'énergie par rapport à d'autres chocs structurels, cf., par exemple, Conti (A.M.), Neri (S.) et Nobili (A.), « *Low inflation and monetary policy in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2005, BCE, 2017.

particulièrement la consommation de biens durables, reflétant les faiblesses observées au cours des derniers trimestres. La réaction relativement forte de la consommation de biens durables à la hausse des prix de l'énergie s'explique probablement par le fait que les ménages peuvent utiliser leur stock existant de biens durables sans impact immédiat sur leur bien-être <sup>7</sup>. En outre, compte tenu de l'incertitude accrue due aux fluctuations des prix de l'énergie, les ménages ont pu décider de reporter des achats irrévocables de biens durables <sup>8</sup>.

### Graphique C

#### Impact des chocs d'offre d'énergie sur les dépenses réelles de consommation dans la zone euro

(variations en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les résultats sont fondés sur quatre modèles vectoriels autorégressifs structurels (SVAR) individuels, identifiés à l'aide de restrictions de signe. Chaque modèle inclut le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée comme indicateur des termes de l'échange, l'IPCH, le PIB en volume, l'Euribor 3 mois et, soit la consommation privée totale, soit la consommation de biens durables, de biens non durables ou de services. Les modèles sont estimés à l'aide de données trimestrielles (exprimées sous forme de variations en pourcentage par rapport au trimestre précédent, à l'exception de l'Euribor 3 mois). L'échantillon couvre la période allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019 afin d'éviter que les fluctuations économiques exceptionnelles durant la pandémie de COVID-19 n'affectent les coefficients estimés du modèle. Les biens non durables incluent les biens semi-durables.

#### Le renchérissement de l'énergie continuera à peser sur les dépenses réelles de consommation au cours des prochains trimestres.

Les prix de l'énergie et l'incertitude restant élevés, le revenu disponible réel des ménages devrait continuer de se détériorer vers la fin de l'année, avec des effets négatifs sur les dépenses de consommation, et en particulier sur les dépenses en biens durables, en dépit du probable effet positif d'un nouvel assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. En dépit de sa relative résistance aux augmentations des prix de l'énergie, la consommation de services devrait également s'affaiblir avec la dissipation progressive des effets liés à leur réouverture. Dans l'ensemble, cela indique une dynamique de la consommation significativement plus faible à court terme, conformément aux projections macroéconomiques de décembre 2022 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosysteme.

<sup>7</sup> Cf. Browning (M.) et Crossley (T.F.), « *Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n° 6, 2009.

<sup>8</sup> Cf. Edelstein (P.) et Kilian (L.), « *How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 6, 2009, p. 766-779. Pour un aperçu du rôle joué par les biens durables comme déterminant cyclique de la consommation dans la zone euro, cf. l'article intitulé « *La consommation de biens durables dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.



## La dynamique des salaires dans les pays de la zone euro depuis le début de la pandémie

Katalin Bodnár et Julien Le Roux

### **La pandémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures prises pour y faire face ont fortement affecté les indicateurs de croissance des salaires dans tous les pays de la zone euro**<sup>1</sup>.

Le présent encadré examine les évolutions de la rémunération par tête et de la rémunération horaire dans les différents pays depuis le début de la pandémie. Si le type de choc a été le même dans tous les pays, son impact a cependant varié. Cela est lié, entre autres, aux effets de la pandémie sur différents secteurs, tels que les services nécessitant de nombreux contacts (notamment le tourisme). De même, si le type de réaction a été le même dans tous les pays, à savoir la mise en place de dispositifs de protection de l'emploi, ces dispositifs diffèrent fortement aussi bien dans la manière dont ils ont été mis en place que dans la proportion de travailleurs concernés. D'une manière générale, le ralentissement économique observé au début de la pandémie a entraîné un fort ajustement à la baisse du facteur travail dans tous les pays. Cet ajustement s'est toutefois largement traduit par une diminution du nombre d'heures travaillées par personne plutôt que par une réduction de l'emploi. Cela implique, par rapport à la rémunération partielle des heures non travaillées, que la rémunération par tête a généralement diminué, tandis que la rémunération par heure travaillée a même augmenté temporairement<sup>2</sup>.

### **Les différences entre pays dans les dispositifs de maintien de l'emploi ont contribué à l'hétérogénéité des évolutions du marché du travail et des salaires.**

Les dispositifs diffèrent dans leur mise en place, leur couverture et le degré d'octroi de subventions. Dans la plupart des pays, ils ont pris la forme de dispositifs de chômage partiel ou technique<sup>3</sup>. La principale différence entre ces dispositifs était que, dans le cas des dispositifs de chômage partiel, les salariés travaillaient moins que le nombre d'heures prévu dans leur contrat, tandis que dans le cas des dispositifs de chômage technique, les salariés ne travaillaient pas, mais conservaient leur contrat de travail (« licenciement temporaire »)<sup>4</sup>. Dans les deux cas, la perte de rémunération, qui devrait normalement accompagner la réduction du nombre d'heures travaillées par salarié, a été entièrement ou partiellement amortie par les

<sup>1</sup> Cf. également l'article 2 du présent *Bulletin économique*.

<sup>2</sup> Cf. « L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

<sup>3</sup> Pour la classification des dispositifs de maintien de l'emploi, cf. Drahokoupil (J.) et Müller (T.), « *Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic* », *Working paper*, n°7, 2021, Institut syndical européen, 2021, et Eurofound, « *COVID-19 : Implications for employment and working life* », *COVID-19 series*, Office des publications de l'Union européenne, 2021. Il convient toutefois de noter que la classification des dispositifs de maintien de l'emploi peut varier légèrement d'une publication à l'autre. Nous utilisons le système établi par Drahokoupil et Müller. Concernant l'impact des différents types de dispositifs de maintien de l'emploi sur les statistiques du coût de la main-d'œuvre, cf. la *note méthodologique* d'Eurostat intitulée : *Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis*, 24 avril 2020.

<sup>4</sup> Le « licenciement temporaire » fait référence à la situation dans laquelle les travailleurs sont considérés comme des chômeurs, mais conservent leur contrat de travail avec l'entreprise et peuvent donc retrouver leur emploi antérieur dans des conditions inchangées.

gouvernements nationaux respectifs. La plupart des dispositifs ne prévoyaient une compensation que partielle du salaire mensuel complet, et le degré de soutien variait en fonction de la réduction du nombre d'heures travaillées. Dans le cadre des dispositifs de chômage partiel, un soutien financier était versé aux employeurs sur la base des heures non travaillées par leurs salariés, et les salariés recevaient un pourcentage de leur rémunération indépendamment du nombre d'heures effectivement travaillées. Ces transferts étaient donc comptabilisés dans la rémunération des salariés. En revanche, dans le cadre des dispositifs de chômage technique, les entreprises pouvaient procéder à des licenciements temporaires, et des prestations étaient versées aux salariés en contrepartie de leurs heures non travaillées, soit directement par les gouvernements, soit par l'intermédiaire des employeurs. Ces transferts n'étaient pas comptabilisés dans la rémunération des salariés<sup>5</sup>. Seul un petit nombre de pays ont utilisé des dispositifs de subventions salariales, dans lesquels les subventions perçues par les employeurs n'étaient pas liées à l'évolution du nombre d'heures travaillées par salarié<sup>6</sup>. Certains pays de la zone euro ont également mis en œuvre différents dispositifs en parallèle, ou ont modifié leur dispositif pendant la crise sanitaire.

**Deux ans et demi après le début de la pandémie, le fort impact initial du nombre d'heures travaillées par personne sur la rémunération par tête s'est largement atténué.** Le graphique A montre la variation en pourcentage de la rémunération par tête, en comparant le niveau d'avant la crise avec celui du deuxième trimestre 2020 (le point bas de la crise pour la plupart des pays) et du troisième trimestre 2022 (données les plus récentes), respectivement. La variation initiale était principalement à la baisse, allant de – 10,9 % en Italie à 3,1 % aux Pays-Bas (graphique A, partie a). Compte tenu de la forte réduction du nombre d'heures, la rémunération horaire a généralement augmenté. La variation enregistrée au troisième trimestre 2022 était comprise entre 2,9 % en Grèce et 29,3 % en Estonie (graphique A, partie b). La comparaison des données les plus récentes avec les données pré-pandémiques montre que la rémunération horaire a constitué le principal déterminant des hausses cumulées de la rémunération par tête dans l'ensemble des pays. Dans certains pays, cela s'est accompagné d'une diminution du nombre d'heures travaillées par salarié. Ce tableau d'ensemble ne signifie pas nécessairement que la rémunération horaire des travailleurs individuels a toujours augmenté. Il pourrait, entre autres facteurs, refléter le changement dans la composition de l'emploi. Ni la variation cumulée de la rémunération par tête ni la décomposition des salaires en rémunération horaire et en nombre d'heures travaillées par salarié ne sont clairement liées au type de dispositif de maintien de l'emploi mis en place. D'autres facteurs, tels que les conditions spécifiques des dispositifs (en termes de critères d'éligibilité, de couverture sectorielle, de durée, etc.) ont joué un rôle plus important dans le degré d'ajustement du facteur travail et des salaires. Par exemple, l'ajustement du nombre d'heures travaillées par salarié

<sup>5</sup> Cf. « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

<sup>6</sup> Les Pays-Bas avaient un système hybride dans lequel le montant de la subvention était proportionnel à la baisse de revenu. Cf. également « [Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond](#) », OCDE, 2020.

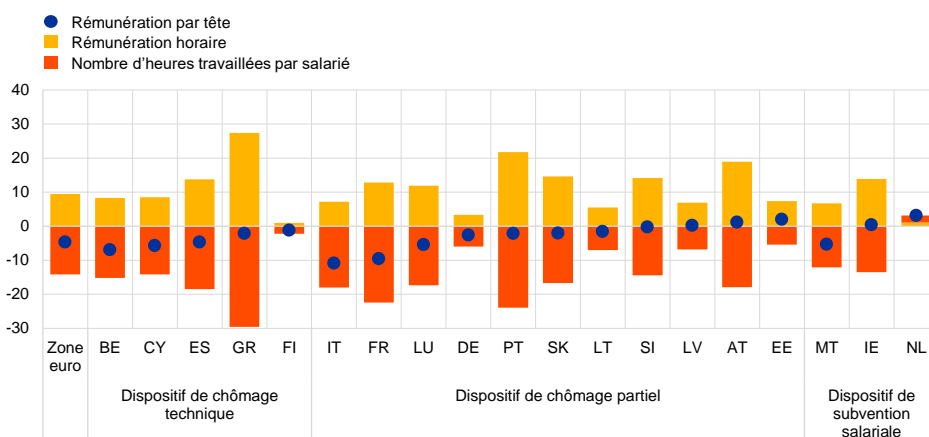
après le début de la pandémie a eu tendance à être plus important lorsque le dispositif incluait la possibilité ou la nécessité de ne pas travailler du tout <sup>7</sup>.

## Graphique A

### Rémunération par tête et sa décomposition pendant la pandémie

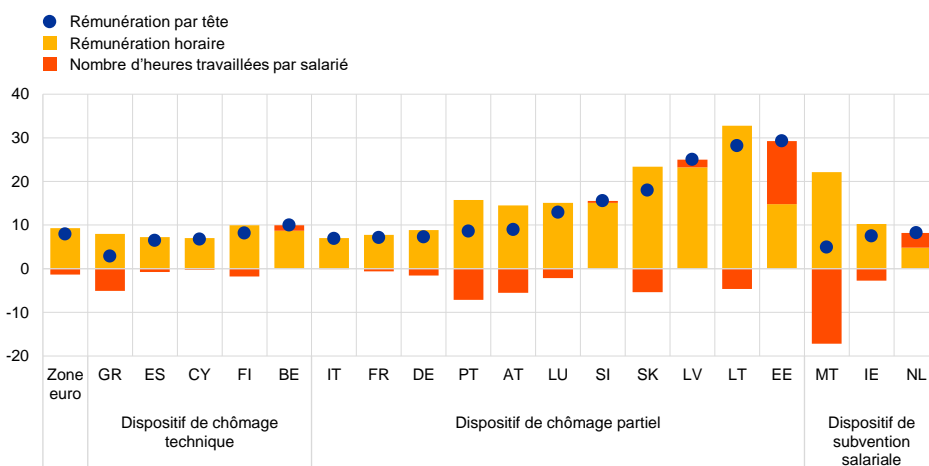
#### a) Évolution au deuxième trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019

(croissance en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



#### b) Évolution au troisième trimestre 2022 par rapport au quatrième trimestre 2019

(croissance en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022 pour l'Irlande, au deuxième trimestre pour l'Italie et les Pays-Bas et au troisième trimestre pour les autres pays.

**Malgré l'ampleur du choc pandémique et son impact probablement différent selon les secteurs, les changements dans la composition sectorielle de la croissance des salaires semblent en réalité limités selon les pays.** Comme le choc était d'ampleur historique, on aurait pu s'attendre à ce que les changements dans la composition de la main-d'œuvre affectent la croissance agrégée des salaires. C'est le cas, par exemple, lorsqu'un choc frappe à des degrés différents les secteurs où les salaires sont plus élevés et ceux où ils sont plus bas. Compte tenu du manque de microdonnées détaillées et comparables entre les pays pour la

<sup>7</sup> D'autres facteurs ont également affecté l'ajustement du facteur travail ; par exemple, l'emploi était relativement élevé en Espagne où la part des contrats temporaires est importante.

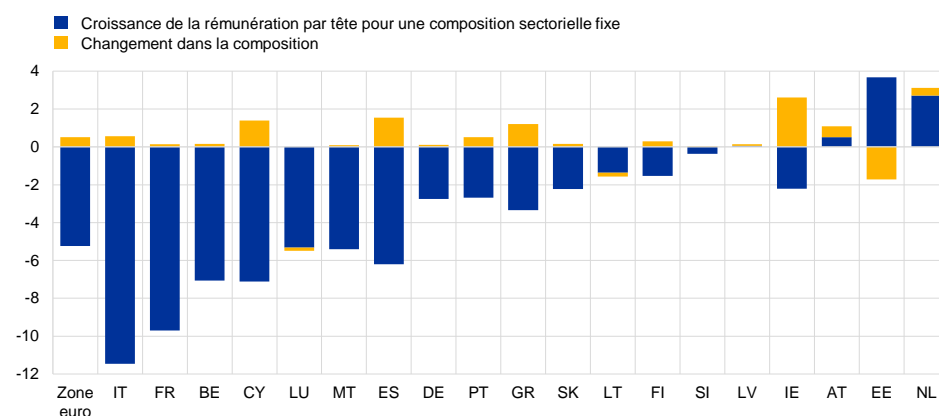
période de la pandémie, ces changements ne peuvent être examinés qu'aux niveaux sectoriels larges disponibles dans les comptes nationaux. Il en ressort que, dans la plupart des pays, les effets de composition implicites sur la croissance globale des salaires sont demeurés faibles (graphique B)<sup>8</sup>. Ils ont entraîné une hausse de la croissance des salaires, la part de l'emploi dans les secteurs à bas salaires – principalement dans les services nécessitant de nombreux contacts – ayant diminué, tandis que celle des secteurs à hauts salaires – plus souvent des secteurs ne nécessitant pas de contacts – a augmenté<sup>9</sup>.

## Graphique B

### Effets de la composition sectorielle sur la croissance de la rémunération par tête

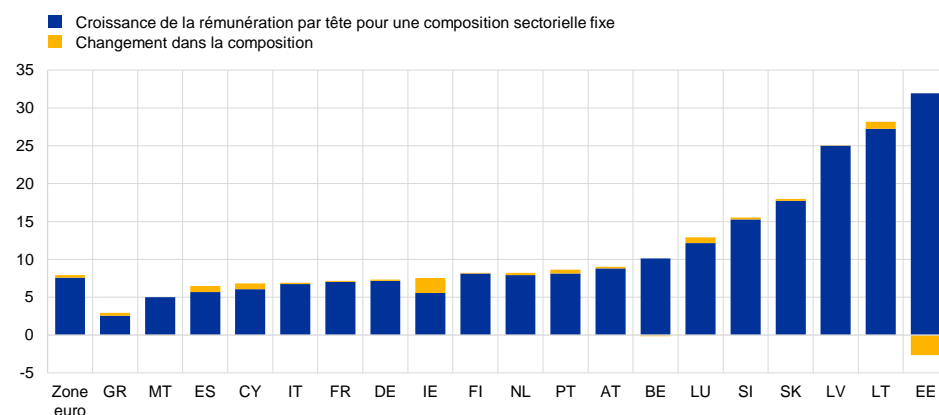
#### a) Deuxième trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019

(variation en pourcentage)



#### b) Troisième trimestre 2022 par rapport au quatrième trimestre 2019

(variation en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022 pour l'Irlande, au deuxième trimestre pour l'Italie et les Pays-Bas et au troisième trimestre pour les autres pays. La croissance de la rémunération par tête, avec une composition sectorielle fixe, est calculée en utilisant les pondérations sectorielles de l'emploi inchangées au quatrième trimestre 2019. Les 10 secteurs de la NACE sont utilisés pour ce calcul.

<sup>8</sup> Ceci est également conforme aux conclusions relatives à la crise financière mondiale. Cf. « [Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

<sup>9</sup> De même, les changements dans la composition de la croissance de la rémunération horaire sont demeurés limités, bien qu'ils aient été, au total, plus importants que ceux de la rémunération par tête.

**L'impact des dispositifs de maintien de l'emploi a masqué celui des déterminants habituels de la hausse des salaires, tels que la croissance de la productivité ou le degré de tensions sur le marché du travail.** Néanmoins, ces facteurs sont demeurés actifs en arrière-plan et peuvent contribuer à expliquer les ampleurs différentes de la croissance des salaires <sup>10</sup>. Par exemple, les importants gains de productivité observés dans les États baltes peuvent avoir soutenu de fortes hausses des salaires une fois atténués les effets immédiats de la pandémie <sup>11</sup>. De même, il est possible que des situations différentes sur le marché du travail, dues, par exemple, à une certaine spécialisation sectorielle ou à des facteurs démographiques, aient entraîné des modifications de salaire différentes. Ainsi, dans les pays présentant les taux de chômage les plus élevés, la croissance des salaires a également été la plus modérée sur l'ensemble de la période post-pandémique. Toutefois, il est difficile d'établir une relation solide entre les salaires, la productivité et les capacités inutilisées sur le marché du travail, étant donné les distorsions à l'œuvre ainsi que les différences dans les institutions et conditions pré-pandémiques du marché du travail.

**Dans un contexte de reprise après la pandémie, l'effet de distorsion des dispositifs de maintien de l'emploi sur la croissance des salaires a commencé à se dissiper dans l'ensemble des pays de la zone euro.** Si les travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi représentaient plus de 15 % de la main-d'œuvre de la zone euro au deuxième trimestre 2020, cette part est désormais évaluée à moins de 1 % au troisième trimestre 2022, contribuant ainsi à une plus faible distorsion dans la mesure des salaires. Toutefois, avec le recul de la pandémie, la poussée de l'inflation est devenue dans tous les pays un facteur affectant la croissance des salaires, avec une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre dans l'ampleur de l'inflation et dans sa transmission aux salaires. Ces différences résultent de la fixation des salaires et d'autres caractéristiques structurelles, de différentes mesures gouvernementales affectant l'inflation, des salaires et des positions différentes des pays dans le cycle. Ces facteurs pourraient à l'avenir constituer une nouvelle source de différences entre les pays en matière d'évolution des salaires.

---

<sup>10</sup> Cf. « [L'impact de la pandémie de COVID-19 sur la croissance de la productivité du travail](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021. Le renforcement de l'intensité capitaliste – et de l'investissement – qui est un déterminant de la productivité du travail a légèrement contrasté d'un pays à l'autre pendant la pandémie de COVID-19, cf. par exemple l'article intitulé « [La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

<sup>11</sup> Cf., par exemple, « [Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#) », Banque européenne pour la reconstruction et le développement, avril 2022.

## 5 Accès des entreprises au financement et cycle d'activité : analyse des données tirées de l'enquête SAFE

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund et Timo Reinelt

**Le présent encadré examine de quelle manière les écarts de financement auxquels font face les entreprises de la zone euro et les anticipations de ces entreprises concernant la disponibilité future du financement sont liés aux résultats macroéconomiques actuels et futurs.** La normalisation en cours de la politique monétaire durcit progressivement les conditions de financement et influence l'offre de financement externe dans le cadre de la transmission conventionnelle de la politique monétaire. Une question fondamentale est de savoir quel impact les modifications des conditions de financement et de l'accès au financement exercent sur la croissance spécifique à chaque entreprise et sur la croissance agrégée. L'[enquête sur l'accès des entreprises au financement \(enquête SAFE\)](#) fournit des informations détaillées sur les conditions de financement des entreprises de la zone euro. L'enquête SAFE, réalisée deux fois par an depuis 2009, interroge environ dix mille entreprises dans la zone euro. Le présent encadré analyse le lien entre les évolutions macroéconomiques et deux indicateurs clés de l'enquête SAFE : l'évolution de l'écart de financement externe, défini comme la différence entre l'évolution de la demande et l'évolution de la disponibilité du financement externe, et l'évolution des anticipations des entreprises concernant la disponibilité des prêts bancaires <sup>1</sup>.

**À l'heure actuelle, les entreprises de la zone euro font état d'un creusement de leurs écarts de financement et prévoient une diminution de la disponibilité future des prêts bancaires (graphique A).** Depuis le lancement de l'enquête SAFE en 2009, on observe généralement une relation inverse entre les évolutions de l'écart de financement et les anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires. De plus, une expansion de l'activité dans la zone euro (c'est-à-dire des taux de croissance positifs du PIB en volume) coïncide généralement avec un resserrement des écarts de financement pour les entreprises, et un plus grand optimisme de la part des entreprises concernant la disponibilité future des prêts bancaires. L'évolution de ces indicateurs a été influencée, dans le passé, par le cycle d'activité de la zone euro ainsi que par la politique monétaire de la BCE. Durant la crise de la dette souveraine de 2011-2013, les écarts de financement des entreprises de la zone euro ont fortement augmenté, signalant les difficultés rencontrées par les entreprises à couvrir leurs besoins de financement externe. Par la suite, à la faveur d'un assouplissement de la politique monétaire de la BCE, les écarts de financement se sont progressivement resserrés et les anticipations concernant la disponibilité des prêts bancaires se sont améliorées. Après le déclenchement de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en 2020, les conditions de financement se sont nettement détériorées, mais elles se sont de nouveau

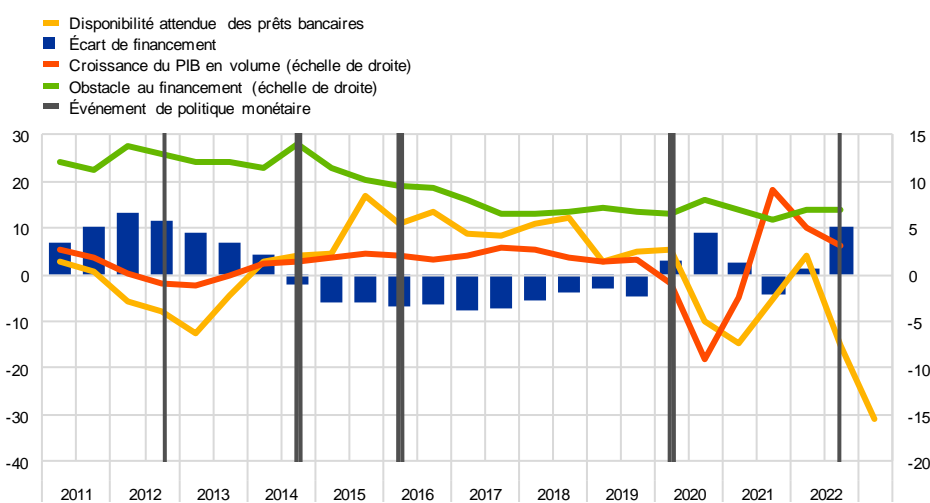
<sup>1</sup> Les prêts bancaires sont la source de financement externe la plus largement utilisée pour les entreprises de la zone euro.

stabilisées grâce au soutien de la politique monétaire et du secteur public. La détérioration n'a donc été que temporaire. Plus récemment, dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, de hausse de l'inflation et de normalisation de la politique monétaire, les entreprises ont commencé à signaler un creusement des écarts de financement et à anticiper une moindre disponibilité des prêts bancaires pour la période allant d'octobre 2022 à mars 2023.

### Graphique A

Évolutions de l'écart de financement, de la disponibilité attendue des prêts bancaires et des obstacles au financement, déclarées par les entreprises de la zone euro, et évolution de la croissance du PIB en volume de la zone euro

(soldes nets pondérés de l'écart de financement externe, évolutions nettes en pourcentage de la disponibilité attendue du financement, évolution en rythme annuel en pourcentages)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) et Eurostat.

Notes : L'indicateur de l'écart de financement combine les besoins de financement et la disponibilité des prêts bancaires au niveau de l'entreprise. Pour chacun des cinq instruments de financement, l'indicateur de l'évolution perçue de l'écart de financement prend une valeur de 1 (-1) si le besoin augmente (diminue) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Si les entreprises ne perçoivent qu'une hausse (baisse) unilatérale de l'écart de financement, on assigne à la variable une valeur de 0,5 (-0,5). Une valeur positive de l'indicateur signale une hausse de l'écart de financement. Les valeurs sont multipliées par 100 pour obtenir les soldes nets pondérés en pourcentages. S'agissant des lignes verticales grises, la première représente l'annonce des opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions*, OMT) ; la deuxième représente le début de la première série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO I) et la politique de taux d'intérêt négatifs ; la troisième représente le début des TLTRO II et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises ; la quatrième représente le début du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et des TLTRO III ; et la dernière représente le relèvement de 50 points des trois taux d'intérêt directeurs de la BCE et l'approbation de l'instrument de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument*, TPI) en juillet 2022.

**Toutefois, en dépit des récentes hausses du coût de l'emprunt, les entreprises de la zone euro n'étaient encore pas particulièrement inquiètes de l'accès au financement (graphique A).** Lors de la dernière campagne d'enquête, le pourcentage d'entreprises faisant état d'obstacles à l'obtention de prêts bancaires est demeuré globalement inchangé par rapport aux précédentes campagnes, principalement du fait d'une propension inchangée des banques à accorder des crédits <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> L'indicateur des obstacles au financement correspond à la somme des pourcentages d'entreprises faisant état d'un rejet de leurs demandes de prêts, de demandes de prêts satisfaites seulement à hauteur d'un montant partiel, et de demandes de prêts suivies d'une offre que les entreprises ont refusée en raison de coûts d'emprunt trop élevés, et du pourcentage d'entreprises qui n'ont pas sollicité de prêt par crainte d'un refus. Cf. « [Enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022](#) », BCE, juin 2022.

**Un resserrement de la politique monétaire accroît les écarts de financement des entreprises et fait baisser leurs anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires (graphique B).** Un exercice économétrique permet une évaluation plus quantitative de la transmission de la politique monétaire aux conditions de financement des entreprises. On utilise des projections locales<sup>3</sup>, qui estiment la réaction des écarts de financement des entreprises et de leurs anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires (mesurée au niveau agrégé par les soldes nets des différentes entreprises) à des chocs de politique monétaire identifiés<sup>4</sup>. Les chocs de politique monétaire sont mesurés ici par le facteur cible d'Altavilla *et al.* (2019), qui capture les surprises de taux d'intérêt sur la partie courte de la courbe des rendements autour des annonces de politique monétaire de la BCE<sup>5</sup>. Le graphique B montre que les chocs de politique monétaire ont un effet significatif sur les écarts de financement des entreprises et leurs anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires à un horizon de deux ans. Plus précisément, on estime qu'un choc de politique monétaire d'un écart-type, ce qui équivaut à un choc de 4 points de base sur le taux OIS à un mois, accroît l'écart de financement moyen d'une entreprise de 3 points de pourcentage environ sur six mois<sup>6</sup>. À titre de comparaison, l'écart-type de la variation de l'écart de financement s'établit à 7 % depuis 2009. Le même choc entraîne une baisse de 5 points de pourcentage de la part nette des entreprises qui anticipent une amélioration de la disponibilité des prêts bancaires. Les effets persistent jusqu'à deux ans après le choc, ce qui indique comment la politique monétaire affecte les conditions de financement des entreprises via l'offre de crédit. Ces résultats confirment ceux d'études antérieures selon lesquelles les anticipations relatives au financement jouent un rôle important dans le canal du crédit bancaire de la politique monétaire<sup>7</sup>. Lorsque les conditions de crédit effectives se modifient, l'interaction entre les évolutions de la disponibilité et de la demande de prêts bancaires est elle aussi affectée.

<sup>3</sup> Cf. Jorda (Oscar), « *Estimation and inference of impulse responses by local projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, mars 2005, p. 161–182.

<sup>4</sup> La projection locale est réalisée en effectuant une séquence de régressions déterminée par  $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$  pour  $h = 0, \dots, 4$ , où  $y_t$  sont les évolutions de l'écart de financement ou des anticipations concernant le financement, respectivement, sur la base de l'enquête SAFE en vague  $t$ . Les coefficients  $\{b^h\}$  reflètent la fonction de réponse impulsionnelle de l'écart de financement ou des anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires à un choc de politique monétaire identifié  $\varepsilon_t^{MP}$ .

<sup>5</sup> Le choc est approprié dans ce contexte, les sociétés non financières recourant généralement à un financement bancaire à taux fixes d'une maturité inférieure à un an. Dans notre échantillon, le facteur cible se situe dans une fourchette comprise entre - 8,6 points et 10,4 points de base. Cf. Altavilla (C.), Brugnolini (L.), Gurkaynak (R. S.), Motto (R.) et Ragusa (G.), « *Measuring euro area monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, décembre 2019, p. 162–179.

<sup>6</sup> Pour mettre en perspective ce résultat, le choc de politique monétaire le plus important sur l'OIS à un mois est d'environ 10 points de base sur l'échantillon considéré.

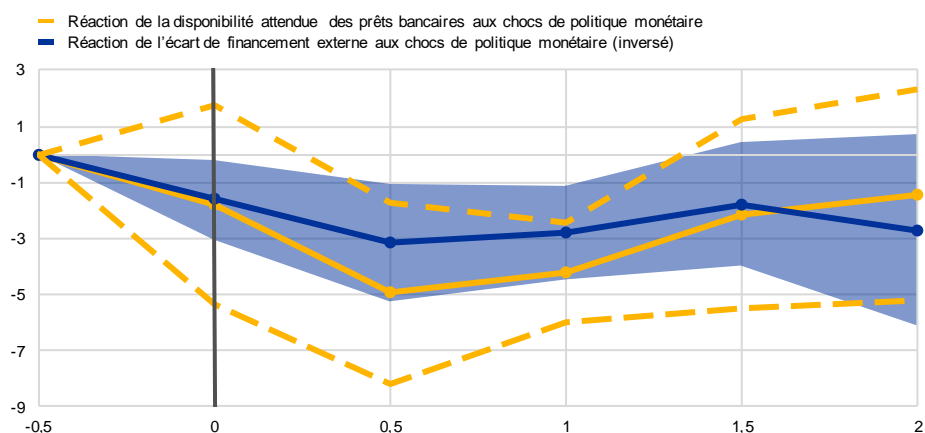
<sup>7</sup> Cf. Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G.), « *Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions* », *European Economic Review*, vol. 149, octobre 2022.



## Graphique B

Réaction des écarts de financement des entreprises et de leurs anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires à un choc de politique monétaire identifié

(axe horizontal : années après le choc, axe vertical : variations en points de pourcentage par rapport à la période précédant le choc)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), Altavilla *et al.* (2019), calculs de la BCE.

Notes Réaction des écarts de financement des entreprises et pourcentage net d'entreprises faisant état d'une augmentation attendue de la disponibilité des prêts bancaires au cours des six mois après un choc de politique monétaire d'un écart-type. Le choc utilisé est le facteur cible d'Altavilla *et al.* (2019), qui capture les surprises de politique monétaire sur la partie à très court terme de la courbe des taux OIS au moment et autour des annonces de politique monétaire de la BCE. L'effet des chocs de politique monétaire sur les variables de l'enquête SAFE est estimé à l'aide de projections locales (Jorda, 2005). Les zones ombrées et en pointillés représentent les intervalles de confiance à 95 % basés sur Newey-West.

**Lorsque les écarts de financement augmentent, les entreprises ont tendance à s'inquiéter davantage de leur futur accès au financement, ce qui suggère que les évolutions de ces écarts ont de l'importance pour les perspectives de croissance des entreprises (graphique C).** Pour évaluer si les modifications des conditions de financement affectent l'économie réelle, un test naturel consiste à analyser leur effet sur le climat des affaires. L'enquête SAFE mesure le climat des affaires en demandant aux entreprises d'indiquer dans quelle mesure elles s'inquiètent de leur accès au financement<sup>8</sup>. Globalement, les entreprises n'ont pas considéré l'accès au financement comme leur principale préoccupation au cours des dernières années, probablement en raison de la période prolongée de soutien monétaire<sup>9</sup>. Toutefois, cela pourrait changer avec la normalisation de la politique monétaire. Les données au niveau de l'entreprise sont utilisées pour étudier la relation entre les écarts de financement et les préoccupations des entreprises concernant leur accès au financement. Le graphique C montre la corrélation entre les écarts de financement et les niveaux de préoccupation concernant l'accès au financement : les réponses des entreprises depuis 2009 sont regroupées en classes, en fonction de la manière dont elles évaluent leur préoccupation relative à l'accès au financement, après élimination des variations communes aux pays et aux périodes et après calcul du niveau moyen spécifique à chaque classe de la préoccupation

<sup>8</sup> Les entreprises donnent une réponse sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important) concernant le financement, ainsi qu'une sélection d'autres problèmes. L'indicateur qui en résulte est normalement utilisé pour détecter l'importance relative du financement s'agissant d'autres problèmes affectant les entreprises, tels que la hausse des coûts de production ou de la main-d'œuvre ou les difficultés à trouver des clients.

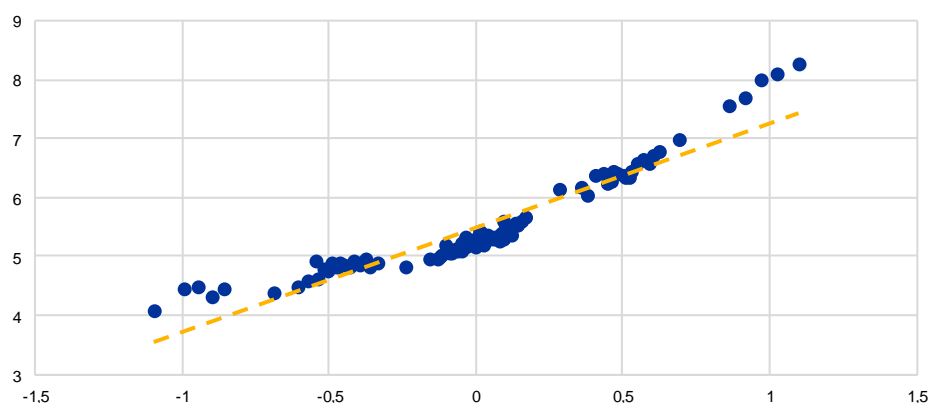
<sup>9</sup> Cf. l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022, BCE, juin 2022.

concernant le financement. La corrélation positive indique que les entreprises présentant des écarts de financement importants perçoivent l'accès au financement comme une préoccupation plus urgente. Les écarts de financement semblent donc pertinents pour la confiance globale des entreprises et pourraient vraisemblablement affecter leurs perspectives de croissance future.

### Graphique C

#### Relation entre les préoccupations concernant l'accès au financement et les écarts de financement au niveau de l'entreprise

(axe horizontal : évolution résiduelle de l'écart de financement externe, axe vertical : degré résiduel de préoccupation)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), calculs de la BCE.

Notes : Diagramme de dispersion, dans lequel les points sont regroupés par classes (*binned scatterplot*), de l'écart de financement pour les prêts bancaires par rapport au degré de préoccupation des entreprises concernant leur accès au financement, en tenant compte des effets fixes propres au pays et à la période.

#### Les écarts de financement et les anticipations concernant la disponibilité des prêts bancaires sont liés à la croissance actuelle et future du PIB en volume.

Même si la disponibilité du financement externe affecte la confiance des entreprises, il est important d'étudier la relation des écarts de financement et des anticipations avec les résultats macroéconomiques. L'évolution moyenne de la croissance du PIB de la zone euro à la suite d'évolutions nettes des écarts de financement et des anticipations ressortant de l'enquête SAFE, en tant que mesures des évolutions des conditions de financement, est estimée à l'aide de projections locales<sup>10</sup>. Bien que les estimations ne puissent pas être considérées comme indiquant des effets de causalité, elles fournissent une indication des évolutions moyennes futures après une modification donnée des mesures de l'enquête SAFE. Le graphique D montre qu'après une hausse de 1 point de pourcentage de l'indicateur de l'écart de financement ou une diminution du solde des anticipations concernant la disponibilité future des prêts bancaires, le PIB en volume dans la zone euro diminue en moyenne de quelque 0,2 % de plus au cours de l'année suivante, par rapport à la situation d'une absence de modification de ces indicateurs financiers, avec un léger effet supplémentaire l'année suivante. Ces effets sont estimés en fonction de la croissance actuelle et retardée du PIB, utilisant ainsi le contenu informationnel de l'enquête SAFE, au-delà des évolutions actuellement observables du cycle d'activité. Les effets estimés sont persistants, en particulier lorsque l'on examine les

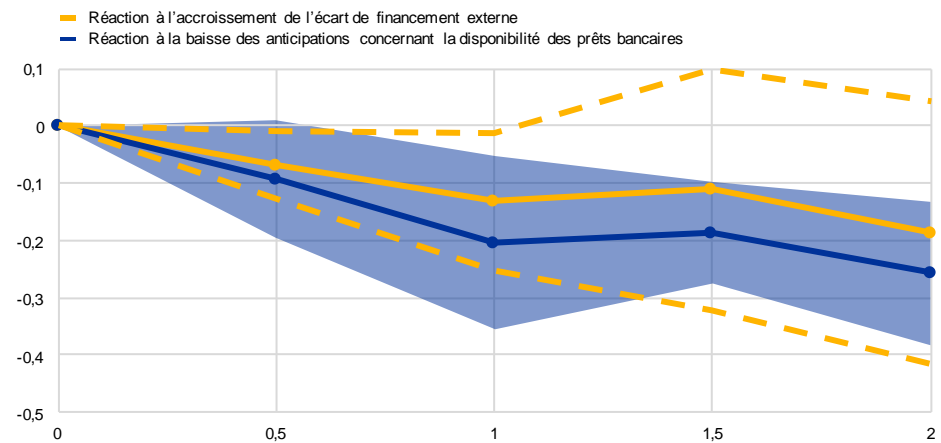
<sup>10</sup> Pour un exercice connexe permettant d'évaluer la façon dont les informations issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sont liées aux volumes de prêts futurs, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin*.

modifications des anticipations des entreprises concernant la disponibilité du financement. Cela laisse penser que les variables prospectives, une caractéristique spécifique de l'enquête SAFE, contiennent des informations utiles pour comprendre l'évolution future de l'économie de la zone euro.

### Graphique D

Évolution moyenne du PIB en volume de la zone euro après une détérioration des conditions de financement ou de la disponibilité attendue des prêts bancaires, par rapport à une absence de détérioration

(axe horizontal : années après le choc, axe vertical : croissance cumulée en pourcentage par rapport à la période précédant le choc)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), calculs de la BCE.

Notes : Évolution moyenne de la croissance du PIB en volume de la zone euro en termes cumulés après des modifications des écarts de financement des entreprises et un pourcentage net d'entreprises faisant état d'une augmentation attendue de la disponibilité des prêts bancaires. Les projections locales (Jorda, 2005) intègrent la croissance actuelle et passée du PIB comme variables de contrôle. Les zones ombrées et en pointillés représentent les intervalles de confiance à 95 % basés sur Newey-West.

## 6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 27 juillet au 1<sup>er</sup> novembre 2022

Juliane Kinsele et Christian Lizarazo

**Le présent encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2022.** Ces deux périodes se sont déroulées du 27 juillet au 1<sup>er</sup> novembre 2022 (la « période sous revue »), couvrant ainsi la période où les relèvements des taux d'intérêt directeurs de la BCE sont entrés en vigueur.

**Lorsque la période de taux directeurs négatifs a pris fin en juillet 2022, plusieurs facteurs autonomes ont enregistré des variations, en particulier les dépôts des administrations publiques, qui ont modifié la composition de l'excédent de liquidité.** Le solde des facteurs autonomes a diminué et un rééquilibrage du bilan de l'Eurosystème est intervenu lorsque la BCE a relevé ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base au cours de la cinquième période de constitution des réserves, mettant fin à la période de taux directeurs négatifs, et lorsqu'elle les a de nouveau relevés de 75 points de base au cours de la sixième période de constitution.

**L'excédent de liquidité moyen dans le système bancaire de la zone euro a augmenté de 46,5 milliards d'euros durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2022 pour atteindre un niveau record de 4 569,7 milliards.** L'augmentation globale a essentiellement résulté d'une baisse des facteurs autonomes de retrait de liquidité. Elle est principalement intervenue au cours de la cinquième période de constitution des réserves, en raison d'un relèvement largement anticipé du taux de la facilité de dépôt en territoire positif à partir de la sixième période de constitution. Dans le même temps, la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué au cours de la période sous revue.

### 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 96,2 milliards d'euros pour s'établir à 2 506,6 milliards.** Par rapport aux deux périodes de constitution précédentes, cette diminution est presque entièrement due à une baisse de 100 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes à 2 343,7 milliards, qui a elle-même résulté d'une diminution des facteurs autonomes de retrait de liquidité (cf. la partie du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). Dans le même temps, les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté, de 3,8 milliards d'euros, ressortant à 162,9 milliards.

**Au cours de la période sous revue, les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont été affectés par le relèvement des taux directeurs de la BCE, qui les a fait baisser de 105,3 milliards d'euros pour ressortir à 3 280 milliards, principalement en raison d'une réduction des dépôts des administrations publiques et des billets en circulation.** Les dépôts des administrations publiques (cf. la partie du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de 97,4 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, ressortant à 545,3 milliards, l'essentiel de cette diminution étant intervenue au cours de la cinquième période de constitution des réserves. Lorsque l'environnement de taux directeurs négatifs a pris fin en juillet 2022, et en prévision d'un relèvement du taux de la facilité de dépôt à un niveau positif lors de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, les bureaux de gestion de la dette ont décidé de réduire leurs coussins de liquidité auprès de l'Eurosystème et ont cherché d'autres dispositifs pour placer des fonds. Avec le nouveau relèvement des taux directeurs en septembre, et en particulier celui du taux de la facilité de dépôt porté à 0,75 %, le Conseil des gouverneurs a décidé de supprimer temporairement le plafond de 0 % appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques et à la place de rémunérer ces dépôts au taux le plus bas entre le taux de la facilité de dépôt et le taux à court terme en euro (€STR). Cette mesure restera en vigueur jusqu'au 30 avril 2023. Cette décision avait pour objectif d'empêcher une nouvelle sortie brutale des dépôts des administrations publiques vers le marché, ce qui aurait pu entraver la transmission de la politique monétaire et le bon fonctionnement du marché. En conséquence de cette mesure, au cours de la sixième période de constitution des réserves, les dépôts des administrations publiques n'ont enregistré en moyenne qu'une baisse modérée, de 17,2 milliards d'euros, pour ressortir à 536,7 milliards. En moyenne, les billets en circulation ont diminué de 22,3 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 1 574,5 milliards. La fin de l'environnement de taux directeurs négatifs a en particulier incité les banques à réduire leurs avoirs en billets. Auparavant, dans un contexte de taux directeurs négatifs, les banques avaient augmenté les montants des encaisses qu'elles détenaient en numéraire. Le taux de la facilité de dépôt étant désormais positif, ces avoirs présentent un coût d'opportunité, ce qui a incité les banques à optimiser leur gestion de la liquidité et à réduire rapidement leur détention d'encaisses en numéraire, de 40 milliards d'euros environ entre fin juin et fin octobre. La fourniture de liquidité via la diminution des dépôts des administrations publiques et des billets en circulation n'a été que légèrement compensée par d'autres facteurs autonomes, qui ont augmenté de 14,5 milliards d'euros au cours de la période sous revue, ressortant à 1 160,2 milliards.

**Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont légèrement diminué, de 5,4 milliards d'euros, pour s'établir à 936,6 milliards.** L'augmentation de 14,6 milliards d'euros des avoirs extérieurs nets a été plus que contrebalancée par la diminution des avoirs nets libellés en euros.

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

## Tableau A

### Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

#### Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 27 juillet – 1 <sup>er</sup> novembre 2022						Précédente période sous revue : 20 avril – 26 juillet 2022	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 27 juillet – 13 septembre		Sixième période de constitution : 14 septembre – 1 <sup>er</sup> novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes de retrait de liquidité</b>	3 280,0	(-105,3)	3 329,7	(-106,7)	3 230,3	(-99,4)	3 385,3	(+63,4)
Billets en circulation	1 574,5	(-22,3)	1 585,3	(-18,6)	1 563,7	(-21,6)	1 596,9	(+33,6)
Dépôts des administrations publiques	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Autres facteurs autonomes (nets) <sup>1)</sup>	1 160,2	(+14,5)	1 190,5	(+25,6)	1 129,9	(-60,6)	1 145,7	(+42,3)
<b>Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires</b>	<b>1 971,2</b>	<b>(-1 871,8)</b>	<b>3 774,7</b>	<b>(-7,8)</b>	<b>167,6</b>	<b>(-3 607,1)</b>	<b>3 843,0</b>	<b>(+84,3)</b>
<b>Réserves obligatoires</b> <sup>2)</sup>	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
<b>Facilité de dépôt</b>	2 598,5	(+1 918,3)	707,0	(+28,3)	4 490,0	(+3 783,0)	680,2	(-50,2)
<b>Opérations de réglage fin de retrait de liquidité</b>	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. Avec la suspension du système à deux paliers, les informations relatives au quota d'exonération ont été supprimées du tableau.

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 : 27 juillet – 1 <sup>er</sup> novembre 2022						Précédente période sous revue : 20 avril – 26 juillet 2022	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 27 juillet – 13 septembre		Sixième période de constitution : 14 septembre – 1 <sup>er</sup> novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes d'apport de liquidité</b>	<b>936,6</b>	<b>(-5,4)</b>	<b>891,7</b>	<b>(-58,0)</b>	<b>981,6</b>	<b>(+89,8)</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>
Avoirs extérieurs nets	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Avoirs nets libellés en euros	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>7 076,3</b>	<b>(-49,6)</b>	<b>7 081,4</b>	<b>(-27,7)</b>	<b>7 071,0</b>	<b>(-10,4)</b>	<b>7 125,9</b>	<b>(+59,5)</b>
Opérations d' <i>open market</i>	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Opérations de crédit	2 124,7	(-53,7)	2 126,6	(-23,7)	2 122,7	(-3,9)	2 178,3	(-22,5)

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

	Période sous revue actuelle : 27 juillet – 1 <sup>er</sup> novembre 2022						Précédente période sous revue : 20 avril – 26 juillet 2022	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 27 juillet – 13 septembre		Sixième période de constitution : 14 septembre – 1 <sup>er</sup> novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Opérations TLTRO III	2 118,7	(-55,9)	2 121,7	(-24,7)	2 115,7	(-6,0)	2 174,6	(-22,6)
PELTRO	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Portefeuilles d'achats fermes de titres <sup>1)</sup>	4 951,6	(+4,0)	4 954,8	(-4,0)	4 948,3	(-6,6)	4 947,6	(+82,0)
Facilité de prêt marginal	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Source : BCE.

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

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 : 27 juillet – 1 <sup>er</sup> novembre 2022						Précédente période sous revue : 20 avril – 26 juillet 2022	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 27 juillet – 13 septembre		Sixième période de constitution : 14 septembre – 1 <sup>er</sup> novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Besoin global de financement <sup>1)</sup>	2 506,6	(-96,2)	2 599,7	(-48,3)	2 413,4	(-186,4)	2 602,8	(+25,3)
Solde des facteurs autonomes <sup>2)</sup>	2 343,7	(-100,0)	2 438,3	(-48,8)	2 249,0	(-189,3)	2 443,7	(+21,6)
Excédent de liquidité <sup>3)</sup>	4 569,7	(+46,5)	4 481,7	(+20,6)	4 657,6	(+175,9)	4 523,1	(+34,1)

Source : BCE.

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

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

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

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

## Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 27 juillet – 1 <sup>er</sup> novembre 2022						Précédente période sous revue : 20 avril – 26 juillet 2022	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : 27 juillet – 13 septembre		Sixième période de constitution : 14 septembre – 1 <sup>er</sup> novembre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Indice RepoFunds Rate Euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Source : BCE.

Note : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation en points de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 49,6 milliards d'euros pour s'établir à 7 076,3 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).** La

réduction de la liquidité a principalement résulté de la diminution des opérations de crédit en raison des remboursements volontaires des fonds des TLTRO III. Les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE se sont arrêtés fin mars et ceux effectués au titre du programme d'achats d'actifs (APP) ont cessé le 1<sup>er</sup> juillet 2022, ce qui signifie que les portefeuilles d'achats fermes de titres ne fournissent plus de liquidité supplémentaire <sup>2</sup>.

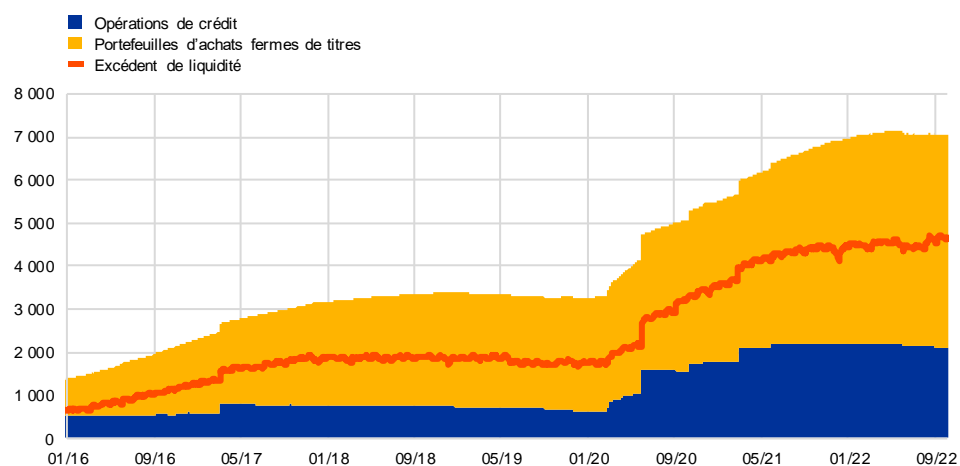
<sup>2</sup> Bien que les achats nets aient pris fin au cours de la précédente période sous revue, leur plein effet sur les moyennes des différentes périodes est toujours visible dans la période sous revue actuelle. En outre, les titres détenus dans le portefeuille sont valorisés au coût amorti et réévalués à la fin de chaque trimestre, ce qui a également un impact sur les moyennes totales et les évolutions des portefeuilles d'achats fermes de titres.



## 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 1<sup>er</sup> novembre 2022.

### Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 53,7 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette baisse reflète principalement les remboursements volontaires de 74,0 milliards d'euros et de 6,5 milliards au titre des TLTRO III effectués fin juin et fin septembre respectivement, ainsi que l'arrivée à échéance en septembre d'un appel d'offres de 1,9 milliard au titre des TLTRO III. Même si le règlement de 74,0 milliards d'euros des remboursements au titre des TLTRO III est intervenu pendant la quatrième période de constitution des réserves, c'est au cours de la cinquième période de constitution que le plein effet sur les moyennes des différentes périodes est devenu visible. Les montants de 0,5 milliard d'euros et 1,3 milliard empruntés au titre des PELTRO arrivant à échéance en juin et septembre respectivement n'ont contribué que de façon marginale à la diminution au cours de la période sous revue. Avec des augmentations moyennes de 2,1 milliards d'euros et de 0,9 milliard respectivement, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois n'ont compensé qu'une petite part de l'assèchement de liquidité provoqué par les remboursements au titre des TLTRO III et par l'arrivée à échéance d'opérations PELTRO.

## Excédent de liquidité

### L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 46,5 milliards d'euros pour atteindre un nouveau record de 4 569,7 milliards (graphique A).

L'excédent de liquidité est la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de refinancement des banques.

**Lorsque la BCE a amorcé le relèvement de ses taux d'intérêt directeurs, les banques ont commencé à modifier la répartition de l'excédent de liquidité entre leurs comptes courants auprès de l'Eurosystème et la facilité de dépôt.**

Jusqu'à ce que la BCE relève le taux de la facilité de dépôt au-dessus de 0 %, la rémunération de la liquidité placée sur la facilité de dépôt était la même que la rémunération de l'excédent de liquidité placé sur les comptes courants par rapport à l'excédent de réserves exempté dans le cadre du système à deux paliers. Lorsque la BCE a relevé le taux de la facilité de dépôt à 0,75 % à partir du 14 septembre 2022, l'excédent de réserves sur les comptes courants par rapport aux réserves obligatoires a continué d'être rémunéré à 0 %<sup>3</sup>. Afin de bénéficier du taux positif de la facilité de dépôt, les banques ont dû transférer leurs excédents de liquidité de leurs comptes courants vers la facilité de dépôt. Par conséquent, les avoirs en compte courant ont diminué en moyenne de 3 607,1 milliards d'euros au cours de la sixième période de constitution des réserves, tandis que le recours à la facilité de dépôt a augmenté en moyenne de 3 783 milliards. La différence entre ces deux chiffres s'explique par l'augmentation de l'excédent de liquidité moyen du fait de la diminution des facteurs autonomes de retrait de liquidité. En moyenne, l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires s'est élevé à 167,6 milliards d'euros au cours de la sixième période de constitution, soit approximativement deux fois plus que la liquidité strictement nécessaire pour respecter les réserves obligatoires de 164,4 milliards. Cela pourrait résulter de frictions opérationnelles temporaires qui devraient se résorber avec le temps afin de minimiser l'excédent de réserves rémunéré à 0 %.

**La BCE a suspendu son système à deux paliers pour la rémunération de l'excédent de réserves.** Ce système, en vertu duquel un excédent moyen de liquidité jusqu'à six fois supérieur aux réserves obligatoires était exempté du taux négatif de la facilité de dépôt, est effectivement devenu superflu lorsque la période de taux d'intérêt négatifs a pris fin en juillet. Après avoir relevé le taux de la facilité de dépôt au-dessus de 0 % en septembre, la BCE a décidé de suspendre le système à deux paliers en fixant le multiplicateur à zéro.

## Évolutions des taux d'intérêt

**Le taux à court terme de l'euro (€STR) moyen a augmenté de 87 points de base au cours de la période sous revue, s'établissant à 0,29 % par an.**

La transmission des relèvements de taux directeurs de la BCE en juillet et en septembre au marché monétaire en blanc a été pratiquement complète et immédiate. En moyenne, l'€STR s'est échangé à 8,5 et 9,3 points de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours des cinquième et sixième périodes de constitution respectivement.

---

<sup>3</sup> Au cours de la période sous revue, les réserves obligatoires étaient rémunérées au taux des opérations principales de refinancement de la BCE. Le 27 octobre, la BCE a annoncé que la rémunération des réserves obligatoires serait abaissée au taux de la facilité de dépôt. Cette mesure devait entrer en vigueur au début de la période de constitution des réserves commençant le 21 décembre 2022, après la période de constitution en cours.

**Le taux moyen des opérations de pension dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a augmenté de presque 79,4 points de base au cours de la période sous revue pour s'établir à 0,148 %.** La transmission au

marché monétaire sécurisé a été moins fluide que la transmission au marché monétaire en blanc, en particulier lors du relèvement des taux directeurs de septembre. La forte incertitude à l'égard des changements de comportement des intervenants de marché pendant la normalisation de l'environnement des taux d'intérêt, conjuguée aux réorientations associées des flux d'investissement, ont exercé une pression à la baisse sur les taux repo pour des transactions motivées par le besoin de placer de la liquidité. Les tensions sur le marché repo se sont avérées transitoires, toutefois, et se sont principalement concentrées sur le collatéral émis par l'Allemagne et la France. Le 21 septembre, environ une semaine après l'entrée en vigueur du relèvement des taux de septembre, les taux des prêts garantis du marché monétaire se sont dans l'ensemble normalisés, s'ajustant au nouveau niveau des taux directeurs, quoiqu'avec un léger creusement de l'écart de rendement par rapport à l'€STR et au taux de la facilité de dépôt comparé à la précédente période sous revue.

## Quelles informations l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit-elle sur les évolutions futures en matière de prêts ?

Franziska Huennekes et Petra Köhler-Ulbrich

**L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BLS) fournit des informations précieuses sur les critères et les conditions d'octroi des prêts bancaires ainsi que sur la demande de prêts dans la zone euro.** En collectant ces informations, l'enquête apporte un éclairage sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro via le canal du crédit bancaire. Elle s'appuie sur un échantillon représentatif d'environ 150 banques de la zone euro. Si les informations fournies par l'enquête sont qualitatives, les réponses des banques sont étroitement liées à la croissance effective des prêts et à l'évolution des taux débiteurs. L'enquête BLS est particulièrement utile à des fins de politique monétaire, car elle fournit des indications avancées sur les modifications des critères et des conditions d'octroi des prêts bancaires, ainsi que sur la demande de prêts, avant que ces modifications ne se manifestent dans l'évolution effective des prêts <sup>1</sup>. Le présent encadré décrit comment l'enquête BLS permet de fournir des indications avancées sur l'évolution des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages dans la zone euro.

**Les données provenant de l'enquête BLS fournissent des informations rapidement disponibles sur les conditions d'octroi des crédits bancaires et la demande de prêts.** Les banques de la zone euro répondent au questionnaire de l'enquête BLS vers la fin de chaque trimestre. Les données agrégées de l'enquête BLS sont publiées par la BCE trois semaines après la réception des réponses des banques déclarantes. Par rapport à celui d'autres données statistiques, le court délai de déclaration permet aux données tirées de l'enquête BLS de fournir des informations précoces sur les principales évolutions du crédit dans la zone euro, ce qui s'est avéré particulièrement utile pour identifier les points de retournement des conditions d'octroi des crédits et évaluer les évolutions du crédit au cours de périodes exceptionnelles. Par exemple, au début de la pandémie de coronavirus en 2020, l'enquête BLS a rapidement signalé une forte augmentation de la demande de prêts en raison des besoins accrus de financement à court terme des entreprises (graphique A), ainsi qu'une forte baisse de la demande de prêts au logement des ménages, principalement due à une détérioration de la confiance des consommateurs <sup>2</sup>. L'enquête BLS a également fourni rapidement des informations sur l'impact de la guerre menée par la Russie en Ukraine et de la forte hausse des coûts de l'énergie sur les conditions d'octroi du crédit bancaire en 2022, révélant un durcissement net des critères d'octroi, principalement en raison d'une augmentation

<sup>1</sup> Cf. l'article intitulé « [Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019. Cf. également De Bondt (G.), Maddaloni (A.), Peydró (J.-L.) et Scopel (S.), « [The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth](#) », *Working Paper Series*, n° 1160, BCE, 2010.

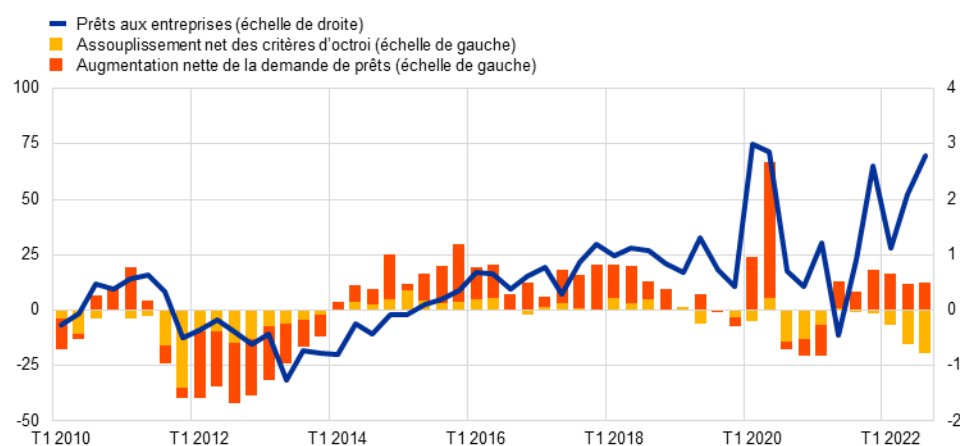
<sup>2</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Les facteurs déterminant la demande de prêts des entreprises dans la zone euro – ce qui a changé durant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

des risques perçus par les banques dans un contexte de forte incertitude relative aux perspectives économiques et de préoccupations relatives à la solvabilité des emprunteurs. Si la plupart des questions de l'enquête BLS sont rétrospectives, l'enquête comprend également quelques questions prospectives sur les anticipations des banques en matière de critères d'octroi et de demande de prêts dans les trois mois à venir, ce qui permet d'évaluer dans une certaine mesure les conditions futures du crédit directement sur la base des anticipations des banques.

## Graphique A

### Croissance des prêts et indicateurs BLS pour les entreprises de la zone euro

(échelle de gauche : pourcentages nets des banques au cours des trois derniers mois ; échelle de droite : taux de croissance trimestriel en pourcentage)



Source : BCE (enquête BLS et statistiques sur les données de bilan (BSI)).

Notes : « Prêts aux entreprises » correspond à la croissance trimestrielle nette des prêts accordés aux sociétés non financières. Pour les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage de banques signalant un assouplissement et le pourcentage de banques signalant un resserrement. Pour la demande de prêts, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage de banques faisant état d'une augmentation et le pourcentage de banques faisant état d'une diminution.

**L'enquête BLS contribue également à établir une distinction entre l'offre et la demande de crédit dans l'évolution des prêts.** Le travail analytique sur l'offre et la demande de crédit et les éventuelles contraintes de crédit a été particulièrement important pour la compréhension de l'évolution des prêts pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine<sup>3</sup>. L'enquête BLS a également joué un grand rôle dans l'évaluation de l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE, telles que les achats d'actifs et les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO), sur l'offre et la demande de prêts bancaires<sup>4</sup>. Dans l'ensemble,

<sup>3</sup> Cf. par exemple Altavilla (C.), Darracq Pariès (M.) et Nicoletti (G.), « *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, dans lequel les auteurs construisent un indicateur relatif à l'offre de prêts basé sur l'enquête BLS et l'utilisent pour identifier l'impact des chocs de l'offre de prêts sur l'activité économique réelle de la zone euro. D'autres exemples de travaux analytiques sur l'offre de prêts basés sur l'enquête BLS sont, par exemple, Hempell (H.) et Kok Sorensen (C.), « *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area - crisis induced crunching ?* », *Working Paper Series*, n° 262, BCE, novembre 2010, et Maddaloni (A.), et Peydró (J.-L.), « *Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates : Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards* », *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 6, 2011, p. 2121-2165.

<sup>4</sup> Cf. par exemple Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.) et Ongena (S.), « *Credit Supply and Demand in Unconventional Times* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n° 8, 2021, et Andreeva (D.C.) et García-Posada (M.), « *The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies : The role of competition* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

l'enquête BLS s'est avérée être un outil très utile pour comprendre et analyser les conditions d'octroi des crédits bancaires dans la zone euro. Dans le cadre de ce large éventail de sujets, le présent encadré se concentre sur une caractéristique spécifique des indicateurs de l'enquête BLS, à savoir leurs propriétés prédictives de la croissance des prêts.

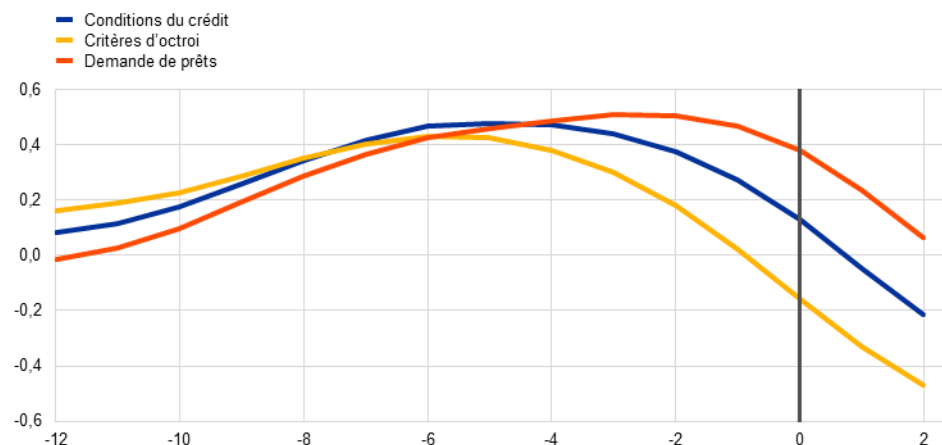
**Les modifications des critères d'octroi et de la demande de prêts présentées dans l'enquête BLS ont des propriétés prédictives de la croissance future des prêts aux entreprises.** Une première indication des informations fournies par les indicateurs BLS sur la croissance future des prêts est donnée par l'examen des corrélations croisées entre les indicateurs BLS avec différentes avances par rapport aux données sur la croissance effective des prêts. S'agissant des prêts aux entreprises, la corrélation croisée la plus élevée entre les critères d'octroi et la croissance annuelle des prêts est observée lorsque les indicateurs BLS précèdent de cinq à six trimestres la croissance effective des prêts (graphique B, partie a). En d'autres termes, un resserrement des critères d'octroi tend à entraîner un ralentissement de la croissance des prêts environ cinq à six trimestres plus tard. Pour la demande de prêts, la corrélation maximale est plus forte et elle est observée avec une avance plus courte d'environ trois trimestres. Le décalage plus long entre l'évolution des critères d'octroi et l'évolution effective des prêts est cohérent avec le fait que les critères d'octroi sont fixés par les banques avant la négociation des prêts. En revanche, les besoins de financement des entreprises, indiqués par la demande de prêts, se reflètent plus rapidement dans l'évolution effective de la croissance des prêts.

## Graphique B

Corrélations croisées entre la croissance des prêts et les indicateurs BLS relatifs aux entreprises et aux ménages de la zone euro

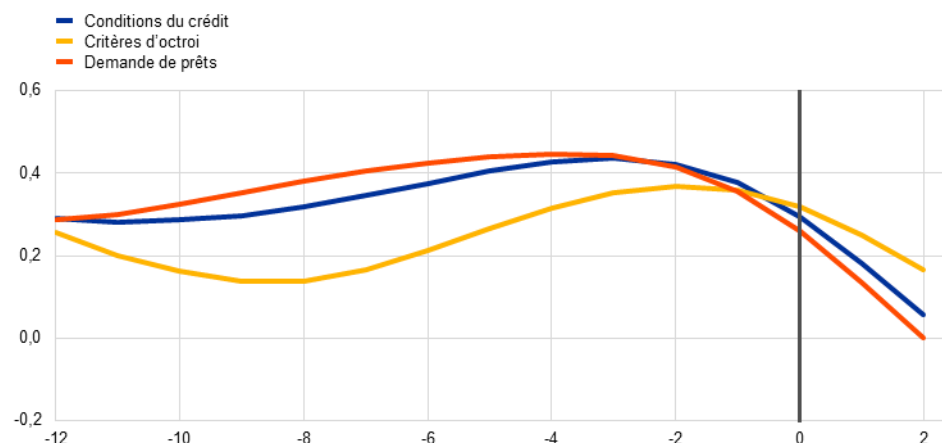
### a) Prêts aux entreprises

(axe des ordonnées : coefficient de corrélation ; axe des abscisses : décalage des indicateurs BLS par rapport à la croissance des prêts en trimestres)



### b) Prêts au logement consentis aux ménages

(axe des ordonnées : coefficient de corrélation ; axe des abscisses : décalage des indicateurs BLS par rapport à la croissance des prêts en trimestres)



Source : BCE (enquête BLS et statistiques sur les données de bilan (BSI)).

Notes : Le graphique montre la corrélation entre les indicateurs agrégés issus de l'enquête BLS, basés sur l'échantillon de l'enquête BLS d'environ 150 banques, et le taux de croissance annuel des prêts (croissance nette des prêts) accordés aux sociétés non financières (partie a) et des prêts au logement consentis aux ménages (partie b). Les indicateurs BLS précèdent la croissance des prêts (valeur négative sur l'axe des ordonnées) ou sont en retard sur la croissance des prêts (valeur positive). Les « conditions du crédit » correspondent à l'augmentation nette de la demande de prêts moins le durcissement net des critères d'octroi. Les « critères d'octroi » sont inversés : les pourcentages nets sont définis comme la part des banques faisant état d'un assouplissement moins la part des banques faisant état d'un durcissement. Le taux de croissance annuel des prêts est calculé comme la somme des flux de prêts au cours des 12 derniers mois divisée par l'encours des prêts enregistrés 12 mois auparavant. Les indicateurs BLS sont des moyennes mobiles sur quatre trimestres. Les prêts aux entreprises sont corrigés des cessions, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie.

**Au-delà des corrélations simples mentionnées précédemment, les informations fournies par les indicateurs BLS sur la croissance future des prêts peuvent être évaluées en analysant leur valeur pour prévoir la croissance effective des prêts.** Par rapport à un modèle autorégressif dans lequel la croissance des prêts est anticipée en fonction de son propre décalage, un modèle incluant les indicateurs BLS permet une meilleure prévision de la croissance des prêts aux entreprises de la zone euro (graphique C, partie a). Si, considérés individuellement, les critères d'octroi et la demande de prêts améliorent tous deux

les prévisions relatives aux prêts, lorsque l'on combine les deux pour établir un indicateur relatif aux conditions d'octroi du crédit, on améliore encore la performance des prévisions dans le temps, c'est-à-dire que l'erreur de prévision est davantage réduite en moyenne. Des données globalement correspondantes relatives aux informations fournies par l'enquête BLS sur la croissance future des prêts sont également disponibles pour les différents pays de la zone euro <sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Cf. « *Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, septembre 2022, et Levieuge (G.), « Cohérence et contenu prédictif des indicateurs du *Bank Lending Survey* pour la France », *Working Paper Series*, Banque de France, n° 567, août 2015.

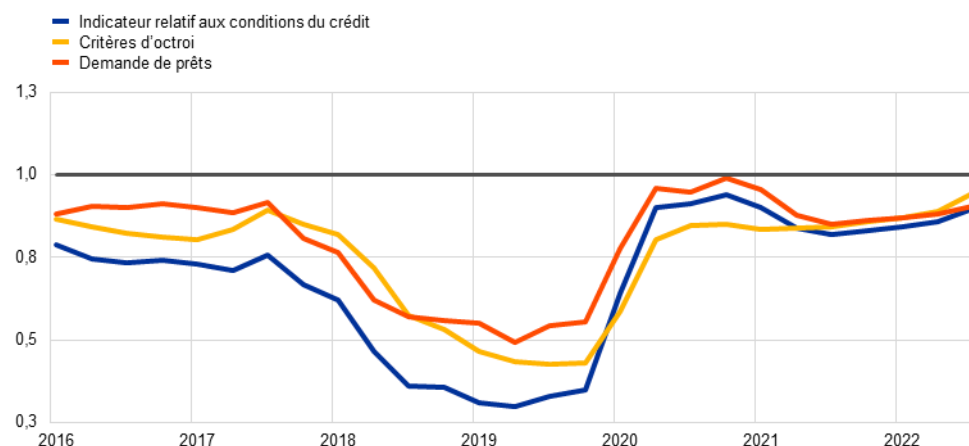


## Graphique C

### Propriétés prédictives de l'enquête BLS pour la croissance future des prêts aux entreprises de la zone euro

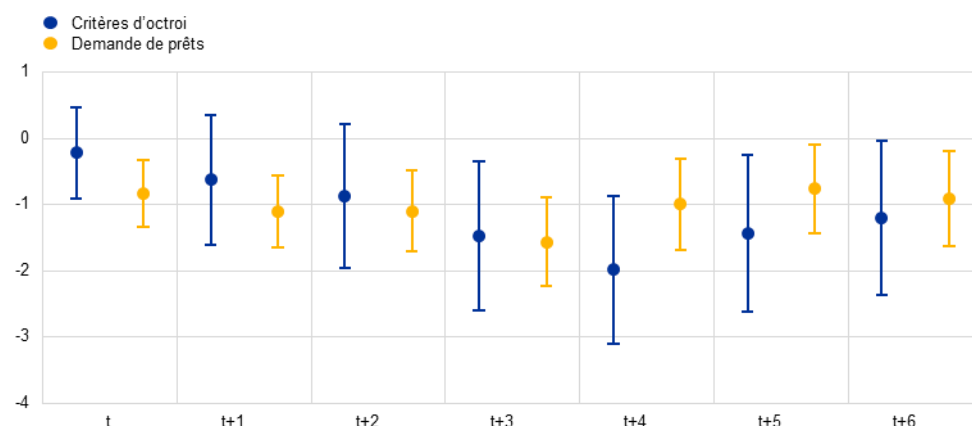
#### a) Performance des indicateurs BLS pour la prévision de la croissance agrégée des prêts

(ratio de la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne des prévisions hors échantillon de la croissance des prêts établies à partir de modèles avec et sans les indicateurs BLS)



#### b) Impact des modifications des critères d'octroi et de la demande de prêts sur la croissance des prêts au niveau des banques individuelles

(impact sur la croissance annuelle des prêts en points de pourcentage)



Source : BCE (enquête BLS et statistiques sur les données de bilan (BSI) pour la partie a ; enquête BLS individuelle et statistiques sur les données de bilan (BSI) individuelles pour la partie b et calculs de la BCE.

Notes : La partie a montre la performance des indicateurs BLS pour la prévision de la croissance annuelle des prêts à un horizon égal à deux trimestres. Les valeurs inférieures à 1 indiquent qu'augmenter un modèle autorégressif pur de l'enquête BLS améliore l'exactitude de la prévision. La croissance annuelle des prêts est définie comme les flux nets de prêts au cours des 12 derniers mois divisés par l'encours des prêts 12 mois auparavant, corrigés des cessions, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie. Les modèles sont estimés sur des fenêtres glissantes de dix ans. Les racines carrées de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) sont calculées sur des fenêtres glissantes de quatre ans. La partie b montre l'impact sur la croissance annuelle des prêts aux périodes t+i, les indicateurs BLS étant mesurés au moment t. Les effets se rapportent aux banques qui font état de critères d'octroi assouplis ou inchangés/d'une demande de prêts en hausse ou inchangée. Les coefficients résultent d'une régression dont la variable dépendante est la croissance annuelle des prêts nets aux entreprises et dont les variables explicatives sont les décalages respectifs des critères d'octroi et de la demande de prêts déclarés par les banques, trois décalages de la variable dépendante et les effets fixes temporels par banque et par pays. L'échantillon comprend 149 banques et s'étend du troisième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2022.

### L'enquête BLS donne des informations sur la croissance future des prêts non seulement au niveau agrégé, mais aussi pour les banques individuelles. Selon

les estimations au niveau des banques, pour les établissements qui déclarent un durcissement des critères d'octroi des prêts, la croissance effective des prêts aux entreprises diminue nettement de trois à six trimestres après le durcissement par comparaison avec les banques faisant état de critères d'octroi des prêts assouplis ou inchangés (graphique C, partie b). Dans le même temps, pour les banques

faisant état d'une diminution de la demande de prêts dans l'enquête BLS, la croissance effective des prêts aux entreprises est plus faible au cours du même trimestre et des trimestres suivants que pour les banques faisant état d'une demande de prêts inchangée ou accrue <sup>6</sup>. Cela montre que la relation instantanée de la demande de prêts avec la croissance effective des prêts, qui ressort des corrélations croisées des séries agrégées, est également valable au niveau des banques individuelles.

**S'agissant des prêts au logement, les indicateurs BLS fournissent également des informations précieuses sur la croissance future des prêts, bien qu'avec une avance plus courte et une corrélation un peu plus faible que dans le cas des prêts aux entreprises.** En particulier, la corrélation croisée entre les critères d'octroi et la croissance des prêts au logement montre que l'indicateur BLS ne précède que légèrement la croissance effective des prêts au logement (avec un point haut à environ deux trimestres ; graphique B, partie b). S'agissant de la demande de prêts au logement, la corrélation croisée avec la croissance des prêts au logement est généralement plus élevée que pour les critères d'octroi, et atteint son point haut un peu plus tôt, avec une avance de trois à quatre trimestres. En outre, le co-mouvement des indicateurs BLS avec la croissance nette des prêts est globalement plus faible pour les prêts au logement que pour les prêts aux entreprises. Toutefois, cette différence tient probablement au fait que dix ans environ après la forte hausse du marché immobilier qui a précédé la crise financière mondiale, le niveau élevé des remboursements de prêts au logement a ralenti la croissance nette des prêts au logement <sup>7</sup>. De fait, la corrélation est plus forte à la fois pour les critères d'octroi et pour la demande de prêts au logement si l'on considère les crédits nouveaux à l'habitat (elle culmine à environ 0,6 dans les deux cas, avec une avance de quatre trimestres), ce qui est également en ligne avec la demande faite aux banques de déclarer les emprunts bruts dans le cadre de l'enquête BLS.

**Les informations fournies par l'enquête BLS contribuent également à améliorer les prévisions de croissance des prêts au logement.** Contrairement aux prévisions relatives aux prêts aux entreprises, les prévisions de croissance des prêts au logement se trouvent davantage améliorées par la prise en compte de la demande de prêts que par celle des critères d'octroi (graphique D, partie a). Cela concorde avec le fait que la corrélation croisée de la croissance nette des prêts au logement est plus faible avec les critères d'octroi qu'avec la demande de prêts, comme indiqué précédemment. La demande de prêts permet également de prédire la croissance future des prêts au logement au niveau des banques – les banques qui signalent une baisse de la demande enregistrent une croissance plus faible de leurs prêts au cours des trimestres suivants que celles qui font état d'une demande de prêts inchangée ou en hausse (graphique D, partie b). En revanche, les critères

<sup>6</sup> Ces résultats montrent que les réponses des banques relatives aux critères d'octroi et à la demande de prêts des entreprises contribuent non seulement à améliorer les prévisions de la croissance des prêts au niveau agrégé, mais contiennent également des informations précieuses sur les variations des volumes de prêts pour les banques individuelles. Fait important, c'est également le cas lorsque l'on prend en compte les évolutions passées, les facteurs spécifiques aux banques et les évolutions macroéconomiques nationales susceptibles d'influencer les marchés des prêts sur lesquels les banques opèrent.

<sup>7</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

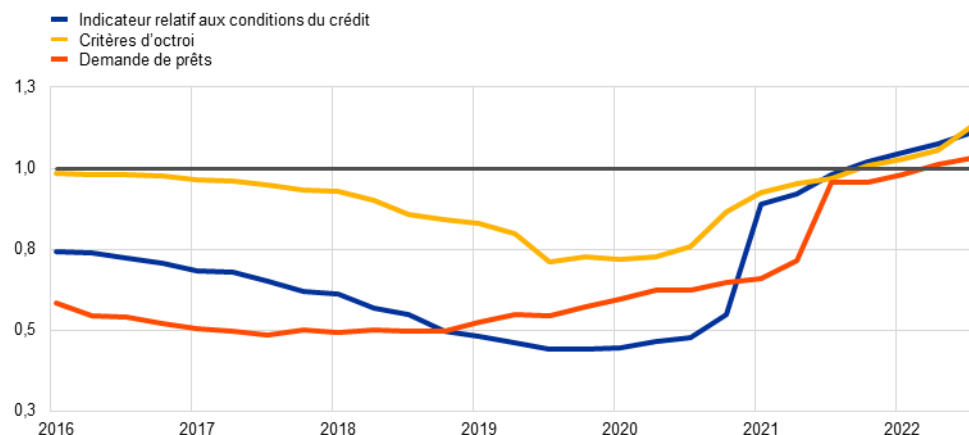
d'octroi sont moins pertinents pour prévoir la croissance des prêts au logement, aussi bien au niveau agrégé qu'au niveau des banques individuelles.

## Graphique D

### Propriétés prédictives de l'enquête BLS pour la croissance future des prêts au logement consentis aux ménages de la zone euro

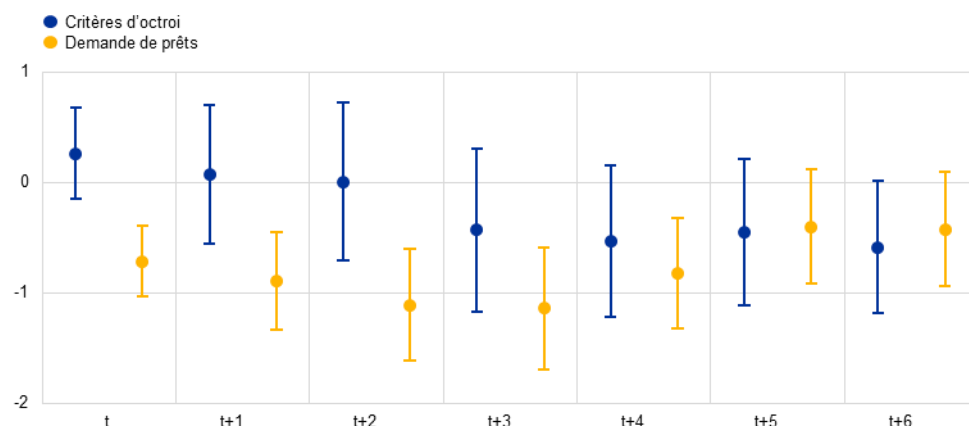
#### a) Performance des indicateurs BLS pour la prévision de la croissance agrégée des prêts

(ratio de la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne des prévisions hors échantillon de la croissance des prêts établies à partir de modèles avec et sans les indicateurs BLS)



#### b) Impact des modifications des critères d'octroi et de la demande de prêts sur la croissance des prêts au niveau des banques individuelles

(impact sur la croissance annuelle des prêts en points de pourcentage)



Sources : BCE (enquête BLS et statistiques sur les données de bilan (BSI) pour la partie a ; enquête BLS individuelle et statistiques sur les données de bilan (BSI) individuelles pour la partie b et calculs de la BCE.

Notes : La partie a montre la performance des indicateurs tirés de l'enquête BLS pour la prévision de la croissance annuelle des prêts à l'horizon présentant la plus faible moyenne de RMSE (deux trimestres pour les critères d'octroi de prêts, cinq trimestres pour la demande des prêts et trois trimestres pour les conditions d'octroi des crédits). Les valeurs inférieures à 1 indiquent qu'augmenter un modèle autorégressif pur de l'enquête BLS améliore l'exactitude de la prévision. La croissance annuelle des prêts est définie comme les flux nets de prêts au cours des 12 derniers mois divisés par l'encours des prêts enregistré 12 mois auparavant. Les modèles sont estimés sur des fenêtres glissantes de dix ans. Les RMSE sont calculées sur des fenêtres glissantes de quatre ans. La partie b montre l'impact sur la croissance annuelle des prêts aux périodes t+i, les indicateurs BLS étant mesurés au moment t. Les effets se rapportent aux banques qui font état de critères d'octroi assouplis ou inchangés/une demande de prêts en hausse ou inchangée. Les coefficients résultent d'une régression dont la variable dépendante est la croissance annuelle des prêts nets au logement consentis aux ménages et dont les variables explicatives sont les décalages respectifs des critères d'octroi et de la demande de prêts déclarés par les banques, trois décalages de la variable dépendante et les effets fixes temporels par banque et par pays. L'échantillon comprend 140 banques et s'étend du troisième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2022.

**Au vu de ces conclusions, l'enquête BLS indique actuellement un ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises de la zone euro et des prêts au logement consentis aux ménages au cours des prochains trimestres. Durant les trois premiers trimestres de 2022, les banques ont fait état**

d'un durcissement net de leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises <sup>8</sup>. En particulier, les durcissements nets des deuxième et troisième trimestres ont dépassé ceux observés pendant la pandémie de coronavirus (qui ont été atténués par l'intervention du secteur public sous forme de dispositifs de garantie sur les prêts et d'autres mesures de soutien budgétaire ainsi que par des mesures prises par les autorités monétaires et de surveillance prudentielle), tout en demeurant inférieurs aux durcissements nets observés pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine <sup>9</sup>. Ce durcissement s'explique principalement par la perception plus élevée du risque de la part des banques et par leur moindre tolérance au risque, dues aux préoccupations concernant les perspectives économiques générales et la solvabilité des emprunteurs. Le coût de financement et la situation bilancielle des banques ont également entraîné un durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises de la zone euro et des prêts au logement consentis aux ménages. Cet effet s'est amplifié au cours des trois premiers trimestres de 2022 avec la normalisation en cours de la politique monétaire. Cela reflète l'utilité de l'enquête dans l'évaluation de la répercussion de la politique monétaire de la BCE sur les entreprises et les ménages de la zone euro via le canal du crédit bancaire. Dans le même temps, les banques ont indiqué, dans l'ensemble, que la demande de prêts des entreprises a continué d'augmenter au cours des trois premiers trimestres de 2022, principalement en raison des besoins de financement des entreprises au titre du fonds de roulement et des stocks. Dans l'enquête BLS d'octobre 2022, les banques ont déclaré qu'elles s'attendaient à un nouveau durcissement net important des critères d'octroi des prêts, mais à une baisse nette de la demande de prêts des entreprises au quatrième trimestre 2022. Dans l'ensemble, ces résultats indiquent un ralentissement de la croissance des prêts aux entreprises en 2023 <sup>10</sup>. S'agissant des prêts au logement, les banques ont fait état d'une baisse nette substantielle de la demande au troisième trimestre 2022, après une baisse plus modérée au deuxième trimestre 2022. Associé au fort durcissement net des critères d'octroi des prêts au logement au cours des deuxième et troisième trimestres 2022, cela laisse présager une baisse marquée de la croissance effective des prêts au logement au cours des prochains trimestres. De fait, les signes d'un retournement de la croissance effective des prêts au logement sont déjà visibles.

---

<sup>8</sup> Les données de l'enquête BLS fournies par les banques sont en cohérence avec les dernières données fournies par les entreprises dans le cadre de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), dans laquelle les entreprises ont fait état d'un creusement de leur écart de financement pour la période allant d'avril à septembre 2022 et s'attendent à une réduction de la disponibilité des prêts bancaires pour la période allant d'octobre 2022 à mars 2023. Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

<sup>9</sup> Cf. les rapports de l'enquête BLS relatifs à ces trimestres sur le [site Internet de la BCE](#).

<sup>10</sup> Malgré les informations fournies par les indicateurs BLS sur la croissance effective des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages, il convient de garder à l'esprit que ces évolutions sont des prévisions inconditionnelles basées uniquement sur l'enquête BLS et que de nouvelles variations dans l'environnement et les perspectives économiques peuvent modifier ces trajectoires.

## 8 Implications de politique budgétaire des projets de plans budgétaires des États de la zone euro pour 2023

Johannes Simeon Bischi, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Steffen Osterloh

### **Le 22 novembre 2022, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires (PPB) des États de la zone euro pour 2023**<sup>1</sup>.

Compte tenu du maintien de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) en 2023, l'évaluation de la Commission a poursuivi ce qui a été mis en pratique ces deux dernières années, en se concentrant sur le respect par les PPB des recommandations de politique budgétaire de nature plus qualitative que quantitative<sup>2</sup>. Ces recommandations ont été adoptées par le Conseil le 12 juillet 2022. À ce moment-là, le Conseil invitait également les États de la zone euro à intégrer des politiques budgétaires différenciées en 2023. Le Conseil a dès lors encouragé les États présentant une dette publique élevée à recourir à une politique budgétaire prudente. En termes opérationnels, cela signifie que la croissance des dépenses primaires courantes financées au niveau national – hors mesures discrétionnaires en matière de recettes – est maintenue sous la croissance de la production potentielle à moyen terme (cf. ci-après pour plus de détails). Les États de la zone euro faiblement ou moyennement endettés ont été invités à s'assurer que la croissance des dépenses courantes financées au niveau national respecte une orientation de politique neutre globale. Dans les deux cas, il a été reconnu que les plans de dépenses devraient tenir compte du soutien ciblé et temporaire toujours en cours octroyé aux ménages et aux entreprises par le biais de mesures de compensation liées à l'énergie, ainsi qu'aux personnes fuyant la guerre menée par la Russie en Ukraine. Les États de la zone euro ont également été appelés à accroître les investissements publics pour accompagner les transitions verte et numérique, ainsi que la sécurité énergétique<sup>3</sup>.

### **Dans le cadre de son évaluation visant à vérifier que les plans budgétaires pour 2023 répondent aux recommandations du Conseil, la Commission a**

- 
- <sup>1</sup> « *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank on the 2023 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment* », Commission européenne, le 22 novembre 2022 ; et « *Recommandation du Conseil concernant la politique économique de la zone euro* », Commission européenne, le 22 novembre 2022. Les projets de plans budgétaires d'Italie et de Lettonie ont été soumis par les gouvernements sortants sur une base de politique inchangée et n'ont dès lors pas été évalués par la Commission au moment de ce paquet d'automne. À la suite de la présentation de la mise à jour le 21 novembre 2022, la Commission a publié son opinion sur les PPB de l'Italie le 14 décembre 2022.
- <sup>2</sup> La clause dérogatoire générale a été introduite dans le cadre de la réforme « six-pack » du Pacte de stabilité et de croissance en 2011. Elle peut être activée en cas de circonstance inhabituelle indépendante de la volonté de l'État membre concerné et ayant un impact majeur sur la situation financière des administrations publiques, ou en période de grave récession économique affectant la zone euro ou l'ensemble de l'Union. Lorsqu'elle est invoquée, cette clause permet aux États membres de s'écarter temporairement de l'ajustement budgétaire requis dans le cadre tant du volet préventif que du volet correctif du Pacte, à condition que cela ne mette pas en péril la soutenabilité budgétaire à moyen terme.
- <sup>3</sup> Outre les recommandations du Conseil, l'Eurogroupe a estimé dans sa *déclaration du 11 juillet 2022 sur les orientations de politique budgétaire pour 2023* que soutenir la demande globale par l'intermédiaire de politiques budgétaires n'était pas garanti en 2023 au vu des circonstances économiques actuelles, en particulier la dynamique de l'inflation.

**analysé la conformité des États avec un indicateur développé à la lumière de la COVID-19 et qui corrige le niveau de référence des PSC en matière de dépenses** <sup>4</sup>. Premièrement, cet indicateur tient compte des dépenses financées par

des subventions de l'UE dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience (RRF), ou par d'autres fonds de l'UE. Ces sources de financement donnent une impulsion budgétaire à l'économie mais ne se reflètent pas dans les soldes budgétaires des États de la zone euro étant donné qu'elles sont enregistrées dans les recettes et les dépenses. Deuxièmement, l'indicateur exclut les mesures d'urgence temporaires prises en réponse à la COVID-19. Point important, l'agrégat des dépenses qui sous-tend l'indicateur comprend des mesures relatives aux dépenses adoptées en réaction à la crise de l'énergie, ainsi que des investissements publics financés au niveau national. Se fondant sur une analyse des évolutions de ces postes de dépenses, la Commission a évalué le niveau de conformité avec les recommandations du Conseil du 12 juillet 2022.

**D'après l'évaluation de la Commission, les projets de plans budgétaires des pays de la zone euro pour 2023 sont globalement conformes aux recommandations de politique budgétaire adoptées par le Conseil, à quelques exceptions près**. Parmi les pays présentant des niveaux de dette publique élevés,

la Commission a jugé que le projet de plan budgétaire de la Belgique ne correspondait que partiellement aux recommandations, dans la mesure où la croissance des dépenses courantes financées au niveau national excède la croissance de la production potentielle. S'agissant du Portugal, la Commission, tout en octroyant une évaluation globalement positive, a observé des risques de conformité partielle, si les mesures de compensation liées à l'énergie ne devaient pas être retirées comme prévu <sup>5</sup>. Parmi les pays faiblement ou moyennement endettés, les projets de plans budgétaires de l'Allemagne, de l'Estonie, de la Lituanie, du Luxembourg, des Pays-Bas, de l'Autriche, de la Slovaquie et de la Slovaquie ont été jugés partiellement conformes aux recommandations, étant donné que les contributions de leurs dépenses courantes nettes financées au niveau national à l'orientation générale des politiques budgétaires présentaient en 2023 un caractère expansionniste plutôt que neutre <sup>6</sup>. Tous les pays de la zone euro prévoient de financer des investissements publics pour les transitions verte et

<sup>4</sup> La Commission calcule cet indicateur tenant compte de l'orientation des politiques budgétaires en estimant l'augmentation annuelle des dépenses nettes comparativement à la croissance potentielle à dix ans et au taux de croissance du déflateur du PIB. Conformément aux recommandations du Conseil concernant les programmes de stabilité pour 2021, l'agrégat des dépenses nettes sous-jacent a été ajusté pour inclure les dépenses financées par des subventions dans le cadre de la FRR et d'autres fonds de l'UE, d'une part, et pour exclure les mesures d'urgence temporaires liées à la COVID-19, d'autre part. Outre la contribution des dépenses financées par l'UE, la Commission inclut aussi dans son évaluation les contributions à l'orientation budgétaire globale de différents agrégats de dépenses financées au niveau national, à savoir a) les investissements ; b) les autres dépenses en capital ; et c) les dépenses primaires courantes (hors mesures discrétionnaires en matière de recettes). Cet indicateur diffère de la mesure traditionnellement utilisée (cf. section 6 du présent Bulletin économique) pour évaluer l'orientation budgétaire au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) qui se fonde sur le concept du solde primaire corrigé du cycle.

<sup>5</sup> Étant donné l'évaluation globale par la Commission du projet de plan budgétaire du Portugal, dans sa [déclaration sur les projets de plans budgétaires pour 2023](#) – publiée le 5 décembre 2022 – l'Eurogroupe a souligné les progrès réalisés par le Portugal en termes de réduction du déficit et de la dette.

<sup>6</sup> Dans le cas des Pays-Bas, l'analyse de la Commission indique que, si la contribution des dépenses primaires courantes financées au niveau national à l'orientation budgétaire est neutre dans l'ensemble, l'orientation globale des politiques budgétaires est expansionniste.

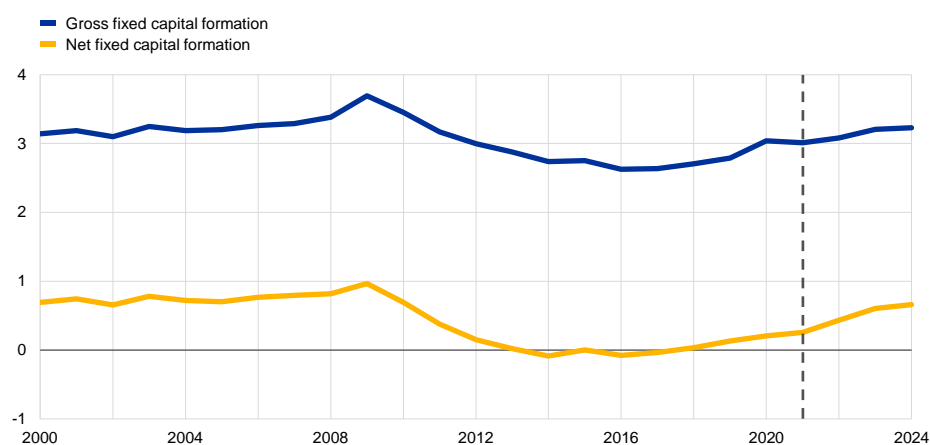
numérique, ainsi que pour la sécurité énergétique, y compris en faisant usage de la FRR et d'autres fonds de l'UE comme recommandé par le Conseil.

**L'évaluation de la Commission a souligné la hausse des investissements publics enregistrée dans l'ensemble de la zone euro depuis 2018, laquelle s'est poursuivie en 2020-2022, malgré les chocs provoqués par la COVID-19 et la guerre menée par la Russie en Ukraine.** Si elle reste modérée en termes de pourcentage du PIB, la progression des investissements publics depuis la pandémie contraste avec le profil enregistré au lendemain de la crise financière mondiale, lorsque les investissements publics bruts s'étaient contractés de plus d'un point de pourcentage du PIB et que les investissements nets – qui prennent en compte la dépréciation du stock de capital – étaient devenus négatifs entre 2014 et 2017 (graphique A).

### Graphique A

#### Investissements publics de la zone euro, 2000-2024

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne, base de données AMECO.

Notes : Les années 2022 à 2024 sont issues des prévisions économiques de l'automne 2022 de la Commission européenne. La ligne noire en pointillés indique le début de l'horizon de projection.

**Selon la Commission, les politiques budgétaires pourraient devenir expansionnistes en 2023, dans un environnement caractérisé par une inflation toujours élevée.** Selon les prévisions de l'automne 2022 de la Commission, qui intègrent les projets de plans budgétaires pour 2023, l'expansion budgétaire fondée sur l'indicateur corrigé décrit ci-dessus, s'établira à quelque 2,2 % du PIB en 2022, des politiques budgétaires globalement neutres étant prévues pour 2023<sup>7</sup>. Les projections de la Commission incluent une incidence budgétaire nette de 0,9 % du PIB découlant des mesures visant à limiter l'impact des prix élevés de l'énergie sur les ménages et les entreprises de la zone euro en 2023, contre 1,3 % du PIB en 2022. La Commission a également estimé que, si les mesures existantes étaient prolongées tout au long de 2023, leur coût pourrait s'accroître d'1 % supplémentaire du PIB et s'approcher de 2 % du PIB en 2023, rendant ainsi les politiques budgétaires plus expansionnistes.

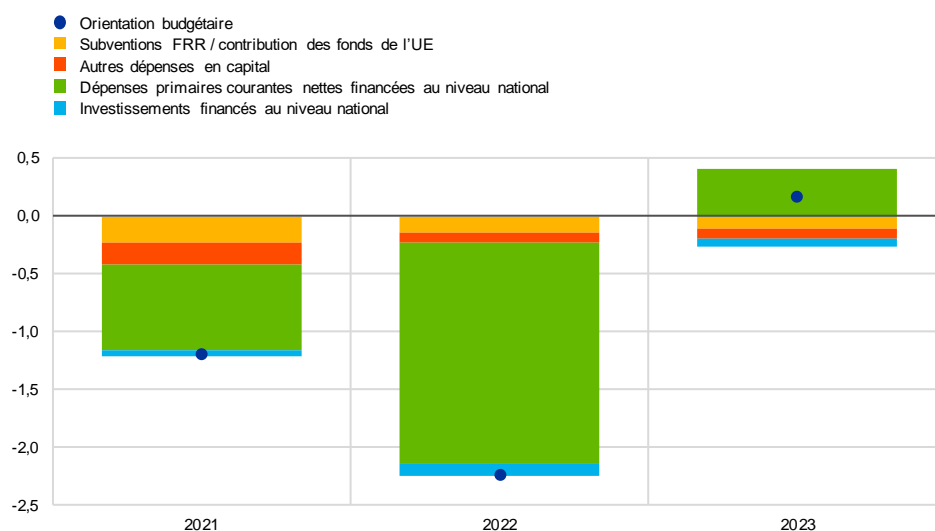
<sup>7</sup> Cf. « *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank on the 2023 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment* », *op. cit.*

**Les dernières projections des services de l'Eurosystème intègrent un nombre bien plus élevé de mesures de soutien liées à l'énergie que dans les projections de référence de la Commission, indiquant une orientation budgétaire expansionniste en 2023.** Le soutien énergétique agrégé de la zone euro, tel qu'inclus dans l'exercice global de projection macroéconomique de l'Eurosystème (BMPE) de décembre 2022, est estimé à quelque 2 % du PIB<sup>8</sup>. Ce pourcentage est nettement supérieur à celui prévu par la Commission dans ses projections d'automne 2022. Cela reflète notamment la date de clôture ultérieure des projections macroéconomiques, si bien que davantage de mesures de soutien sont suffisamment précisées pour remplir les critères entrant en ligne de compte pour les hypothèses budgétaires du BMPE de décembre<sup>9</sup>.

## Graphique B

Évaluation par la Commission des orientations de politique budgétaire, 2021-2023

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne, base de données AMECO.

Notes : Pour son évaluation de l'orientation budgétaire dans la zone euro, la Commission a utilisé l'approche de la référence des dépenses corrigée, expliquée dans le texte. Une figure négative (positive) indique une orientation expansionniste (de contraction).

**Pour garantir que les politiques budgétaires ne renforcent pas les tensions inflationnistes, tout en préservant la soutenabilité de la dette et en soutenant le caractère propice à la croissance des finances publiques, il importe que les politiques soient ciblées, adaptées et temporaires.** Du point de vue de la politique monétaire, les mesures de soutien énergétique doivent subir un nouvel ajustement en fonction de ces trois conditions : les mesures devraient (a) cibler les personnes les plus vulnérables afin que l'ampleur de l'impulsion budgétaire soit

<sup>8</sup> Cf. la section 2 sur les perspectives budgétaires figurant dans les « [Projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème](#) ».

<sup>9</sup> Les projections pour les variables budgétaires dans le BMPE sont réalisées sous la responsabilité du Groupe de travail sur les finances publiques. Les projections budgétaires sont entièrement conformes aux projections macroéconomiques et prennent en compte les informations les plus récentes, par exemple les dernières publications de données, les lois de finances, les budgets supplémentaires, ainsi que les programmes de stabilité et de convergence. Les projections budgétaires n'englobent que les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements nationaux ou qui ont été définies de manière suffisamment détaillée par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif. Pour de plus amples informations, on peut se référer à la publication « [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#) » de la BCE, juillet 2016.



limitée et bénéficie à ceux qui en ont le plus besoin, (b) *être adaptées*, afin de ne pas affaiblir les incitations visant à réduire la demande énergétique, et (c) *être temporaires*, afin que l'impulsion budgétaire ne soit pas maintenue plus longtemps qu'il n'est strictement nécessaire. Étant donné la désactivation attendue de la clause dérogatoire générale du PSC à partir de 2024, la conclusion d'un accord en temps opportun du cadre de gouvernance économique de l'UE sera essentielle dans la mesure où elle contribuera à orienter les politiques budgétaires à l'avenir<sup>10</sup>. Globalement, une réduction progressive, réaliste et soutenue de la dette publique devrait, si nécessaire, être conjuguée à une amélioration de la qualité des budgets publics et à des investissements publics vigoureux visant à soutenir la croissance potentielle ainsi que la transition verte et la transition numérique.

---

<sup>10</sup> Cf. la « [Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework](#) », Commission européenne, 9 novembre 2022.

# Articles

## 1 Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie – un premier bilan

Benjamin Böninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe et Julian Schumacher

### 1 Introduction

**La BCE a lancé le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en mars 2020 en réponse au choc économique et financier extraordinaire provoqué par la pandémie de coronavirus (COVID-19)** <sup>1</sup>. La pandémie s'est

brutalement déclenchée début 2020 et a constitué une urgence collective de santé publique sans précédent dans l'histoire récente, provoquant une tragédie humaine insupportable dans le monde entier. Elle s'est également traduite par un choc économique massif qui a entraîné d'énormes perturbations de la production, des échanges commerciaux, de l'investissement, de l'emploi et de la consommation. Les retombées économiques ont nécessité une réponse forte et déterminée de la part des pouvoirs publics afin de soutenir les personnes et les entreprises à risque, réponse que les décideurs budgétaires et monétaires du monde entier ont rapidement apportée. Cet article dresse le premier bilan d'une pierre angulaire de la réponse de politique monétaire de la BCE : l'annonce du PEPP le 18 mars 2020, puis la mise en œuvre de ce programme au titre duquel la BCE a effectué des achats nets de titres des secteurs privé et public de la zone euro pour un montant total qui avait atteint 1 700 milliards d'euros environ en mars 2022. Depuis la fin des achats nets en mars 2022, les transactions au titre du PEPP ont été réalisées uniquement pour réinvestir les remboursements des titres détenus dans le portefeuille. Comme annoncé en décembre 2021, le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024.

**Le PEPP a été conçu de manière à jouer un rôle double : il a soutenu le fonctionnement des marchés ainsi que la transmission de la politique monétaire, et a permis un assouplissement substantiel de l'orientation de la politique monétaire afin de contrer les importants risques à la baisse que la pandémie faisait peser sur la stabilité des prix.** La pandémie et les mesures d'endiguement prises dans le monde entier ont entraîné une forte révision à la baisse des perspectives économiques et financières et ont considérablement accru l'incertitude, avec, pour la zone euro, des perspectives d'inflation à moyen terme

---

<sup>1</sup> Cf. Lane (P.R.), « *Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP* », discours prononcé lors de la Chaire Macroéconomie internationale Banque de France – Paris School of Economics, 31 mars 2022 (et les références qui y figurent) ; également Lane (P.R.), « *The monetary policy response in the euro area* », dans English (B.), Forbes (K.) et Ubide (A.) (eds.), « *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* », CEPR Press, Londres, 2021.

encore plus modérées que celles en vigueur lorsque la pandémie est apparue. Les tensions sur le système financier mondial qui en ont résulté ont accru le risque de liquidations massives et de spirales d'illiquidité. Dans ces conditions, le PEPP s'est avéré être un complément essentiel aux achats d'actifs déjà menés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) de la BCE afin de fournir de la liquidité au marché et de limiter le risque de dynamiques auto-réalisatrices. Dans le contexte de perturbations sur les marchés début 2020, l'annonce du PEPP a interrompu le creusement rapide de l'écart entre le rendement des obligations souveraines de la zone euro et les taux sans risque, approximé par l'écart entre les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) et les rendements pondérés du PIB des obligations souveraines de la zone euro (graphique 1). Cela s'est avéré essentiel, car les rendements des obligations souveraines servent de taux de référence pour les conditions de financement dans l'économie de la zone euro au sens large et sont utilisés pour fixer le prix des obligations d'entreprises et des obligations bancaires, ainsi que les taux des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages. Ils jouent ainsi un rôle clé dans la transmission de la politique monétaire<sup>2</sup>. La stabilisation des marchés qui a fait suite à l'annonce du PEPP a garanti la bonne transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE aux entreprises et aux ménages, et a ainsi contribué à contrer le choc lié à la pandémie sur les perspectives d'inflation, parallèlement au soutien substantiel apporté par les mesures budgétaires au niveau de l'UE<sup>3</sup>. Un nouvel assouplissement monétaire – sous la forme de conditions de financement plus favorables pour les entreprises et les ménages – a été nécessaire pour soutenir la reprise économique et préserver la stabilité des prix. Grâce aux augmentations de son enveloppe globale suite à l'annonce initiale, le PEPP a également contribué de façon déterminante à un nouvel assouplissement de l'orientation même de la politique monétaire de la BCE, en réduisant le volume de titres des secteurs public et privé sur le marché et en diminuant ainsi encore davantage leurs rendements. Dans l'ensemble, le PEPP a rempli deux fonctions essentielles et qui se sont mutuellement renforcées pour contrer un choc sans précédent : la stabilisation des marchés et l'assouplissement de l'orientation de la politique monétaire, qui devaient toutes deux contribuer significativement à la stabilité des prix.

---

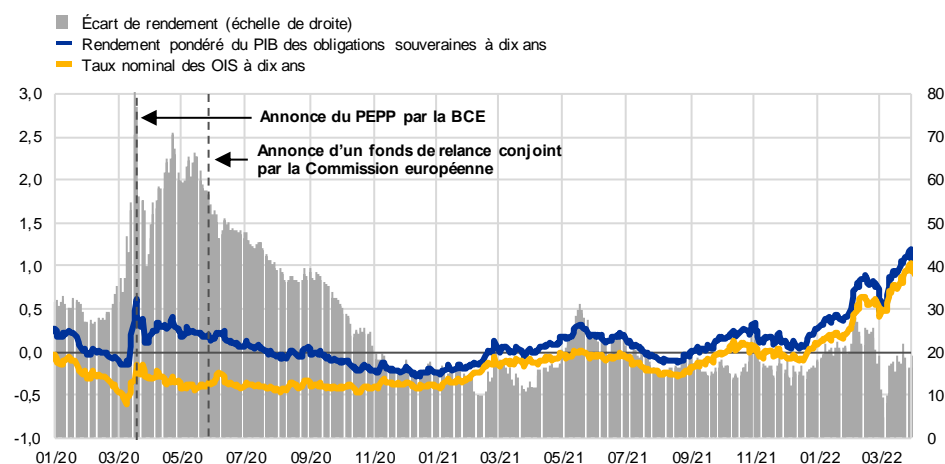
<sup>2</sup> Cf., par exemple, Lane (P.R.), « *The compass of monetary policy: favourable financing conditions* », discours à la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 février 2021.

<sup>3</sup> La *forward guidance* dépendante de la situation économique, fournie par le Conseil des gouverneurs de la BCE et déjà en vigueur avant l'apparition de la COVID-19, a garanti que la courbe des rendements sans risque puisse s'ajuster au choc économique défavorable lié à la pandémie. En réponse à la pandémie et avant l'annonce du PEPP, le Conseil des gouverneurs avait décidé d'adopter un vaste ensemble de mesures de politique monétaire, comprenant des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (LTRO) sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, l'assouplissement des conditions de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), des opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO) ainsi qu'une augmentation temporaire du programme d'achats d'actifs (APP), qui soutenait déjà la convergence des perspectives d'inflation pré-pandémiques vers des niveaux proches de la cible d'inflation de la BCE.

## Graphique 1

### Rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans et taux nominal des OIS à dix ans dans la zone euro : niveaux et écart de rendement

(en pourcentages annuels, en points de base)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2022.

### Cet article dresse un premier bilan de l'expérience de la BCE, et de l'Eurosystème dans son ensemble, relative au PEPP, en mettant l'accent sur les objectifs, la mise en œuvre et l'efficacité du programme.

En raison du caractère exceptionnel et incertain des circonstances créées par la pandémie ainsi que de leur évolution rapide, le PEPP devait présenter un niveau de flexibilité élevé par rapport à l'APP. C'est ce que reflètent sa conception et sa mise en œuvre, en particulier en ce qui concerne la flexibilité intégrée au programme. Ces aspects sont examinés dans les sections 3 et 4. Par conséquent, et comme le montrent les données empiriques dans la section 5, le PEPP est devenu un élément indispensable de la réponse de politique monétaire apportée par la BCE face à la pandémie.

## 2 Les objectifs du PEPP en matière de politique monétaire

### Le PEPP a été conçu avec deux objectifs de politique monétaire : soutenir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire en stabilisant les marchés financiers et assouplir l'orientation de la politique monétaire afin de compenser l'impact direct de la pandémie sur la stabilité des prix.

En raison de l'incertitude exceptionnelle provoquée par l'accélération de la pandémie, les marchés financiers ont subi d'importantes perturbations début mars 2020. Les tensions sur les marchés ont fortement entravé la transmission des mesures de politique monétaire de la BCE visant à atténuer les difficultés causées par la pandémie. Cela a fait peser des risques à la baisse significatifs sur la stabilité des prix. Le premier objectif du PEPP était de préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire contre une fragmentation injustifiée des marchés financiers. Avec le temps, il est apparu clairement que la pandémie a frappé l'économie de la zone euro via une combinaison de chocs d'offre et de

demande <sup>4</sup>. Même si la pandémie a constitué un choc exogène qui a frappé l'ensemble de la zone euro et le monde entier, son impact a varié d'un pays à l'autre en fonction de sa situation initiale et de son exposition aux secteurs économiques qui ont été plus affectés. Malgré les évolutions au fil du temps des effets économiques de la pandémie et les variations entre pays, l'impact premier de la pandémie sur les perspectives d'inflation et de croissance de la zone euro a clairement appelé un assouplissement de l'orientation de la politique monétaire. Les premières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème (publiées en [juin 2020](#)) qui ont été capables de prendre pleinement en compte les répercussions initiales de la pandémie comprenaient une révision à la baisse significative de l'inflation projetée, de 1,6 % à 1,3 % à la fin de l'horizon de projection pertinent à l'époque (2019-2022), soit considérablement au-dessous de la cible du Conseil des gouverneurs. Les projections de croissance du PIB en volume ont été fortement révisées à la baisse en 2020, mais à la hausse pour le reste de l'horizon, en particulier pour 2021, ce qui a abouti à des prévisions pour le PIB en volume inférieures de 4 % environ à la fin de l'horizon de projection par rapport aux projections établies en mars 2020. Dans le même temps, les taux directeurs étaient déjà à des niveaux très bas. Fournir un soutien monétaire en abaissant les taux d'intérêt à long terme pour contribuer à contrer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire d'inflation dans l'ensemble de la zone euro a ainsi constitué le second objectif du PEPP, axé sur l'orientation de la politique monétaire (cf. section 5).

**L'incertitude créée par la pandémie a nécessité de faire preuve d'un degré élevé de flexibilité dans la conception et la mise en œuvre du PEPP.** Ajuster le rythme et la composition des achats effectués dans le cadre du PEPP pour qu'ils puissent rapidement et efficacement lever les obstacles au mécanisme de transmission dans des compartiments de marché spécifiques a nécessité de pouvoir répartir de manière flexible les volumes d'achats dans le temps, entre les classes d'actifs et entre les juridictions. Un plus important degré de flexibilité constitue l'une des particularités fondamentales du PEPP par rapport à l'APP, outre l'objectif visant à compenser l'impact de la pandémie sur les perspectives d'inflation. L'APP, en revanche, a été conçu pour favoriser une convergence durable des taux d'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs pendant une période prolongée de faible inflation, plutôt que pour répondre à une crise aiguë et évoluant rapidement.

**À mesure que l'impact de la pandémie sur l'économie a évolué, l'objectif premier du PEPP est passé au fil du temps de la stabilisation des marchés à la lutte contre les répercussions défavorables de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation.** Au premier semestre 2020, l'incertitude relative aux répercussions économiques de la pandémie a entraîné de fortes tensions sur les marchés financiers mondiaux. En conséquence, la mise en œuvre du PEPP au cours de cette période s'est caractérisée par des volumes élevés d'achats visant principalement à stabiliser les marchés en vue de rétablir la transmission de la politique monétaire. L'accent initialement mis sur l'objectif de transmission s'est

---

<sup>4</sup> Cf. les articles intitulés « L'impact de la COVID-19 sur la production potentielle dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020, et « Le rôle des facteurs de demande et des facteurs d'offre dans la dynamique de l'IPCH durant la pandémie de COVID-19 – une perspective désagrégée », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021.

reflété dans les fluctuations de la distribution des achats dans le temps, entre les classes d'actifs et entre les juridictions, en particulier au cours du deuxième trimestre 2020. À mesure que la pandémie a évolué et que l'économie s'est ajustée, l'incertitude s'est atténuée, permettant ainsi au PEPP de fonctionner davantage comme un programme d'achats axé sur l'orientation de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'accroître le volume agrégé des achats, ou enveloppe, du programme en juin et en décembre 2020 en réponse aux révisions à la baisse des perspectives d'inflation liées à la pandémie<sup>5</sup>. En permettant la révision à la hausse ou à la baisse du stock global d'achats attendu en fonction de l'évolution des conditions de financement et du déficit d'inflation projeté, le dernier recalibrage effectué en décembre 2020 a intégré l'accent mis par le Conseil des gouverneurs sur la flexibilité dans les deux sens. En fin de compte, l'enveloppe finale n'a pas été utilisée dans sa globalité, des conditions de financement favorables ayant pu être maintenues avec des flux d'achats moins importants. Par rapport aux premières phases du PEPP et de la pandémie, l'absence d'incertitudes majeures sur les marchés financiers a favorisé une trajectoire plus stable des volumes d'achats nets mensuels au sein de l'enveloppe globale, ainsi qu'une convergence des achats de titres du secteur public vers la clé de répartition du capital de l'Eurosystème (cf. la section 4 ci-dessous pour plus de détails sur l'évolution de la taille globale du programme, son utilisation et les écarts par rapport à la clé de répartition du capital). Au cours de cette dernière période, les taux sans risque ont enregistré, début 2021, des hausses en grande partie considérées comme des répercussions de la hausse des rendements aux États-Unis. Cela a renforcé la nécessité d'aller à contre-courant des hausses de rendements dans la zone euro afin d'éviter un durcissement prématuré des conditions de financement, qui aurait représenté un risque pour l'inflation à moyen terme. Plus tard en 2021, à mesure que les projections d'inflation se sont rapprochées des projections établies avant la pandémie, et *in fine* qu'elles les ont dépassées, les volumes d'achats ont été réduits en conséquence.

### 3 Le cadre de mise en œuvre du PEPP

**Toutes les catégories d'actifs éligibles à l'APP étaient également éligibles au PEPP, mais le cadre de mise en œuvre du PEPP a complété l'APP de plusieurs manières en vue d'apporter une réponse plus adaptée au choc lié à la pandémie.** Le tableau 1 fournit un résumé des différences de paramètres entre l'APP et le PEPP. Afin de garantir l'efficacité du PEPP, le regroupement des avoirs en vertu de l'article 5 de la décision (UE) 2015/774 ne s'applique pas aux avoirs détenus au titre du PEPP<sup>6</sup>. Il convient de mentionner trois autres distinctions importantes. Premièrement, même si généralement seules les obligations émises par des émetteurs bien notés (*investment-grade*) étaient éligibles à l'achat, une dérogation aux critères d'éligibilité a été accordée pour les titres émis par la

<sup>5</sup> Cf. Rostagno (M.) *et al.*, « *Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies* », *Working Paper Series*, n° 2564, BCE, Francfort, juin 2021.

<sup>6</sup> [Décision \(UE\) 2015/774](#) de la Banque centrale européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/2015/10) (JO L 121 du 14 mai 2015, p. 20).

République hellénique (dont la note était inférieure à BBB–), sur la base d'un certain nombre de considérations de politique monétaire et de risque, afin de garantir la transmission harmonieuse de la politique monétaire à tous les pays de la zone euro. Deuxièmement, l'éligibilité des titres du secteur privé a été élargie pour inclure les titres de créance négociables (TCN, ou *commercial paper*) du secteur non financier assortis d'une échéance résiduelle d'au moins 28 jours. Enfin, la fourchette d'échéance résiduelle éligible pour l'achat de titres du secteur public dans le cadre du PEPP a été élargie pour inclure les obligations à plus court terme et les bons du Trésor.

**Tableau 1**  
APP et PEPP : paramètres principaux

	APP	PEPP
<b>Univers des titres éligibles</b>	Secteur public : obligations d'État éligibles aux opérations de politique monétaire, agences et institutions supranationales de l'UE  Secteur privé : TCN du secteur non financier et obligations d'entreprises, obligations sécurisées et titres adossés à des actifs	Secteur public : les paramètres de l'APP s'appliquent, auxquels s'ajoutent les bons du Trésor et les titres émis par l'État grec  Secteur privé : les paramètres de l'APP s'appliquent
<b>Notation minimale</b>	Échelon 3 de qualité de crédit (BBB– ou supérieur)*	Idem, à l'exception d'une dérogation pour les obligations d'État grecques
<b>Échéance</b>	Secteur public : 1 – 30 ans et 364 jours  Secteur privé : TCN du secteur non financier assortis d'une échéance résiduelle d'au moins 28 jours**, 6 mois – 30 ans pour les obligations. Pas de limite pour les obligations sécurisées et les titres adossés à des actifs	Secteur public : 70 jours – 30 ans et 364 jours  Secteur privé : les paramètres de l'APP s'appliquent
<b>Limite de détention par émission</b>	Secteur public : 25 % / 33 %***/* obligations souveraines ; 50% obligations supranationales  Secteur privé : 70 % (des limites de détention par émission plus faibles s'appliquent dans des cas spécifiques).*****	Achats effectués dans le cadre du PEPP dans la mesure jugée nécessaire et proportionnée pour contrer les menaces que font peser les conditions économiques et de marché extraordinaires sur la capacité de l'Eurosystème à remplir son mandat. Afin de garantir l'efficacité de cette décision exceptionnelle, le regroupement des avoirs en vertu de l'article 5 de la décision (UE) 2015/774 ne s'applique pas aux avoirs détenus au titre du PEPP.
<b>Limite de détention par émetteur</b>	Secteur public : 33 %*** / 50 %****  Secteur privé : obligations d'entreprises : oui ; obligations sécurisées : oui ; titres adossés à des actifs : non	

\* Les échelons de qualité de crédit harmonisent les échelles de notation et les notes individuelles des différents systèmes d'évaluation du crédit sur une échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème. \*\* Échéance des TCN réduite pour l'APP en mars 2020. \*\*\* Avoirs combinés détenus par l'Eurosystème au titre des portefeuilles de politique monétaire et d'investissement. \*\*\*\* Soumis à une vérification au cas par cas que cela ne placerait pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage. \*\*\*\*\* Des conditions particulières peuvent s'appliquer aux TCN des sociétés non financières (SNF).

**Premièrement, l'inclusion de titres émis par la République hellénique a constitué un élément important favorisant la transmission sans heurt de la politique monétaire à tous les pays de la zone euro** <sup>7</sup>. Sur la base de plusieurs considérations, le Conseil des gouverneurs a estimé que l'éligibilité au PEPP des titres de créance émis par la Grèce était justifiée. Parmi ces considérations : a) la nécessité d'alléger les tensions résultant de la pandémie, qui ont durement touché les marchés financiers grecs, b) le suivi de l'économie grecque dans le contexte d'une surveillance renforcée, y compris des engagements correspondants pris par la

<sup>7</sup> Cf. Schnabel (l.), « *Interview with To Vima* », 4 avril 2020.

Grèce, et c) le fait que la Grèce avait retrouvé l'accès aux marchés <sup>8</sup>. La dérogation d'éligibilité a amélioré l'efficacité de l'objectif de transmission du PEPP, contribuant à atténuer les risques de fragmentation entre tous les pays de la zone euro.

**Deuxièmement, face aux tensions considérables sur le marché des TCN de la zone euro, les achats au titre du PEPP ont été initiés pour rétablir le fonctionnement des marchés et maintenir la transmission de la politique monétaire.** Le marché des TCN a été soumis à de fortes tensions en mars 2020.

La demande des investisseurs s'est évaporée à un moment où le besoin de financement à court terme des entreprises était amplifié par l'environnement extrêmement incertain. De nombreux investisseurs devaient procéder à d'importants remboursements et avaient donc des besoins urgents de liquidité. En conséquence, ils étaient réticents à renouveler leurs avoirs en TCN arrivant à échéance ; certains en ont même vendu sur le marché secondaire, ce qui est rare en temps normal. L'effondrement de la demande des investisseurs à un moment où les émetteurs avaient besoin de liquidités à court terme supplémentaires a bloqué la transmission de l'orientation de la politique monétaire à l'économie réelle. C'est ce contexte qui a entraîné un élargissement des règles d'éligibilité afin que des achats pertinents de TCN puissent être réalisés dans le cadre du PEPP. Le graphique 2 présente la situation en mars 2020 : le marché avait cessé de fonctionner, les émissions s'étant interrompues. Lorsqu'elles ont repris, les taux auxquels même les titres à court terme étaient émis ont fortement augmenté. Les achats au titre du PEPP ont facilité le retour à des conditions de marché plus stables et ont contribué à ce que d'autres investisseurs reviennent. Les taux ont progressivement diminué et sont revenus à des niveaux conformes à l'orientation de la politique monétaire, favorisant sa transmission aux conditions de financement de l'économie réelle.

---

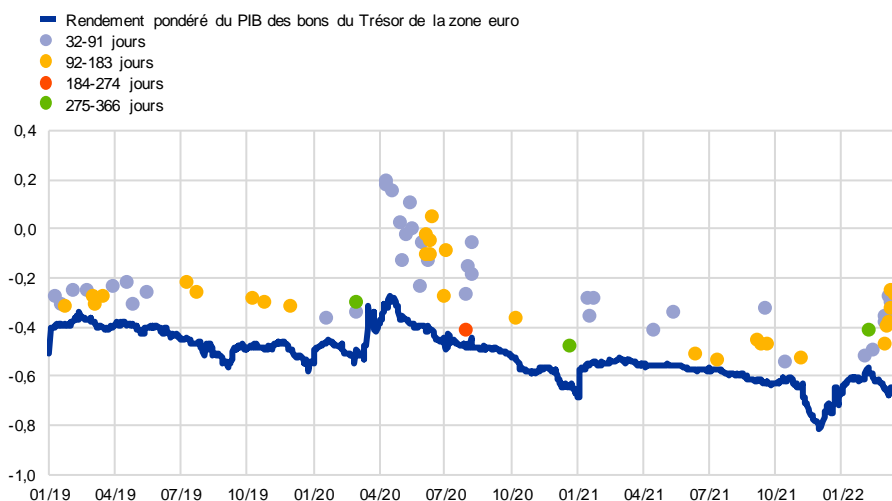
<sup>8</sup> Cf. le considérant 7 de la [décision \(UE\) 2020/440](#) de la Banque centrale européenne du 24 mars 2020 relative à un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (BCE/2020/17) (JO L 91 du 25.03.2020, p. 1).



## Graphique 2

Taux d'intérêt des titres européens à court terme (*Short-Term European Paper, STEP*) et rendement pondéré du PIB des bons du Trésor de la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et BCE.

Notes : Le rendement pondéré du PIB des bons du Trésor de la zone euro comprend les rendements sur le marché secondaire d'un ensemble glissant d'encours de bons du Trésor assortis d'une échéance allant jusqu'à 12 mois. Les dernières observations se rapportent au 31 mars 2022.

**Troisièmement, l'abaissement de l'échéance éligible pour les titres du secteur public achetés dans le cadre du PEPP a évité des perturbations sur les compartiments à plus court terme de la courbe des rendements, qui auraient pu entraver la transmission de la politique monétaire.** L'apparition de la

pandémie a suscité des craintes que l'émergence de contraintes sur la liquidité de marché ait de graves répercussions sur les conditions financières. Comme souvent dans les périodes de fortes tensions sur les marchés, les investisseurs ont réduit leur horizon d'investissement, car ils étaient confrontés à un risque accru de retrait des dépôts par leurs clients. La réduction de l'échéance minimale éligible a contribué à atténuer cette « course au cash » en permettant à l'Eurosystème d'effectuer des achats sur un segment plus large de la courbe des rendements que ne l'aurait permis l'APP. Dans le même temps, les bureaux de gestion de la dette ont significativement augmenté leurs émissions de bons du Trésor afin de répondre aux besoins urgents de financement et de préserver la flexibilité dans ce contexte incertain. Le graphique 2 illustre la hausse considérable des rendements des bons du Trésor sur le marché secondaire pendant la phase initiale de la pandémie. Les achats au titre du PEPP ont été ajustés avec flexibilité, garantissant une approche qui est restée cohérente avec les volumes relatifs de l'activité de négociation entre obligations et bons du Trésor observée sur le marché secondaire.

## 4 La mise en œuvre pratique

**L’enveloppe initiale annoncée le 18 mars 2020 pour les achats nets réalisés dans le cadre du PEPP s’élevait à 750 milliards d’euros**<sup>9</sup>. Le Conseil des gouverneurs a ensuite décidé d’accroître cette enveloppe de 600 milliards d’euros le 4 juin 2020<sup>10</sup> et de 500 milliards le 10 décembre 2020<sup>11</sup> en réponse à l’impact baissier de la pandémie sur les perspectives d’inflation de la zone euro (cf. section 2), portant l’enveloppe du programme à un total de 1 850 milliards d’euros. Pendant la phase d’achats nets au titre du PEPP, les achats nets cumulés se sont élevés à 1 718 milliards d’euros, soit une utilisation de 93 % de l’enveloppe totale (graphique 3). Ces achats ont été réalisés sans heurt et de manière flexible en s’efforçant d’adopter une approche conforme au marché (*market-consistent*)<sup>12</sup>, atténuant les effets secondaires indésirables sur le fonctionnement des marchés. Le rythme des achats a été régulièrement calibré, en tenant compte des évolutions sur les marchés et de l’impact du PEPP, tout en faisant plein usage de la flexibilité mentionnée<sup>13</sup>. En utilisant un large éventail d’indicateurs économiques, complétés par le jugement d’experts, les décisions concernant le rythme global et la répartition entre les juridictions et entre les classes d’actifs ont été prises en vue d’assurer la bonne transmission de la politique monétaire dans tous les pays, tout en veillant à éviter un durcissement des conditions de financement, qui aurait été incompatible avec la lutte contre l’impact à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l’inflation.

---

<sup>9</sup> Cf. « [La BCE annonce un programme d’achats d’urgence face à la pandémie de 750 milliards d’euros](#) », communiqué de presse, BCE, 18 mars 2020.

<sup>10</sup> Cf. « [Décisions de politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 4 juin 2020.

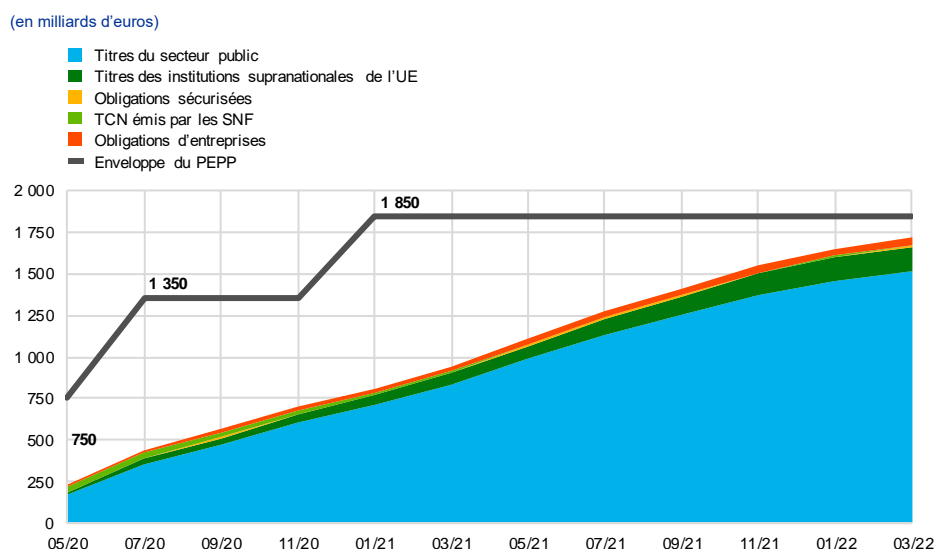
<sup>11</sup> Cf. « [Décisions de politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 10 décembre 2020.

<sup>12</sup> Le comportement en matière d’achat s’est ajusté avec flexibilité pour garantir une mise en œuvre harmonieuse en fonction des conditions de marché.

<sup>13</sup> Cf. Schnabel (l.), « [Asset purchases: from crisis to recovery](#) », discours prononcé lors de la Conférence annuelle organisée par la Latvijas Banka sur le thème « *Sustainable Economy in Times of Change* », 20 septembre 2021.

### Graphique 3

#### Achats nets cumulés et taille de l'enveloppe du programme PEPP



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 31 mars 2022.

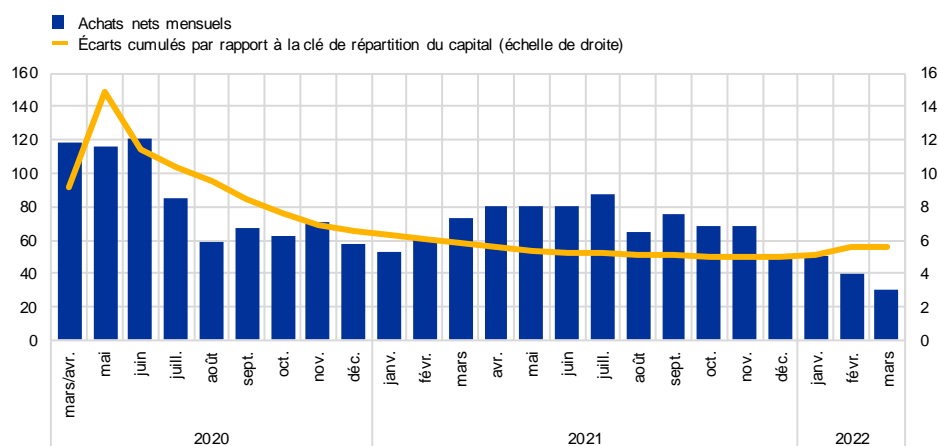
#### Les achats de titres du secteur public ont représenté 97 % des volumes globaux du PEPP, et l'allocation de référence entre les différentes juridictions a été la clé de répartition des banques centrales nationales au capital de l'Eurosystème.

La flexibilité entre les différentes juridictions a constitué un élément clé du PEPP. Cela a permis des écarts par rapport à la clé de répartition du capital de l'Eurosystème dans la ventilation des achats de titres du secteur public, en particulier au plus fort des perturbations sur les marchés pendant la phase initiale de la pandémie, lorsque ces écarts étaient importants. Par conséquent, le volume des achats nets mensuels a atteint un pic entre mars et juin 2020, tout comme les écarts cumulés par rapport à la clé de répartition du capital de la BCE (graphique 4). La capacité à répondre aux risques pour la transmission a été la plus manifeste pendant cette période, les achats de titres du secteur public ayant été augmentés dans les juridictions les plus durement touchées par les risques de fragmentation liés à la pandémie. Les écarts par rapport à la clé de répartition du capital se sont ensuite réduits pendant le reste de la phase d'achats nets à mesure que les marchés financiers se sont stabilisés. Du fait de sa double nature, le PEPP, dont l'objectif au départ était avant tout de faciliter la transmission de la politique monétaire, a davantage servi par la suite à des fins d'orientation de la politique monétaire pour la zone euro dans son ensemble (cf. section 2). Pendant l'essentiel de la durée de vie du PEPP, les achats ont été réalisés en fonction de la clé de répartition du capital. Cependant, même si le besoin de s'écarter de la référence était moindre pendant les dernières phases de la crise, il était important que cette possibilité continue d'exister, l'option inhérente au programme de réaliser des achats avec flexibilité empêchant une résurgence des risques de fragmentation liés à la pandémie.

## Graphique 4

### Achats nets mensuels et écarts cumulés par rapport à la clé de répartition du capital dans le cadre du PEPP

(en milliards d'euros, en pourcentages)



Source : BCE.

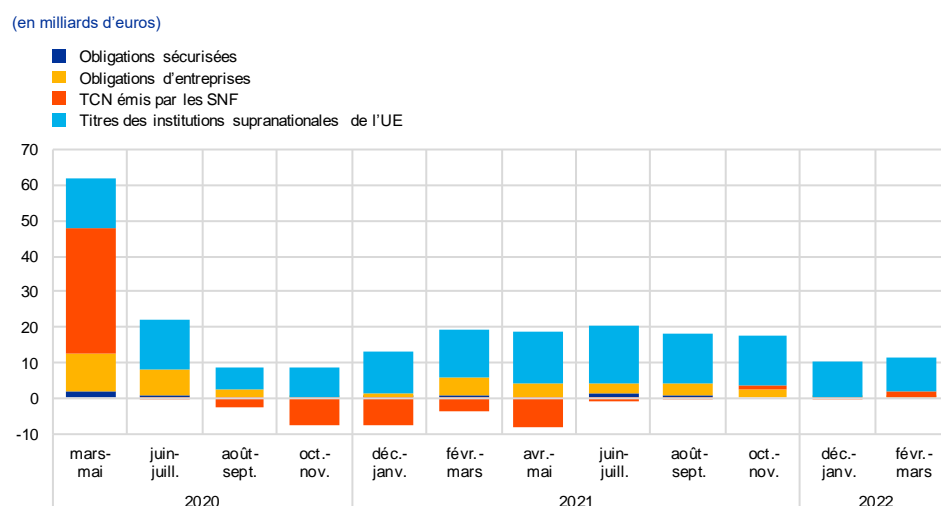
Notes : Les « écarts cumulés par rapport à la clé de répartition du capital » correspondent à la somme des écarts par rapport à la clé de répartition du capital utilisée comme référence pour déterminer le stock d'achats de titres du secteur public pour les différents pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent au 31 mars 2022.

### En plus d'éviter la fragmentation, la flexibilité a été nécessaire pour empêcher d'importantes variations des cours pour certaines catégories d'actifs ; c'est ce qui ressort le plus clairement de l'évolution des volumes d'achats d'obligations supranationales.

Pendant la phase d'achats nets, les obligations supranationales ont représenté jusqu'à 10 % des achats de titres du secteur public. Le graphique 5 montre comment les volumes d'achats ont été calibrés de manière flexible pour répondre aux évolutions sur le marché des titres supranationaux. Au cours des premiers mois de mise en œuvre du PEPP, la liquidité de l'encours des obligations supranationales a permis des volumes d'achats suffisants. Cependant, alors que les achats augmentaient et que les nouvelles émissions restaient faibles, réaliser 10 % d'achats dans de telles conditions de liquidité aurait pu provoquer des tensions indésirables et risquait d'entraîner des distorsions sur ce compartiment de marché. Les volumes d'achats ont donc été réduits pour éviter que cela se produise. L'annonce que la Commission européenne – pour le compte de l'UE – allait lever un montant significatif de fonds sur les marchés de capitaux pour soutenir la reprise en Europe a entraîné un changement fondamental sur le marché des titres supranationaux de la zone euro. Cela a entraîné une augmentation significative des émissions de l'UE à partir de fin 2020. Bien que de nature temporaire, la taille significative des émissions, équivalente à environ 7 % du PIB de la zone euro en 2020, a marqué un tournant dans la zone euro, car la politique budgétaire venait en complément de la relance monétaire. Les initiatives SURE (soutien à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence) et NGEU (*Next Generation EU*) (100 milliards et 800 milliards d'euros, respectivement) ont constitué la plus grande émission de dette supranationale jamais annoncée dans l'UE, ce qui, conjugué à une augmentation marginale des émissions d'autres entités supranationales de la

zone euro, a provoqué une liquidité accrue sur le marché <sup>14</sup>. Le graphique 5 montre comment l'augmentation des achats nets d'obligations supranationales a été calibrée pour tenir compte de l'amélioration des conditions de liquidité à partir de fin 2020.

**Graphique 5**  
Achats nets de différents types d'actifs dans le cadre du PEPP



Source : BCE.

**Dans le compartiment du secteur privé aussi, la flexibilité dans la réalisation des achats a constitué une part intégrante du PEPP, la proportion relative des sous-programmes du PEPP variant significativement au fil du temps à mesure de l'évolution des conditions sur les marchés de titres du secteur privé.**

Les achats ont concerné les obligations d'entreprises et les obligations sécurisées, ainsi que les TCN du secteur non financier, comme mentionné précédemment <sup>15</sup>. Pour ces trois types d'actifs, les volumes d'achats ont été guidés par la dynamique des émissions sur le marché primaire et par les conditions sur le marché secondaire, qui ont parfois fortement varié. De manière générale, les achats de titres du secteur privé ont été plus importants au cours des premiers mois du programme, la forte préférence des émetteurs pour l'augmentation de leurs avoirs liquides ayant entraîné un niveau élevé d'émissions d'obligations d'entreprises et de TCN. Cette augmentation contraste nettement avec les répercussions qu'ont pu avoir d'autres épisodes d'incertitude macroéconomique, comme la crise financière mondiale, lorsque la volatilité accrue a eu tendance à entraver l'accès au marché et à réduire les émissions. Avec l'amélioration des conditions de marché et la stabilisation des niveaux d'émissions, la part des achats de titres du secteur privé a diminué.

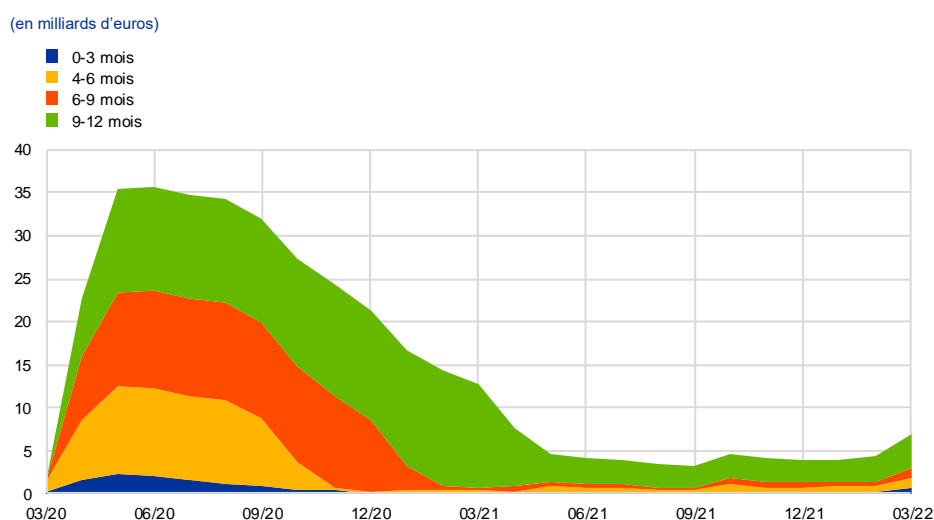
<sup>14</sup> Cf. Bletzinger (T.), Greif (W.) et Schwaab (B.), « *Can EU bonds serve as euro denominated safe assets* », *Working Paper Series*, n° 2712, BCE, Francfort, août 2022.

<sup>15</sup> Même si les achats de titres adossés à des actifs étaient éligibles au PEPP, en pratique, compte tenu de la situation sur le marché des titres adossés à des actifs dans la zone euro, les achats réalisés dans le cadre de l'ABSPP, qui fait partie de l'APP, ont été jugés suffisants. Par conséquent, seuls des achats d'obligations sécurisées, d'obligations d'entreprises et de TCN ont été réalisés au titre de la composante secteur privé du PEPP.

### Au fil du temps, le recours le plus marqué à la flexibilité dans les volumes d'achats nets de titres du secteur privé a été observé pour les achats de TCN.

Un volume significativement plus important de TCN a été acheté au début du programme, lorsque ce compartiment était soumis à des tensions extrêmes (cf. section 3). Étant donné la réticence des investisseurs à s'engager sur des échéances plus longues pendant la phase la plus aiguë de la crise, la capacité du PEPP à acheter des titres assortis de telles échéances a soutenu les émetteurs. C'est ce que montre le graphique 6, qui présente les achats de TCN par échéance. Lorsque la demande en provenance de la base d'investisseurs réguliers a repris, les émetteurs ont moins eu besoin de recourir au PEPP. Cela reflète le passage d'un objectif de transmission à un objectif d'orientation de la politique monétaire (cf. section 2), les achats de TCN ayant diminué lors de la dernière phase du programme. Les avoirs en TCN ont ensuite nettement diminué, l'essentiel des détentions n'étant pas renouvelées.

**Graphique 6**  
Avoirs en TCN émis par les SNF, par échéance initiale



Source : BCE.

### Les profils d'émission publique des émetteurs d'obligations sécurisées et d'obligations d'entreprises pendant la phase d'achats nets au titre du PEPP ont été fortement contrastés, comme le reflètent leurs volumes d'achats respectifs.

Le graphique 7 montre que pendant la phase la plus aiguë de la crise, les émissions d'obligations d'entreprises ont enregistré un pic, les entreprises s'empressant d'accroître leur accès à la liquidité en raison de l'incertitude accrue et de l'effondrement des rentrées de trésorerie. En revanche, les émissions d'obligations sécurisées sur le marché depuis le deuxième trimestre 2020 jusqu'à la fin de 2021 ont été très modérées par rapport aux niveaux standard récents. La différence la plus évidente pour les émetteurs d'obligations sécurisées vient du fait que les banques disposaient d'autres sources de financement auxquelles les entreprises n'avaient pas accès. Premièrement, les TLTRO III offraient simultanément aux banques des financements à des taux qui, dans la plupart des cas, étaient inférieurs à ceux des émissions sur le marché public. Deuxièmement,

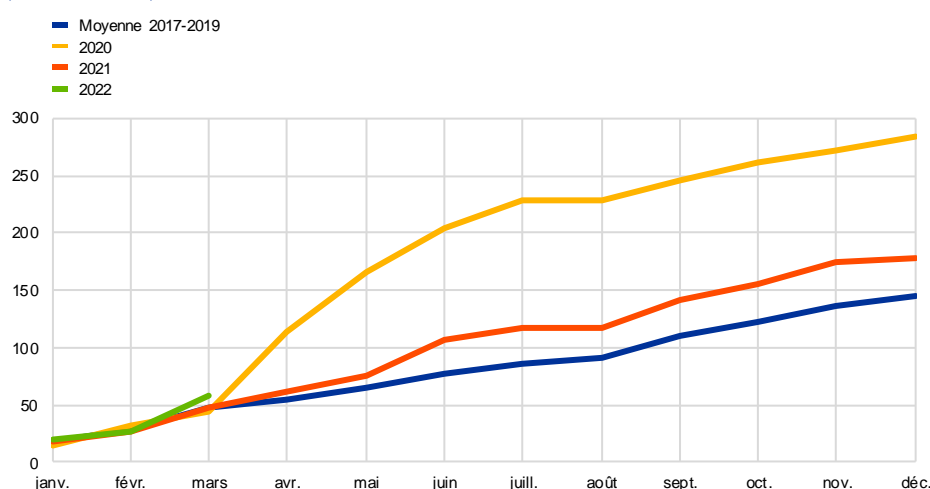
les dépôts dans les banques de la zone euro ont fortement augmenté, car le public a réagi à l'incertitude de la pandémie en épargnant davantage. Cela a donné lieu à des achats relativement limités d'obligations sécurisées au titre du PEPP, les achats réalisés au titre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) de la BCE se poursuivant à des niveaux normaux pour favoriser la transmission de l'orientation de la politique monétaire via le canal du crédit bancaire.

### Graphique 7

Émissions éligibles cumulées a) d'obligations d'entreprises et b) d'obligations sécurisées

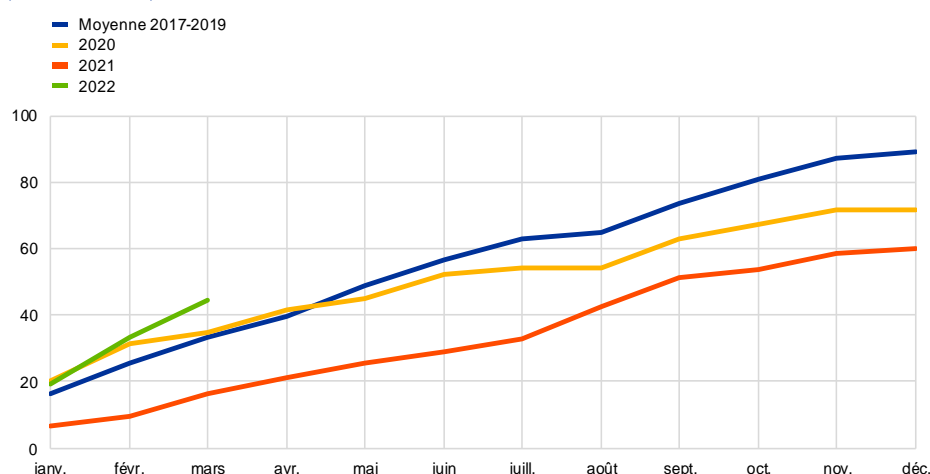
#### a) Émissions d'obligations d'entreprises, par an

(en milliards d'euros)



#### b) Émissions d'obligations sécurisées, par an

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

**L'Eurosystème a acheté des titres de manière à préserver les conditions de la liquidité de marché.** Les titres ont été achetés auprès d'un large éventail de contreparties. En outre, des efforts importants ont été faits pour éviter l'achat de titres pour lesquels il existait une pénurie, lorsque ceux-ci n'étaient pas

disponibles <sup>16</sup>. À la fin de la phase d'achats nets, les achats nets cumulés du secteur public et du secteur privé se sont élevés à 1 665,7 milliards d'euros et à 52,4 milliards, respectivement. Les achats et les avoirs détenus au titre du PEPP sont publiés tous les deux mois sur le site Internet de la BCE <sup>17</sup>. Les achats nets du secteur privé exprimés en pourcentage des achats nets globaux au titre du PEPP ont été inférieurs à ceux réalisés dans le cadre de l'APP. Plusieurs raisons expliquent cela. Premièrement, à l'exception des TCN et des obligations d'entreprises, les émissions du secteur privé ont été modérées par ailleurs. Deuxièmement, de nombreux achats du secteur privé ont été effectués en TCN, qui sont par nature de maturité courte et, comme décrit précédemment, étaient majoritairement arrivés à échéance et n'ont pas été renouvelés à la fin de la période d'achats nets. Enfin, les remboursements de titres du secteur privé dans le cadre de l'APP, notamment de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées, ont été relativement élevés tout au long de la période et ont absorbé une grande partie des achats bruts effectués, tandis que les nouvelles émissions ont été relativement faibles. L'Eurosystème a exécuté environ 82 400 transactions dans le cadre du PEPP au cours de cette période (tableau 2). À la fin de la phase d'achats nets, la maturité moyenne pondérée des avoirs détenus au titre du PEPP était de 7,57 ans, ce qui correspond globalement à l'univers des titres éligibles (7,51 ans).

**Tableau 2**

Mise en œuvre du PEPP durant la phase d'achats nets d'actifs

Catégorie d'actifs	Nombre de transactions exécutées	Montant moyen des transactions (millions d'euros)
<b>Titres adossés à des actifs</b>	0	0
<b>Obligations sécurisées</b>		
- marché primaire	17	76
- marché secondaire	1 232	4
<b>Obligations d'entreprise</b>		
- marché primaire	140	109
- marché secondaire	4 812	5
<b>TCN des SNF</b>		
- marché primaire	376	112
- marché secondaire	101	71
<b>Titres d'État</b>		
- marché secondaire	69 372	25
<b>Titres supranationaux</b>		
- marché secondaire	6 404	23

Source : BCE.

**Durant la phase actuelle de réinvestissement au titre du PEPP, la flexibilité a continué de faire partie intégrante du programme afin de se prémunir contre les risques liés à la pandémie pesant sur la transmission harmonieuse de la politique monétaire <sup>18</sup>.** Le Conseil des gouverneurs a décidé en juin 2022 qu'il ferait

<sup>16</sup> Ces efforts ont inclus l'utilisation d'indicateurs de la valeur relative et de la liquidité, ainsi qu'une évaluation de la disponibilité des obligations sur le marché au comptant et sur le marché *repo*.

<sup>17</sup> Cf. « [Programme d'achats d'urgence face à la pandémie \(PEPP\)](#) » sur le site Internet de la BCE.

<sup>18</sup> Cf. [Décisions de politique monétaire](#), *communiqué de presse*, BCE, 16 décembre 2021.



preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance dans le cadre du PEPP (cf. encadré 1). Cette décision a été confirmée en juillet et septembre 2022, afin de contrer les risques liés à la pandémie pesant sur le mécanisme de transmission.

## Encadré 1

### Flexibilité des réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie

---

Eduard Betz

L'horizon de réinvestissement du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) s'est déplacé au fil du temps, en ligne avec les conditions de la pandémie et le double objectif de politique monétaire du programme. En juin 2020, le Conseil des gouverneurs a initialement communiqué qu'il entendait réinvestir les titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022 ; ces réinvestissements ont été prolongés en décembre 2020 jusqu'à la fin de 2023 et en décembre 2021 jusqu'à la fin de 2024. Dans toutes ses communications relatives à la politique de réinvestissement, le Conseil des gouverneurs a souligné que la future sortie du portefeuille PEPP serait gérée de façon à éviter toute interférence avec l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Suite à la pandémie, l'économie de la zone euro a gardé des vulnérabilités durables qui impliquent des risques pour la transmission uniforme de la politique monétaire à toutes les juridictions. En décembre 2021, le Conseil des gouverneurs a donc décidé que, conformément aux caractéristiques initiales du PEPP, en cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements pourraient à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre les différentes catégories d'actifs et entre les juridictions. Il tirait par là même les enseignements de la pandémie : en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des achats d'actifs contribue à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et renforce l'efficacité des efforts consentis pour atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a indiqué que dans le cadre de son mandat, en période de tensions, la flexibilité demeurerait un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettent la réalisation de la stabilité des prix.

Mi-2022, la zone euro avait subi une combinaison complexe de chocs qui ont contribué à une transmission inégale de la politique monétaire dans les différentes juridictions. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le cadre du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie pesant sur le mécanisme de transmission<sup>19</sup>. Cette flexibilité inclut les réinvestissements des remboursements, jugés appropriés, sur les marchés obligataires des juridictions de la zone euro où une transmission ordonnée est menacée<sup>20</sup>. C'est ce qui ressort des pondérations relatives des volumes d'achats bruts au titre du PEPP en juin et juillet 2022. Le degré d'application de cette mesure continuera de dépendre des conditions de marché et constitue une

---

<sup>19</sup> Cf., « Déclaration à la suite d'une réunion exceptionnelle du Conseil des gouverneurs », *communiqué de presse*, BCE, 15 juin 2022.

<sup>20</sup> Lagarde (C.), « Stabilité des prix et transmission de la politique monétaire dans la zone euro », discours prononcé lors du forum de la BCE sur les activités de banque centrale 2022 sur le thème « *Challenges for monetary policy in a rapid changing world* » à Sintra, Portugal, 28 juin 2022.

couche supplémentaire de la flexibilité multidimensionnelle qui caractérise le PEPP. La flexibilité des réinvestissements au titre du PEPP représente une première ligne de défense contre le risque de fragmentation.

---

## 5 L'efficacité du PEPP

### Transmission de la politique monétaire

**Le lancement du PEPP découle d'une nécessité de stabilisation des marchés dans un environnement où les marchés financiers de la zone euro montraient des signes croissants de tensions et d'illiquidité, suggérant que les conditions de financement commençaient à se détacher excessivement de l'orientation de politique monétaire souhaitée par la BCE.** Les banques centrales doivent agir de manière décisive contre une telle évolution pour assurer la transmission de leur orientation de politique monétaire. Dans le même temps, toute intervention ayant pour objectif la stabilisation des marchés requiert que les dislocations – par exemple entre les principales courbes des rendements – soient le résultat de dynamiques non fondamentales, auto-réalisatrices sur les marchés de titres. Les graves dislocations observées sur les marchés financiers à l'approche de l'annonce du PEPP ont été révélatrices de telles dynamiques. L'écart entre les rendements des obligations souveraines et les taux sans risque en est un bon exemple ; il a augmenté de manière sensible et rapide (graphique 1). En outre, ce creusement s'est produit dans un contexte de détérioration significative des conditions de la liquidité sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro et de tensions systémiques importantes dans plusieurs compartiments des marchés financiers de la zone euro (graphique 8). Cette combinaison – conjuguée à l'évaluation globale de plusieurs nouvelles données quantitatives et qualitatives – indiquait une réévaluation (*repricing*) désordonnée et potentiellement auto-réalisatrice sur les marchés des obligations d'État et la nécessité manifeste d'une intervention pour rétablir la stabilité des marchés afin d'assurer la bonne transmission de la politique monétaire <sup>21</sup>.

**Le succès du PEPP s'illustre par le fait que les tensions affectant la liquidité sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro et les tensions systémiques sur les différents marchés se sont nettement atténuées après l'annonce du programme.** Après l'annonce, les achats au titre du PEPP ont été ajustés en permanence dans le cadre de l'enveloppe globale maximale, en termes de volume, mais également entre les juridictions, afin d'éviter un éloignement non fondamental des rendements des obligations souveraines par rapport à l'orientation souhaitée de la politique monétaire de la BCE. Cette approche a visiblement contribué à réduire encore les tensions sur les marchés et les a finalement ramenées aux niveaux plus normaux d'avant la pandémie.

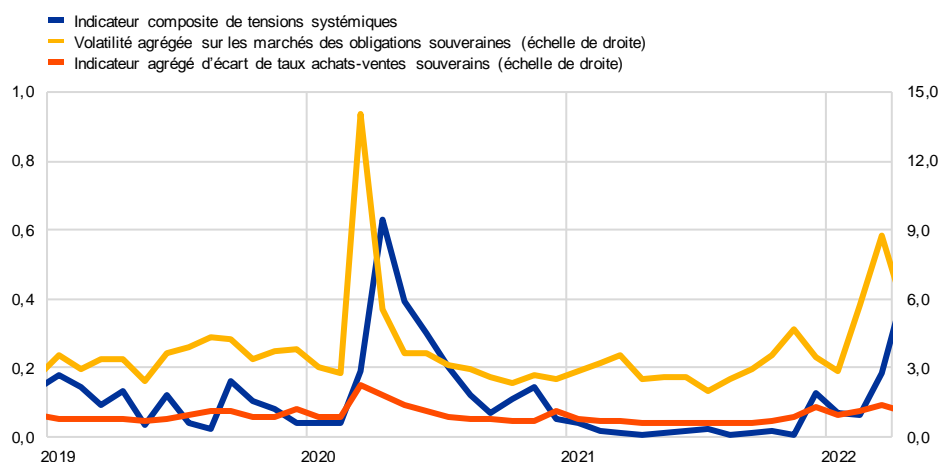
---

<sup>21</sup> Cf. également Lane (P.R.), « *The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme* », *Le Blog de la BCE*, 22 juin 2020.

## Graphique 8

### Indicateurs de tensions systémiques et des conditions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro

(indice normalisé, en points de base)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur composite de tensions systémiques pour la zone euro est calculé selon Holló (D.), Kremer (M.) et Lo Duca (M.), « *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system* », *Working Paper Series*, n° 1426, BCE, Francfort, mars 2012. Les indicateurs relatifs à la volatilité sur les marchés des obligations souveraines et aux écarts de taux achats-ventes (*bid-ask spread*) sont agrégés au niveau de la zone euro à l'aide des pondérations du PIB, sur la base des rendements de référence des obligations souveraines à dix ans dans les différentes juridictions. Les dernières observations se rapportent à mars 2022.

**Le succès du PEPP dans la lutte contre les risques liés à la pandémie pesant sur la transmission de la politique monétaire reflète à la fois des effets d'annonce et des effets de flux**<sup>22</sup>. L'effet d'annonce des programmes d'achats d'actifs par une banque centrale se rapporte, comme son nom l'indique, à l'impact que l'annonce des principaux paramètres, tels que la taille globale du programme ou les aspects essentiels de sa mise en œuvre, exerce sur les conditions de financement et de marché. L'effet d'annonce « pur » rend compte de l'impact qui se matérialise avant même la mise en œuvre effective du programme, les intervenants de marché réajustant instantanément leurs anticipations, notamment quant au stock attendu d'avoirs futurs en obligations de la banque centrale. S'agissant des programmes d'achats d'actifs pré-pandémiques des grandes banques centrales, le canal de transmission prépondérant fonctionnait via l'extraction du risque de duration<sup>23</sup>, c'est-à-dire que le stock attendu d'obligations souveraines au bilan de la banque centrale comprimait la composante prime de terme intégrée à la structure

<sup>22</sup> Cf. Bermanke (B.S.), « *The New Tools of Monetary Policy* », American Economic Association Presidential Address, 4 janvier 2020, pour une analyse générale de l'assouplissement quantitatif et des autres outils qui sont devenus les instruments de base des grandes banques centrales depuis la crise financière mondiale. Cf. également D'Amico (S.) et King (T.), « *Flow and Stocks Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply* », *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n° 2, 2013, p. 425-448, pour un examen des différences entre effets de stock et effets de flux et une analyse empirique des achats massifs d'actifs par le Système fédéral de réserve.

<sup>23</sup> Cf. Bermanke (B.S.) (2020). Cf. également Vayanos (D.) et Vila (J.-L.), « *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates* », *Econometrica*, vol. 89, n° 1, 2021, p. 77-112, pour les effets des achats massifs d'actifs – comme ceux réalisés par les grandes banques centrales depuis la crise financière mondiale – dans une configuration où diverses clientèles d'investisseurs préfèrent intervenir sur des segments spécifiques de la courbe des rendements (« habitat préféré »).

par terme des taux d'intérêt<sup>24</sup>. Le PEPP, en revanche, fait intervenir un ensemble plus riche de canaux de transmission, en raison de la flexibilité dans l'allocation des achats nets dans le temps, entre les différentes catégories d'actifs et entre les juridictions. Compte tenu de cette flexibilité supplémentaire considérable, les effets de flux résultant de la mise en œuvre des achats d'actifs, c'est-à-dire l'impact des achats effectifs sur les prix des actifs financiers, peuvent encore gagner en importance.

**L'effet d'annonce le plus significatif s'est fait sentir au début du programme, le 18 mars 2020, et a entraîné une baisse des rendements des obligations souveraines de la zone euro plus importante que ce qu'aurait permis de prévoir l'expérience d'environnements de marchés financiers non soumis à des tensions.** Parmi les trois annonces majeures du PEPP – le lancement du programme le 18 mars 2020 et les deux augmentations de l'enveloppe globale maximale en juin et décembre de la même année (section 4, graphique 3) – l'annonce initiale se distingue en premier lieu non seulement par le fait qu'elle est associée à l'augmentation la plus importante de l'enveloppe et au lancement du programme ; elle était aussi largement inattendue par les intervenants sur les marchés financiers à ce moment-là. Par conséquent, les mouvements des prix de marché au sein d'une fenêtre temporelle étroite peuvent être utilisés pour évaluer l'ampleur de l'effet d'annonce associé, à l'aide d'une analyse de type « étude d'événements ». Le graphique 9 présente les élasticités tirées de modèles (c'est-à-dire les variations des rendements des obligations souveraines de maturités différentes pour un volume envisagé donné d'obligations supplémentaires détenues par l'Eurosystème) associées aux achats réalisés dans le cadre du PEPP (barres jaunes) et aux achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP – barres bleues). Si les élasticités associées au PSPP reposent sur l'expérience de ce programme dans son ensemble, les élasticités associées au PEPP reflètent uniquement les réactions des rendements obligataires au moment de l'annonce du programme. En plus d'être significatives en termes absolus, les élasticités implicites du PEPP sont nettement plus élevées que celles résultant des contreparties au PSPP. Les élasticités estimées du PSPP reflètent les conditions sur les marchés financiers durant la phase d'achats nets du programme, qui a essentiellement couvert des périodes calmes. Cela contraste nettement avec les graves tensions sur les marchés qui ont entouré l'annonce du PEPP, et qui l'ont même provoquée. Ainsi, la différence entre les deux jeux d'élasticités peut être interprétée comme une confirmation que, d'une manière générale, les mesures de politique monétaire des banques centrales qui absorbent le risque autrement supporté par les investisseurs tendent à être plus efficaces pour contrer une

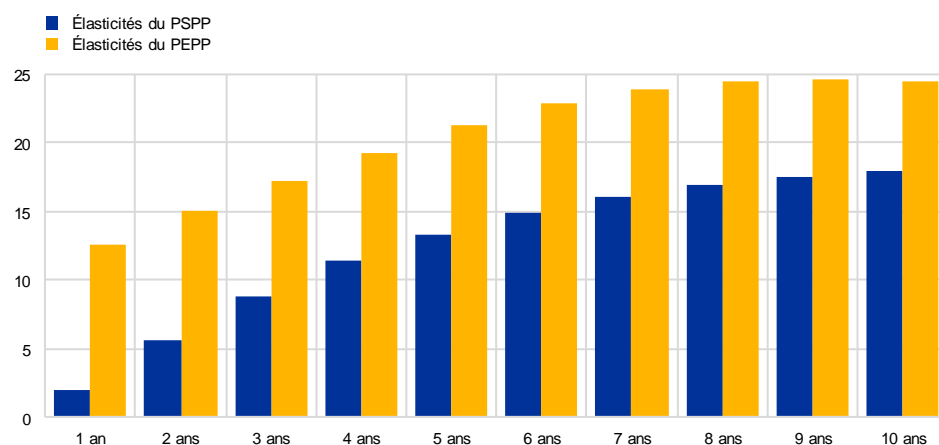
<sup>24</sup> Cf. également Lane (P.R.), « *The yield curve and monetary policy* », Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics at University College London, 25 novembre 2019, et Altavilla (C.), Lemke (W.), Linzert (T.), Tapking (J.) et von Landesberger (J.), « *Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014* », *Occasional Paper Series*, n° 278, BCE, Francfort, septembre 2021.

accumulation injustifiée de primes de risque dans des conditions de tensions sur les marchés <sup>25</sup>.

### Graphique 9

#### Élasticités des rendements associées au PSPP et au PEPP pour les achats d'obligations souveraines, par durée résiduelle

(en points de base pour 500 milliards d'euros d'achats d'obligations souveraines)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les élasticités du PSPP sont basées sur Eser (F.), Lemke (W.), Nyholm (K.), Radde (S.) et Vladu (A.L.), « *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve* », *Working Paper Series*, n° 2293, BCE, Francfort, juillet 2019. Le modèle traduit les portefeuilles actuel et attendu d'obligations de l'Eurosystème en variations des rendements des obligations souveraines et est estimé à partir des données tirées des programmes APP/PSPP. Les élasticités du PEPP sont établies à partir d'une version alternative du même modèle, recalibrée de façon à ce que les réactions des rendements résultant du modèle à l'annonce du PEPP en mars correspondent aux variations des rendements sur deux jours observées après le 18 mars 2020. Les élasticités font référence à la variation des rendements pondérés du PIB des quatre principaux pays de la zone euro en réponse à des achats d'obligations souveraines dans la zone euro d'un montant de 500 milliards d'euros au cours des dix mois suivants, sans réinvestissement par la suite.

#### Les effets de flux liés à la mise en œuvre du PEPP ont également été plus marqués lors des tensions sur les conditions de marché qui ont caractérisé la phase initiale du programme par rapport aux phases suivantes.

Cette conclusion est le résultat d'analyses de différents programmes d'achats de la BCE, qui comparent les variations de cours des obligations souveraines ayant suscité des flux d'achats positifs un jour donné au cours de la phase de mise en œuvre avec les variations de cours des obligations qui n'ont suscité aucun flux d'achat, ou un flux plus faible. La mise à jour et le prolongement de travaux antérieurs permettent de comparer les effets de flux sur les marchés des obligations souveraines en fonction de la présence ou de l'absence de tensions, à la fois dans le

<sup>25</sup> Cf. également Costain (J.), Nuño (G.) et Thomas (C.), « *The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union* », *Documentos de Trabajo*, n° 2223, Banco de España, Madrid, juin 2022, qui concluent que l'extraction de primes de risque de défaut est particulièrement significative pour expliquer le comportement des rendements en réponse à l'annonce du PEPP, en particulier pour les pays vulnérables de la zone euro.

temps et entre les pays <sup>26</sup>. Dans cet exercice, la première année de la phase d'achats nets au titre du PSPP sert de référence pour les conditions de marché non soumises à des tensions. Comme le montre le graphique 10, même en l'absence de tensions, comme cela a été observé durant la majeure partie de la phase d'achats nets au titre du PSPP, les flux d'achats d'obligations souveraines ont exercé des effets statistiquement significatifs et économiquement pertinents sur les rendements des obligations souveraines. Ces effets ont été concentrés sur les pays qui étaient plus en difficulté. Toutefois, durant la période de tensions observées de mars à juin 2020, l'ampleur des effets de flux s'est nettement accentuée. Une analyse portant sur le CBPP3, mené parallèlement au PSPP dans le cadre de l'APP, suggère que l'on peut tirer des conclusions similaires pour les programmes d'achats de titres du secteur privé <sup>27</sup>. Les effets de flux estimés des achats d'obligations sécurisées durant la phase d'achats nets au titre du CBPP3 ont été considérablement plus importants durant les sous-périodes présentant des niveaux de tensions plus élevés, approximés par la hausse des écarts de rendement souverains (graphique 11). Cela implique que les achats par les banques centrales d'obligations du secteur privé sont, eux aussi, particulièrement puissants s'il existe un risque d'altération de la transmission de la politique monétaire. Par conséquent, en conformité avec les données relatives aux effets d'annonce, les estimations suggèrent que les achats effectifs durant la mise en œuvre du programme sont plus puissants pour soutenir les cours des obligations en période de tensions <sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Cf. De Santis (R.) et Holm-Hadulla (F.), « [Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment](#) », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 52, n° 6, 2020, p. 1467-1491. Pour des estimations des effets des achats d'actifs en période de tensions dans le cadre du programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*, SMP) dans le contexte de la crise de la dette souveraine de la zone euro, cf. Eser (F.) et Schwaab (B.), « [Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme](#) », *Journal of Financial Economics*, vol. 119, n° 1, 2016, p. 147-167 ; Ghysels (E.), Idier (J.), Manganelli (S.) et Vergote (O.), « [A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme](#) », *Journal of the European Economic Association*, 15, p. 218-243 ; De Pooter (M.), Martin (R.F.) et Pruitt (S.), « [The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention](#) », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 53, n° 1, 2018, p. 243-268.

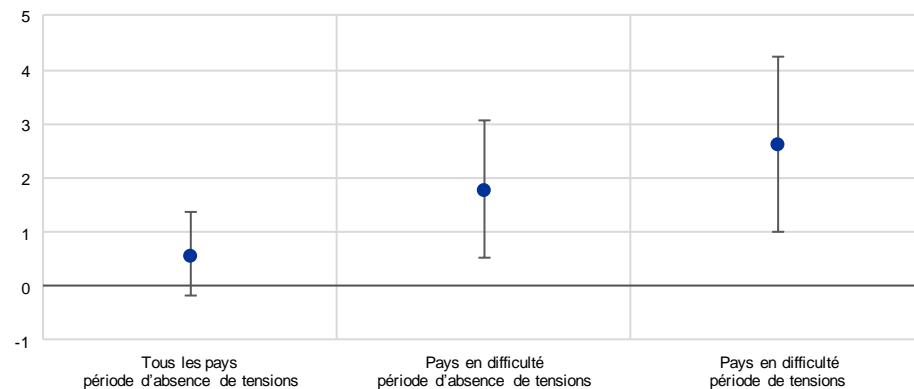
<sup>27</sup> Nous remercions Jasper Knyphausen pour ses contributions à la présente analyse.

<sup>28</sup> Cf. Bernardini (M.) et de Nicola (A.), « [The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis](#) », *Temì di discussione*, n° 1310, Banca d'Italia, Rome, décembre 2020, qui montrent que, s'agissant des achats de banque centrale réalisés par la Banca d'Italia pendant la crise de la pandémie, les achats fermes d'obligations d'État ont comprimé les rendements immédiatement et de manière persistante sur une séance et ont contribué à améliorer la liquidité de marché, en particulier en période de tensions accrues sur les marchés. Pour une analyse plus générale, cf. Bailey (A.), Bridges (J.), Harrison (R.), Jones (J.) et Mankodi (A.), « [The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future](#) », *Staff Working Paper*, n° 899, Bank of England, Londres, décembre 2020 ; également Cúrdia (A.) et Woodford (M.), « [The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n° 1, janvier 2011, p. 54-79.

## Graphique 10

### Effets de flux sur les rendements quotidiens des obligations souveraines

(incidence d'une hausse de 1 point de pourcentage des achats de titres par rapport à l'encours, en pourcentage)



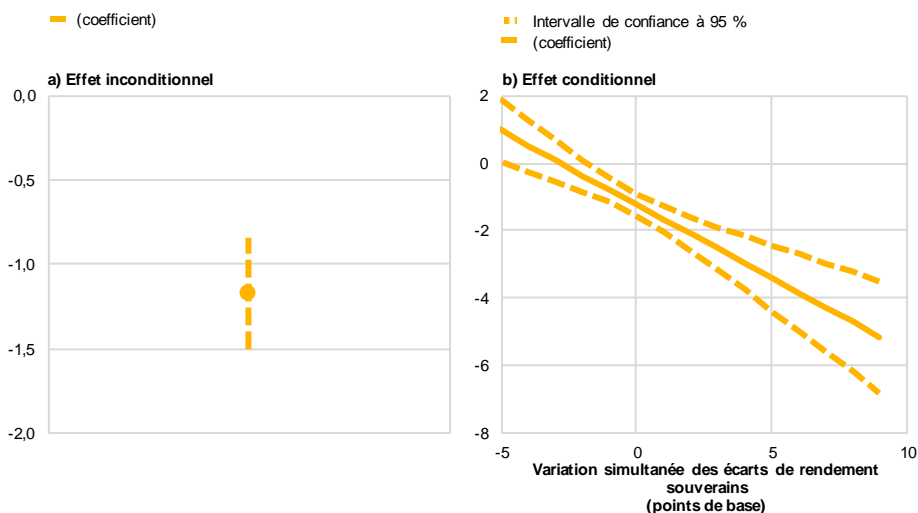
Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les estimations de l'impact sont établies à partir de régressions des rendements obligataires quotidiens des différents titres des administrations centrales sur les achats de ces mêmes titres par la BCE, pondérés par leurs encours, et d'un ensemble complet d'effets fixes par titre et par jour. Les volumes d'achats sont instrumentés via les périodes de fenêtre négative (blackout periods) intégrées dans la conception du PSPP et du PEPP, comme expliqué en détail dans de Santis (R.) et Holm-Hadulla (F.) (2020). Les cercles bleus représentent des estimations ponctuelles et les boîtes à moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %.

## Graphique 11

### Impact des achats du secteur privé sur les rendements : le cas des obligations sécurisées

(en points de base par point de pourcentage de l'encours acheté)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'effet estimé de l'achat de 1 point de pourcentage de l'encours d'une obligation sécurisée dans le cadre du CBPP3. Les effets sont identifiés en utilisant la proximité à la limite de détention par émission comme variable instrumentale pour les décisions d'achat. La partie gauche présente l'effet inconditionnel, tandis que la partie droite présente l'effet conditionnel pour une variation donnée de l'écart de rendement souverain à la même date.

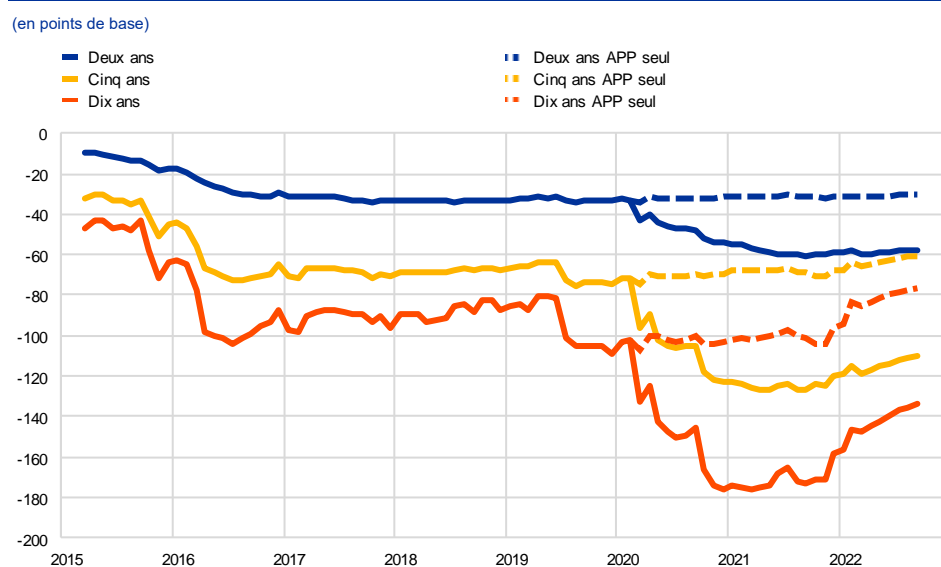
## Orientation de politique monétaire

**L'annonce et la mise en œuvre du PEPP ont efficacement stabilisé les marchés financiers et contribué à contrer l'impact négatif de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation.** Avant l'annonce du PEPP, le stock

d'obligations accumulées dans le cadre de l'APP avait déjà entraîné une compression estimée de 100 points de base environ des rendements obligataires à dix ans agrégés des quatre principales juridictions de la zone euro (graphique 12)<sup>29</sup>. La compression supplémentaire des rendements à dix ans résultant du PEPP a représenté environ 60 points de base de plus, selon les estimations, à la fin de la phase d'achats nets. Le PEPP a ainsi permis un assouplissement substantiel des conditions de financement à un moment où la marge de manœuvre pour un assouplissement supplémentaire via les taux directeurs de la BCE était limitée par la proximité du plancher effectif des taux d'intérêt.

### Graphique 12

Estimations à partir de séries chronologiques de l'impact de l'APP et du PEPP sur les primes de terme souveraines



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les effets de l'APP sont estimés sur la base d'un modèle affine sans arbitrage de la structure par terme avec un facteur quantité (cf. Eser (F.) *et al.*, 2019). Les effets du PEPP sont calculés comme des moyennes de l'impact estimé à l'aide du même modèle et d'une version alternative du modèle recalibrée afin que les réactions des rendements résultant du modèle à l'annonce du PEPP en mars 2020 correspondent aux variations des rendements sur deux jours observées après le 18 mars. Les estimations se rapportent aux moyennes pondérées du PIB des rendements zéro coupon des quatre principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France et Italie). Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

### Conjointement avec les autres mesures de la BCE liées à la pandémie, le PEPP a contribué avec succès à limiter les retombées économiques de la pandémie.

Les taux d'inflation à la fin des horizons respectifs des projections macroéconomiques se sont fortement détériorés au cours de la pandémie, avant de se redresser pour se rapprocher de la cible de 2 % à moyen terme fixée par le Conseil des gouverneurs (et finalement la dépasser) (graphique 13). Toutefois, considérer l'évolution des perspectives d'inflation sans un scénario contre-factuel ne permet pas d'établir l'effet accommodant estimé du PEPP. Par rapport à un scénario

<sup>29</sup> La « prime de terme » dans le graphique 12 peut se comprendre comme la part des rendements des obligations souveraines considérées (la moyenne pondérée pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie) qui n'est pas liée aux anticipations actuelles ou futures relatives aux taux d'intérêt à court terme. Pour une décomposition explicite de l'effet des achats d'obligations sur les anticipations relatives aux taux d'intérêt, sur les primes de terme (au sens strict de la simple prise en compte du risque de duration), sur la compensation de défauts attendus et sur les primes de risque de crédit, cf. Costain (J.) *et al.* (2022).

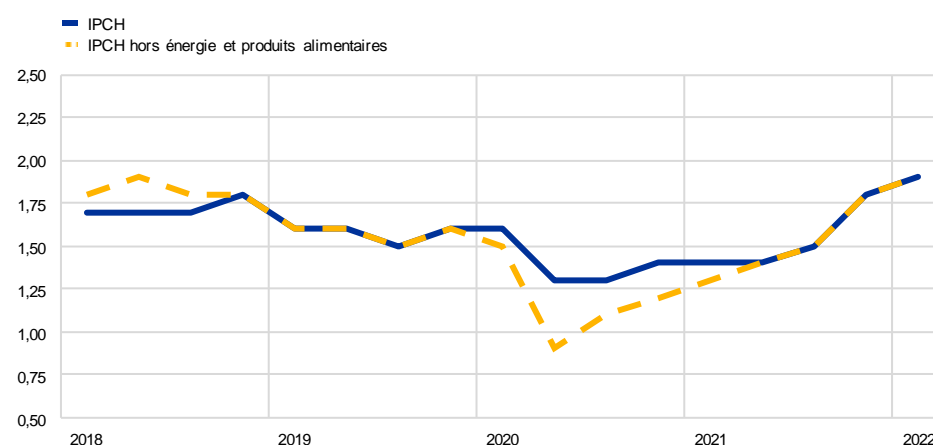


contre-factuel fondé sur un modèle dans lequel la BCE n'a pas assoupli son orientation de politique monétaire, le PEPP et les autres mesures liées à la pandémie ont soutenu la croissance de la zone euro de 1,8 point de pourcentage au total sur la période 2020-2023 (graphique 1). L'inflation, qui selon les projections devait rester inférieure à la cible à moyen terme de la BCE au moment où les décisions ont été prises, aurait été inférieure de 1,2 point de pourcentage au total sur la même période dans le scénario contre-factuel<sup>30</sup>. Ces chiffres sont probablement des estimations prudentes de l'impact réel du PEPP et des autres mesures de politique monétaire durant la pandémie, les modèles sous-jacents comportant des calibrages quantitatifs qui s'appuient largement sur les observations effectuées en période de calme. Comme cela a été examiné à la section 5.1, de nombreux éléments laissent penser que les effets de la politique monétaire sont plus forts en période de tensions telle que la première phase de la pandémie. De plus, l'annonce du PEPP a agi comme un coupe-circuit, interrompant la dynamique déstabilisatrice au printemps 2020 et contribuant à réduire le risque d'événements extrêmes (*tail events*) particulièrement défavorables. Une approche fondée sur une régression quantile indique qu'un durcissement des conditions financières peut avoir un impact nettement plus négatif sur la croissance de la production en période de ralentissement économique, ce qui suggère que les mesures d'assouplissement de la BCE ont été particulièrement importantes pour stabiliser l'économie durant la grave récession qui s'est produite la première année de la pandémie (graphique 15)<sup>31</sup>.

### Graphique 13

Projections en fin d'horizon de l'inflation mesurée par l'IPCH et de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

(en pourcentage annuel)



Sources : Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations sont tirées des projections macroéconomiques de mars 2022 établies par les services de la BCE.

<sup>30</sup> Ces estimations se rapportent uniquement aux mesures de politique monétaire prises en réponse à la pandémie et ne prennent pas en compte l'impact de la normalisation plus récente de la politique monétaire.

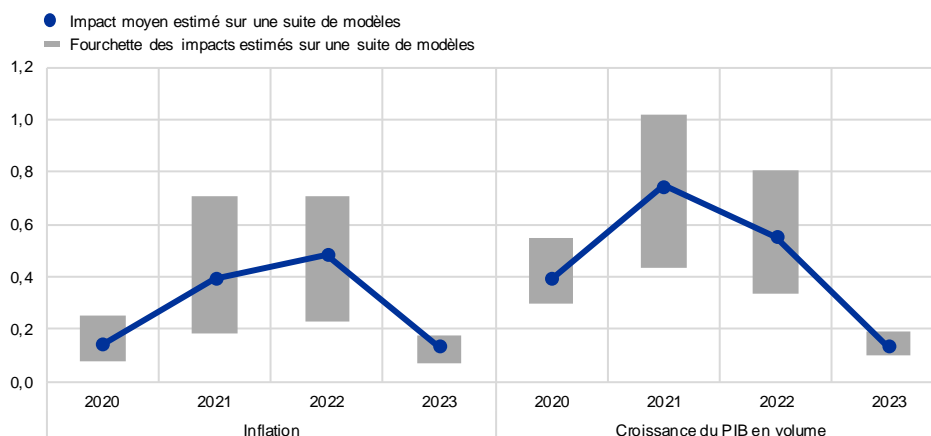
<sup>31</sup> Cf. Lane (P.R.) (2022).

## Graphique 14

Impact estimé des décisions de politique monétaire de la BCE entre mars et décembre 2020 sur l'inflation et l'activité économique

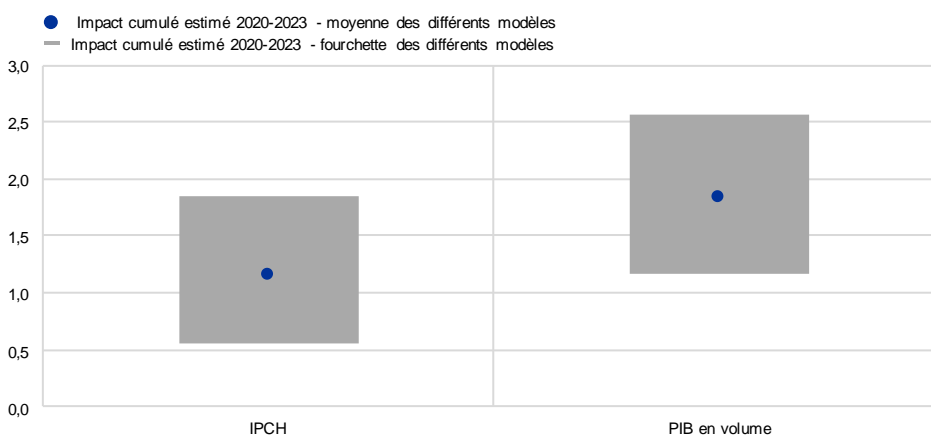
### a) Impact estimé par an

(en points de pourcentage)



### b) Impact cumulé estimé sur la période 2020-2023.

(en points de pourcentage)



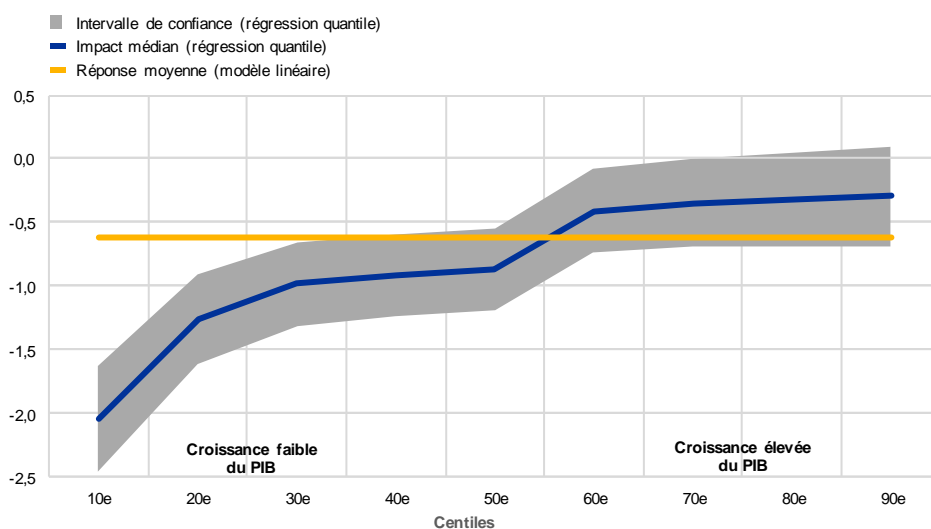
Source : Calculs de la BCE.

Notes : L'impact estimé pour une suite de modèles se rapporte à la moyenne d'un ensemble de modèles utilisés par l'Eurosystème pour les simulations de politique monétaire, à savoir un modèle vectoriel autorégressif de type bayésien (cf. Rostagno (M.) *et al.*, cité à la note de bas de page 5), le modèle NAWM-II (cf. Coenen (G.), Karadi (P.), Schmidt (S.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector* », *Working Paper Series*, n° 2200, BCE, Francfort, novembre 2018, révisé en décembre 2019) et le modèle ECB-BASE (cf. Angelini (E.), Bokan (N.), Christoffel (K.), Ciccarelli (M.) et Zimic (S.), « *Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2315, BCE, Francfort, septembre 2019).

## Graphique 15

### Impact du resserrement financier sur la croissance du PIB en volume pour différents quantiles de distribution

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'impact d'une hausse d'un écart type de l'indicateur composite de tensions systémiques (CISS) de la zone euro sur le taux de croissance annuel du PIB de la zone euro à un an, par décile de PIB. Les estimations sont fondées sur des régressions quantiles du taux de croissance du PIB à un an sur l'indice CISS. L'estimation est réalisée pour la période allant de janvier 1999 à décembre 2021, sur la base d'observations mensuelles. La zone ombrée correspond à l'intervalle de confiance à 64 % pour les estimations des coefficients, tandis que le modèle linéaire correspond à l'estimation des moindres carrés ordinaires.

### Les effets secondaires potentiels de la contribution du PEPP à la stabilisation macroéconomique de la zone euro durant la pandémie sont probablement limités.

Comme la politique monétaire ne peut influencer qu'indirectement sur les prix, au travers de son impact sur l'activité économique, toutes les mesures de politique monétaire exercent des effets directs et indirects sur les conditions économiques. Par conséquent, dans ses délibérations, le Conseil des gouverneurs évalue si les avantages de ses mesures de politique monétaire l'emportent sur les coûts<sup>32</sup>. S'agissant du PEPP, cette évaluation inclut un suivi attentif des potentiels effets secondaires d'achats massifs d'actifs sur les différents secteurs économiques. Premièrement, le secteur des ménages est affecté par les achats d'actifs de plusieurs manières, en partie opposées. Les achats d'actifs ont tendance à faire baisser les taux d'intérêt à long terme pour les emprunteurs privés et les épargnants et à soutenir les revenus des ménages et, en fin de compte, la macroéconomie par le biais d'une croissance de l'emploi, d'une hausse des salaires et d'effets de richesse positifs, mais les programmes d'achats d'actifs peuvent également avoir des implications redistributives potentielles. Bien qu'ils aient tendance à réduire les inégalités de revenus dans l'ensemble via des effets positifs sur l'emploi et les salaires, leurs répercussions sur les inégalités de richesse peuvent être contrastées. Deuxièmement, les conditions de financement favorables pour les sociétés non financières, ainsi que les aides budgétaires, ont pu contribuer à la survie de certaines entreprises qui, autrement, auraient été contraintes de cesser leurs

<sup>32</sup> Cf., entre autres, Schnabel (I.), « *Necessary, suitable and proportionate* », *Le Blog de la BCE*, 28 juin 2020, et Lane (P.R.) (2022) pour des analyses de l'évaluation par le Conseil des gouverneurs de la proportionnalité du PEPP dans la réalisation de l'objectif visé.

activités. Toutefois, le retour fin 2021 à des niveaux de PIB antérieurs à la pandémie suggère que l'approche globale visant à favoriser la survie des entreprises a été globalement la bonne. Troisièmement, les achats d'actifs ont des effets directs sur la rentabilité des banques. Toutefois, une évaluation complète de l'incidence sur les banques doit également tenir compte du fait que les politiques monétaires de soutien mises en œuvre durant la pandémie ont amélioré les perspectives macroéconomiques. Quatrièmement, si le PEPP a soutenu le fonctionnement des marchés, notamment durant l'apparition de la pandémie début 2020, les achats peuvent cependant à certains moments avoir réduit la liquidité sur certains compartiments de marché plus petits (phénomène atténué dans une certaine mesure par des mesures de précaution telles que les prêts de titres). L'impact des achats d'actifs sur les marchés immobiliers et les marchés financiers fait également l'objet d'un suivi attentif. Le Conseil des gouverneurs a souligné qu'un certain nombre de vulnérabilités à moyen terme s'étaient intensifiées lorsqu'il a annoncé en décembre 2021 que les achats nets au titre du PEPP prendraient fin. Dans sa dernière évaluation de la relation entre politique monétaire et stabilité financière en juin 2022, le Conseil des gouverneurs a conclu que l'environnement pour la stabilité financière s'était détérioré. Néanmoins, la politique macroprudentielle constitue la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et remédier aux vulnérabilités à moyen terme. Cinquièmement, en ce qui concerne l'impact du PEPP sur la conduite de la politique budgétaire, l'expérience de la pandémie a démontré qu'en réponse à un choc sévère, des mesures simultanées et ambitieuses de la part des gouvernements et des banques centrales œuvrant dans le même sens – dans le cadre de leurs responsabilités et mandats respectifs – peuvent se compléter efficacement. Dans le même temps, le mandat premier de la BCE en matière de stabilité des prix est sans ambiguïté. Globalement, il s'est avéré que les effets secondaires non souhaités du PEPP sur les ménages, les sociétés non financières et le système financier restaient limités et que ce programme a probablement renforcé l'efficacité de la réponse de politique budgétaire à la crise liée à la pandémie <sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Pour plus de détails, cf. [Lane \(P.R.\) \(2022\)](#).

## 2 Les évolutions des salaires et leurs déterminants depuis le début de la pandémie

Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka et Gerrit Koester

### 1 Introduction

**La pandémie de coronavirus (COVID-19) a fortement affecté les marchés du travail et les indicateurs de croissance des salaires dans la zone euro.** Le début de la pandémie a entraîné la plus forte baisse du nombre total d'heures travaillées jamais enregistrée. L'introduction généralisée de dispositifs de maintien de l'emploi pour contenir les effets de la pandémie a contribué à limiter les pertes d'emploi, notamment par rapport au recul du PIB, et a affecté les évolutions de la rémunération du travail. Les mesures d'endiguement et les modifications liées à la pandémie de l'offre et de la demande de biens et de services ont aussi entraîné une diversification des dynamiques de l'emploi et des salaires dans l'ensemble des secteurs. Plus récemment, la croissance des salaires a été déterminée par la vigueur exceptionnelle du rebond de l'économie après sa réouverture et par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui ont toutes deux contribué à une hausse sans précédent des prix à la consommation. Dans le même temps, la confiance des consommateurs dans la zone euro a brusquement chuté à la suite de l'invasion, et l'incertitude sur les perspectives économiques a augmenté. La combinaison de ces facteurs a rendu extrêmement difficile l'évaluation des tensions sous-jacentes sur les salaires et des perspectives de croissance des salaires. Les questions liées au traitement statistique du soutien public dans le contexte des dispositifs de maintien de l'emploi accentuent ces difficultés.

**Les indicateurs de croissance des salaires ont été extrêmement volatils depuis le début de la pandémie, en partie du fait de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi, ce qui complique l'évaluation des évolutions des salaires.** Les importantes variations liées à la pandémie du nombre d'heures travaillées et dans une bien moindre mesure, de l'emploi, ont entraîné une plus grande volatilité des taux de croissance annuels de la rémunération par tête et de la rémunération horaire, qui sont généralement les principaux indicateurs utilisés pour évaluer la croissance des salaires dans la zone euro<sup>1</sup>. Les dispositifs de maintien de l'emploi mis en œuvre par les gouvernements pour empêcher les pertes d'emploi à grande échelle ont eu un effet différent sur l'emploi et les heures travaillées, créant un écart entre la croissance de la rémunération par tête et la croissance de la rémunération horaire. Les différences de traitements statistiques de ces mesures de soutien ont également rendu difficile la comparaison des évolutions des salaires entre les pays de la zone euro.

---

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), « *Understanding low wage growth in the euro area and European countries* », *Occasional Paper Series*, n° 232, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2019, version révisée décembre 2020.

**Dans cet environnement économique inhabituel, les modèles empiriques standards n'offrent qu'une aide limitée à l'analyse des évolutions des salaires dans la zone euro.** Normalement, les évolutions des salaires peuvent être évaluées au regard des régularités empiriques en observant la courbe de Phillips, qui relie la croissance des salaires aux capacités inutilisées de l'économie ou du marché du travail, à l'inflation antérieure et/ou anticipée et à la productivité. Toutefois, pendant la pandémie, les indicateurs de la croissance des salaires ainsi que les indicateurs de l'activité économique et des capacités inutilisées sur le marché du travail ont suivi des tendances s'écartant fortement des régularités historiques, compliquant l'interprétation des résultats obtenus à partir des modèles empiriques habituels <sup>2</sup>. Par conséquent, l'évaluation des tensions sous-jacentes sur les salaires est devenue nettement plus complexe et nécessite une analyse approfondie de l'impact de la pandémie sur les différents indicateurs de la croissance des salaires.

**Le présent article examine les évolutions des salaires et les principaux facteurs qui les ont influencés depuis le début de la pandémie.** Tout d'abord, il présente les évolutions d'un large éventail de mesures des salaires dans la zone euro depuis le début de la pandémie et analyse leur utilité en tant que signaux des tensions sur les salaires. Il propose également des approches de correction de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi sur la croissance de la rémunération par tête et sur celle de la rémunération horaire. Ensuite, l'article examine la façon dont les évolutions des salaires ont été différentes selon les secteurs, reflétant l'impact hétérogène du choc pandémique. Enfin, il analyse l'impact de l'inflation sur la croissance des salaires dans la zone euro en examinant les évolutions des salaires de consommation et de production pour l'économie dans son ensemble et pour ses principaux secteurs.

## 2 La croissance des salaires dans la zone euro depuis le début de la pandémie – évaluer les tensions salariales sous-jacentes

**La pandémie a entraîné une divergence inhabituelle entre les mesures de la croissance des salaires dans la zone euro (graphique 1).** Un indicateur clé de l'évaluation de la croissance des salaires dans la zone euro est le taux de croissance annuel de la rémunération par tête. Il reflète les coûts de main-d'œuvre à la charge des employeurs, y compris les salaires, les traitements et les cotisations sociales des employeurs, exprimés en moyenne par employé. La croissance de la rémunération par tête a fortement diminué au début de la pandémie et pendant la majeure partie de 2020, alors que les indicateurs de la croissance des salaires par heure travaillée, tels que la rémunération horaire et l'indice du coût de la main-d'œuvre d'Eurostat, ont augmenté <sup>3</sup>. Ces indicateurs sont également restés volatils

<sup>2</sup> Cf., par exemple, Bobeica (E.) et Hartwig (B.), « *The COVID-19 shock and challenges for time series models* », *Working Paper Series*, n° 2558, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2021, ou Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *How to estimate a VAR after March 2020* » *Working Paper Series*, n° 2461, BCE, Francfort-sur-le-Main, août 2020.

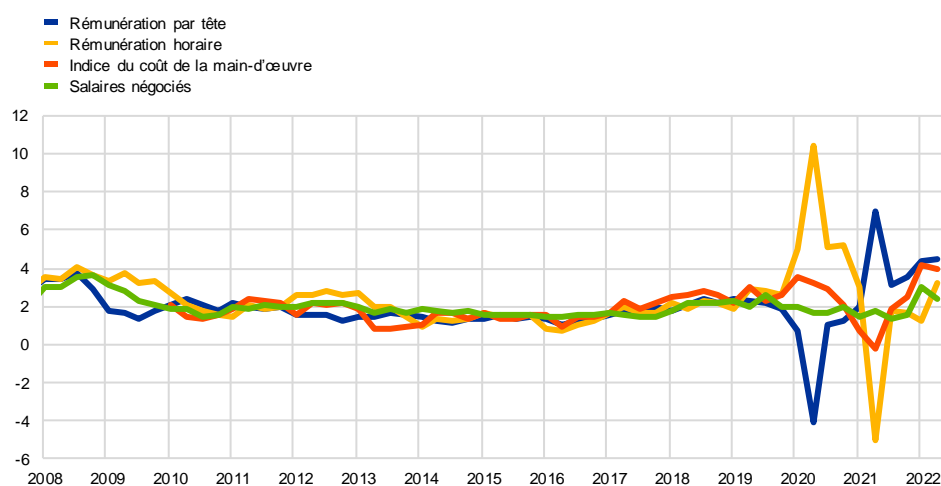
<sup>3</sup> L'indice du coût de la main-d'œuvre mesure les évolutions de la rémunération par heure, y compris les cotisations sociales patronales et les impôts payés, en déduisant les subventions reçues par les employeurs.

en 2021 en raison des effets de base. Ces évolutions sont fortement influencées par des facteurs statistiques liés à la pandémie et à l'utilisation de dispositifs de maintien de l'emploi, qui ont biaisé le contenu en information de la croissance de la rémunération par tête et de la rémunération horaire sur cette période. En revanche, l'indicateur de la BCE relatif aux salaires négociés, qui rend compte des résultats des processus de conventions collectives, est resté relativement stable en 2020-2021. Les différences entre les taux de croissance des différentes mesures des salaires se sont atténuées avec le temps, mais restent importantes. Par exemple, au deuxième trimestre de 2022, les indicateurs de la croissance des salaires en glissement annuel étaient compris entre 2,4 % (salaires négociés) et 4,5 % (rémunération par tête).

### Graphique 1

#### Mesures de la croissance des salaires dans la zone euro

(croissance annuelle en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

#### La rémunération par tête a fortement diminué pendant la pandémie, lourdement affectée par les dispositifs de maintien de l'emploi (graphique 2).

Au début de la pandémie, le facteur travail total a considérablement diminué, de 16 % environ, principalement en raison de la baisse du nombre d'heures travaillées par salarié<sup>4</sup>. Les mesures de la rémunération horaire ont donc fortement augmenté, en raison du dénominateur inférieur. En revanche, la rémunération totale des salariés a diminué de 7 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2020, les dispositifs de maintien de l'emploi ayant amorti les pertes d'emploi et les gouvernements ayant compensé une partie de la baisse des salaires par des transferts. En outre, si les dispositifs de maintien de l'emploi ont permis d'éviter des pertes d'emploi importantes, le nombre de salariés a tout de même diminué,

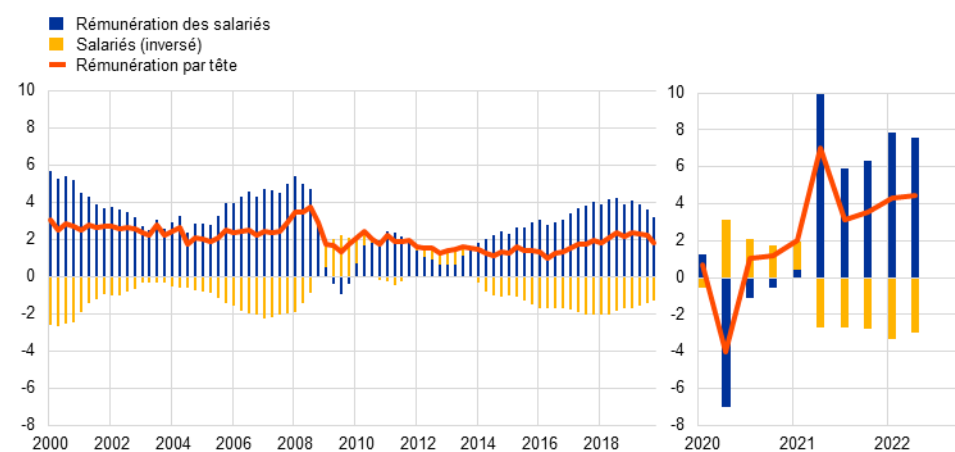
<sup>4</sup> Le nombre total d'heures travaillées par les salariés a diminué de 15,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020. Sur la même période, le nombre total d'heures travaillées par l'ensemble des travailleurs (c'est-à-dire les salariés et les travailleurs indépendants) a diminué de 17,3 %. Cf. également 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.

contrebalançant légèrement la baisse de la rémunération par tête <sup>5</sup>. Par conséquent, la rémunération par tête a diminué de 4 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020, ce qui constitue le taux de croissance annuel le plus bas enregistré sur un trimestre depuis 1999. La rémunération des salariés et le nombre de salariés se sont tous deux redressés en 2021 lors de la réouverture de l'économie, et leurs contributions à la croissance de la rémunération par tête ont changé de signe. Toutefois, les effets de base ont entraîné un pic de la croissance de la rémunération par tête et continuent de la biaiser.

## Graphique 2

### Décomposition de la croissance de la rémunération par tête en rémunération des salariés et en nombre de salariés

(croissance annuelle en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

**Les mesures de soutien liées à la pandémie ont entraîné un écart important entre la rémunération par tête et la rémunération horaire.** La rémunération par tête a considérablement diminué au deuxième trimestre 2020, alors que la rémunération horaire a enregistré une hausse exceptionnellement forte, de 10,4 %. La différence entre les taux de croissance des deux indicateurs s'est modérée au troisième trimestre 2020, mais a de nouveau augmenté en 2021 (graphique 1), reflétant en partie les effets de base de 2020 <sup>6</sup>. La volatilité des heures travaillées par salarié, qui résulte des dispositifs de maintien de l'emploi, a apporté une contribution décisive à cet écart. Les dispositifs ont permis aux travailleurs concernés de conserver leur statut professionnel, mais avec une rémunération inférieure, entraînant ainsi une diminution de la rémunération par tête. Toutefois, le nombre d'heures travaillées ayant diminué bien plus que la rémunération, la

<sup>5</sup> Une contribution positive de la baisse du nombre de salariés à la croissance de la rémunération par tête est caractéristique des récessions et a également été observée pendant la crise financière mondiale et les crises de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro. Cela reflète en partie des effets de composition, les travailleurs à bas salaires étant généralement les premiers à être licenciés en période de récession.

<sup>6</sup> Abstraction faite de la volatilité due aux effets de base, les taux de croissance trimestriels des différentes mesures des salaires ont été alignés et sont modérés depuis le second semestre 2021.

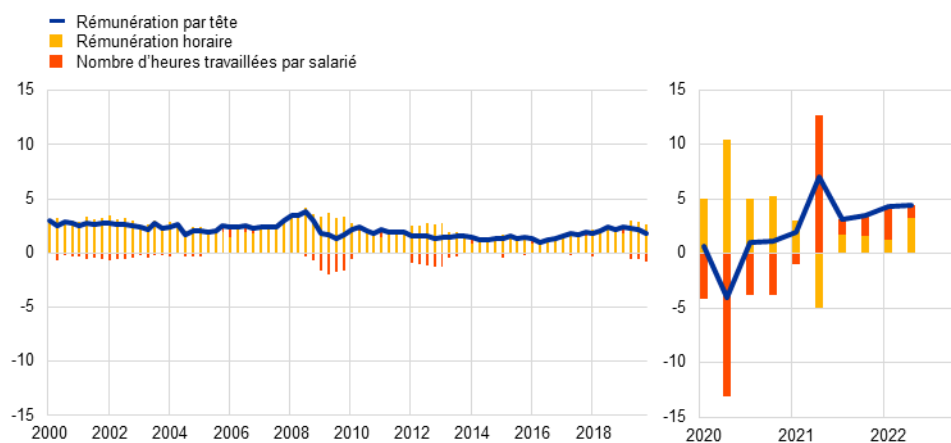


rémunération horaire a augmenté (graphique 3)<sup>7</sup>. L'enregistrement statistique des aides publiques versées dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi a probablement aussi affecté l'écart entre la rémunération par tête et la rémunération horaire. Dans certains pays, l'aide publique n'a pas été comptabilisée dans la rémunération des salariés parce qu'elle était versée sous forme de transfert direct aux ménages, alors que dans d'autres, les versements publics ont été comptabilisés dans la rémunération des salariés parce qu'ils étaient considérés comme une indemnisation des employeurs<sup>8</sup>.

### Graphique 3

#### Décomposition de la croissance de la rémunération par tête en croissance de la rémunération horaire et nombre moyen d'heures travaillées par salarié

(croissance annuelle en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

**Les distorsions liées à la pandémie sont devenues beaucoup plus faibles au cours des derniers trimestres, mais l'évolution du nombre d'heures travaillées par salarié reste un déterminant important de la croissance de la rémunération par tête.** La croissance de la rémunération par tête peut être décomposée en salaires négociés, cotisations sociales, heures travaillées par salarié et glissement résiduel des salaires. Cette décomposition suggère que l'impact des distorsions liées à la pandémie diminue avec le retrait des dispositifs de maintien de l'emploi. Le glissement des salaires, qui depuis le début de la pandémie a largement reflété les subventions versées par les gouvernements aux employeurs, explique en grande partie les évolutions de la rémunération par tête en 2020 et au premier semestre 2021<sup>9</sup>. Depuis lors, toutefois, son rôle s'est modéré, et le redressement du

<sup>7</sup> Cf. 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.

<sup>8</sup> Cf. également l'encadré n° 4 du présent *Bulletin économique*, 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. La forte corrélation négative entre le nombre moyen d'heures travaillées et la rémunération horaire était également caractéristique de la récession qui a suivi la crise financière mondiale, lorsque les dispositifs de maintien de l'emploi ont également été utilisés dans certains pays de la zone euro, mais dans une mesure bien moindre que pendant la pandémie.

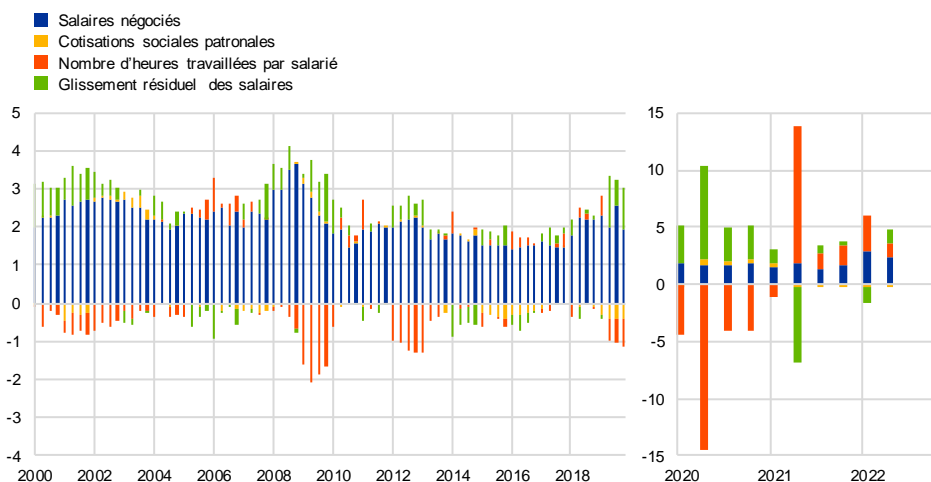
<sup>9</sup> Pour une explication du glissement conjoncturel des salaires, cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2018.

nombre d'heures travaillées par salarié et, plus récemment, la hausse des salaires négociés sont à l'origine de la majeure partie de l'augmentation de la croissance de la rémunération par tête (graphique 4).

#### Graphique 4

#### Décomposition de la croissance de la rémunération par tête et rôle de la croissance des salaires négociés

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



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

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

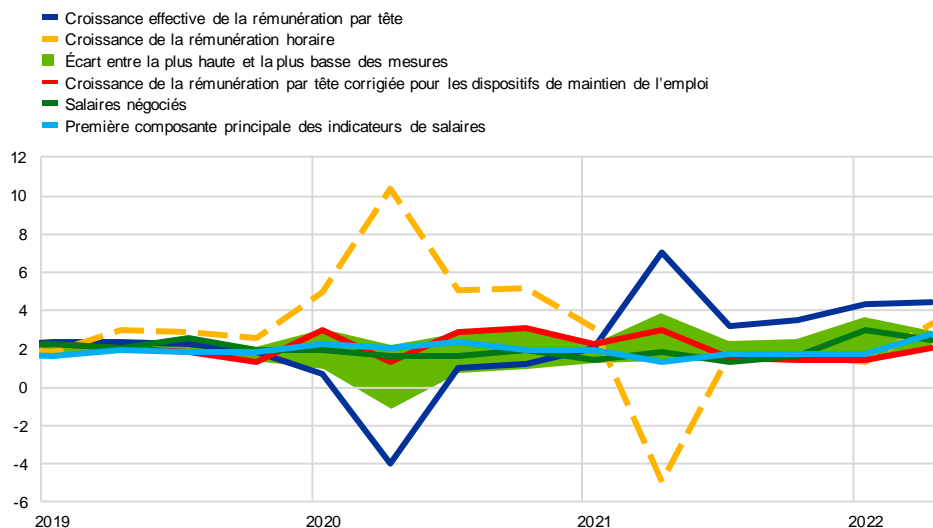
#### Si l'on veut faire abstraction des distorsions des mesures des salaires liées à la pandémie, on peut estimer la rémunération par tête corrigée de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi.

Toutefois, cela n'est pas simple. Sans les dispositifs de maintien de l'emploi, le recul du PIB et du facteur travail total auraient probablement été similaires, mais les ajustements du nombre d'emplois et du nombre moyen d'heures travaillées auraient pu être différents, avec des répercussions sur les mesures de rémunération. La trajectoire des mesures des salaires corrigées peut être estimée en formulant certaines hypothèses sur la trajectoire contrefactuelle des différentes composantes. Une analyse en composantes principales des indicateurs relatifs à la croissance des salaires et à la croissance des salaires négociés peut également être utilisée pour évaluer les mesures sous-jacentes des salaires. Le graphique 5 montre la fourchette des estimations obtenues à l'aide de différentes méthodes. Dans l'ensemble, ces approches produisent des séries plus lissées et suggèrent une croissance des salaires plus modérée que les principaux indicateurs. Dans le même temps, les différences entre ces indicateurs corrigés illustrent l'incertitude entourant la croissance sous-jacente des salaires pendant la pandémie.

## Graphique 5

### Croissance de la rémunération par tête et estimations de la croissance sous-jacente des salaires

(croissance annuelle en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'écart est calculé sur la base de six séries : (i) la croissance des salaires négociés ; (ii) un filtre Christiano-Fitzgerald (avec des bornes de 2 à 32 trimestres) ; (iii) un filtre Hodrick-Prescott avec un lambda de 1 600 ; (iv) la série de la rémunération par tête corrigée de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi, qui utilise des données sur les subventions publiques reçues par les entreprises et des informations (y compris des estimations) sur le nombre et le total des heures travaillées par les travailleurs concernés par les dispositifs de maintien de l'emploi ; (v) la série de la rémunération par tête corrigée du glissement des salaires (partie la plus cyclique de la croissance des salaires) et les indicateurs du cycle d'activité (croissance du PIB, croissance du facteur travail total, production industrielle et taux de chômage) ; la fourchette comprend la moyenne des estimations en utilisant 12 spécifications ; et (vi) la composante principale de différentes mesures des salaires. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

**L'indicateur de la BCE relatif à la croissance des salaires négociés, moins biaisé par les effets de la pandémie que les autres indicateurs, est demeuré relativement stable.** La croissance des salaires négociés rend compte des résultats des processus de négociation collective relatifs au niveau des salaires pour un nombre d'heures de travail donné, et devrait donc être moins affectée par les évolutions effectives du nombre moyen d'heures travaillées ou par les subventions accordées par les gouvernements. La croissance des salaires négociés s'est légèrement ralentie en 2020 et 2021, reflétant probablement la dégradation de la situation économique et l'incertitude accrue à cette période. En outre, le grand nombre de personnes travaillant à distance et les autres moyens de récompenser les employés pendant la pandémie (qui comprenaient un soutien ponctuel au télétravail ou des paiements liés à la pandémie) ont probablement maintenu les exigences salariales à un bas niveau. Les salaires négociés ont commencé à remonter, quoique modérément, au cours des derniers trimestres, la compensation de la hausse de l'inflation et des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs jouant un rôle important. Par conséquent, les accords conclus en 2022 ont été caractérisés par des hausses des salaires négociés plus importantes que les années précédentes (graphique 1). Dans certains pays, comme l'Allemagne, les hausses de salaire ont principalement été reversées aux travailleurs sous forme de paiements ponctuels plus élevés qu'habituellement, plutôt que par des augmentations permanentes des taux de salaire de base. Si la croissance des salaires négociés est devenue plus importante pour évaluer les tensions sous-jacentes sur les salaires

depuis le début de la pandémie, étant donné la forte volatilité des autres indicateurs des salaires, son utilisation appelle des réserves. Premièrement, cette mesure ne couvre pas tous les pays de la zone euro et la méthodologie n'est pas totalement harmonisée entre les pays pour lesquels on dispose de séries sur les salaires négociés. Par exemple, la couverture sectorielle et la prise en compte de l'indexation des salaires et des paiements ponctuels, dont l'importance s'est accrue récemment, varient selon les économies. Deuxièmement, la croissance des salaires négociés a tendance à réagir aux variations de la situation sur le marché du travail avec un décalage de quelques trimestres et, en cas de crise, elle réagit généralement plus lentement que la croissance de la rémunération par tête par exemple, les accords étant conclus pour un an ou plus <sup>10</sup>.

**L'estimation des déterminants communs à une série d'indicateurs des salaires suggère également que les tensions sur les salaires sont restées modérées.**

Pour atténuer l'impact des distorsions liées à la pandémie dans l'évaluation des tensions sur les salaires, on peut également estimer les tensions sous-jacentes sur la croissance des salaires à travers différents indicateurs des salaires. Les résultats d'une telle analyse en composantes principales réalisée à l'aide d'un large éventail d'indicateurs des salaires sont présentés dans le graphique 5. La première composante principale entre les différents indicateurs des salaires a présenté un profil d'évolution indécis entre le début de la pandémie jusqu'au début 2022, lorsqu'elle a commencé à se redresser <sup>11</sup>. Cela est conforme à l'analyse selon laquelle la croissance globale des salaires est demeurée modeste pendant la pandémie, les tensions sur les salaires affichant plus récemment une augmentation modérée dans un contexte d'inflation élevée, en ligne avec l'indicateur de croissance des salaires négociés de la BCE.

**Abstraction faite de la volatilité de ces dernières années, les principaux indicateurs des salaires dépassent légèrement les niveaux suggérés par leurs tendances à long terme sur la période 1999-2019 (graphique 6).**

Au deuxième trimestre 2022, la rémunération par tête était légèrement supérieure au niveau suggéré par sa tendance pré-pandémique à long terme (sur la base d'un taux de croissance annuel moyen à long terme de 2,1 %). Ce léger écart à la hausse reflète principalement l'évolution de la rémunération horaire, également légèrement supérieure au niveau suggéré par sa tendance pré-pandémique à long terme (sur la base d'un taux de croissance annuel moyen à long terme de 2,3 %), alors que le nombre moyen d'heures travaillées est proche de la tendance à la baisse qui aurait été observée si l'évolution pré-pandémique s'était poursuivie.

---

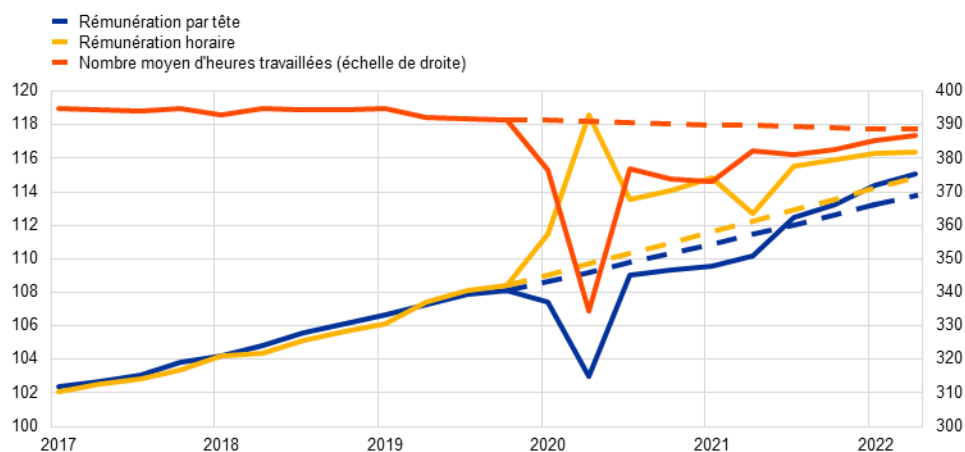
<sup>10</sup> Cf. également l'encadré intitulé « L'évaluation de la dynamique des salaires durant la pandémie de COVID-19 : quel apport des données relatives aux salaires négociés ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

<sup>11</sup> Cette composante rend compte de 34 % de la variabilité de l'ensemble des différentes mesures des salaires.

## Graphique 6

### Rémunération par tête, rémunération horaire et moyenne des heures travaillées par rapport à leurs tendances linéaires à long terme

(échelle de gauche : indice : 2015 = 100 ; échelle de droite : moyenne trimestrielle des heures travaillées par salarié)



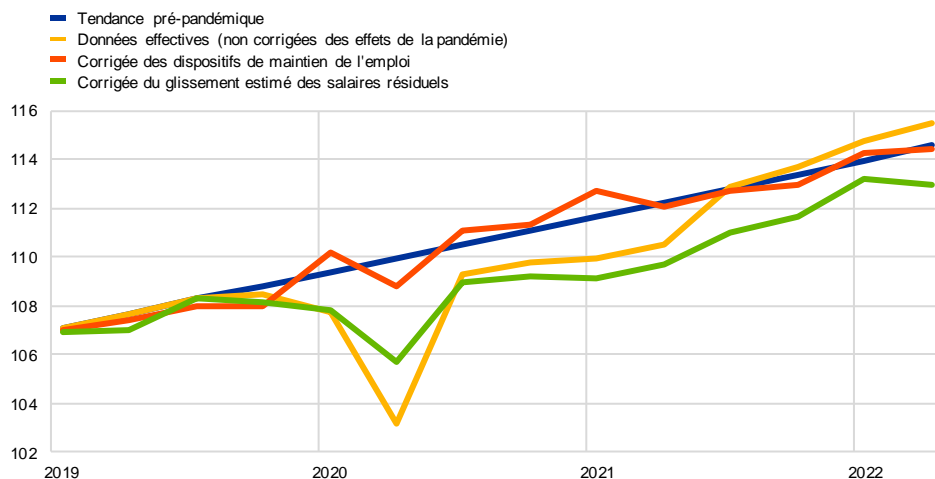
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les tendances linéaires sont calculées en appliquant les taux de croissance moyens à long terme pour la période 1999-2019. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

## Graphique 7

### Niveaux par rapport à la tendance de long terme de la rémunération par tête et de la rémunération par tête corrigée

(indice : 2015 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les tendances linéaires sont calculées en appliquant le taux de croissance moyen à long terme (1999-2019) de la rémunération par tête depuis 2019. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

**Dans l'ensemble, la croissance sous-jacente des salaires, relativement modérée depuis le début de la pandémie, est maintenant proche de sa tendance à long terme.** La volatilité causée par la pandémie et les mesures gouvernementales mises en œuvre pour en atténuer l'impact sont survenues principalement au début de la pandémie. La croissance des salaires s'est légèrement normalisée suite à la réouverture de l'économie, à la levée des restrictions liées à la pandémie et aux importants effets de base qui ont commencé

à sortir de l'équation après le deuxième trimestre 2021. Toutefois, l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi sur la croissance de la rémunération par tête et de la rémunération horaire demeure assez substantiel. En corrigeant des effets de ces dispositifs, la croissance actuelle de la rémunération par tête est assez proche de sa moyenne historique, et la rémunération par tête de la série corrigée retrouve également sa tendance d'avant la pandémie. Dans l'ensemble, cela confirme l'idée selon laquelle la croissance de la rémunération par tête continue d'évoluer sur les tendances d'avant la pandémie. La dynamique des salaires est également modérée par rapport à celle qu'on observe aux États-Unis (encadré 1).

## Encadré 1

### Comparaison des évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis et de leur impact sur les salaires

Katalin Bodnár, Jenny Franke, Ramon Gomez-Salvador et Matthias Mohr

Le présent encadré a pour objectif d'évaluer les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis, en particulier l'accroissement des tensions sur les marchés du travail et son impact sur les salaires <sup>12</sup>.

Le facteur travail, mesuré par le nombre total d'heures travaillées, s'est fortement redressé tant dans la zone euro qu'aux États-Unis sous l'effet de profils d'ajustement et de programmes de soutien public différents tout au long de la crise. Les pays de la zone euro ont mis en œuvre des politiques visant à préserver les contrats de travail, tandis que l'économie américaine a été vigoureusement soutenue par un train de mesures budgétaires lors de la phase de reprise. Cela signifie que même si le facteur travail global a fortement diminué dans les deux zones économiques, l'ampleur et, en particulier, la composition de cette évolution ont été différentes, et la reprise a été légèrement plus rapide aux États-Unis. S'agissant de la composition de l'évolution du facteur travail, le nombre de personnes employées a été plus stable dans la zone euro qu'aux États-Unis. La baisse du facteur travail total dans la zone euro a été principalement imputable au nombre moyen d'heures travaillées, tandis que le chômage a constitué le principal canal d'ajustement aux États-Unis. Le nombre d'heures travaillées par salarié a effectivement augmenté aux États-Unis, reflétant des effets de composition, les travailleurs du secteur des services et les travailleurs à temps partiel ayant été particulièrement touchés par la crise <sup>13</sup>. En revanche, le nombre d'heures travaillées par salarié dans la zone euro est toujours inférieur aux niveaux pré-pandémiques, même si les derniers chiffres sont globalement conformes à la tendance baissière à plus long terme observée avant la crise. La diminution du taux d'activité a été plus prolongée aux États-Unis. Cette évolution a été largement imputable aux travailleurs masculins âgés qui ont décidé de prendre leur retraite pendant la crise, mais elle est également visible indépendamment de la tranche d'âge et du sexe. L'impact équivalent sur la population active a été moins prononcé dans la zone euro <sup>14</sup>. Enfin, l'immigration dans la zone euro a été négativement affectée par la

<sup>12</sup> L'encadré compare les évolutions de l'indice du coût de l'emploi aux États-Unis avec les salaires négociés dans la zone euro, qui sont les mesures les moins affectées par les distorsions statistiques résultant des dispositifs d'aide publique liés à la pandémie.

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

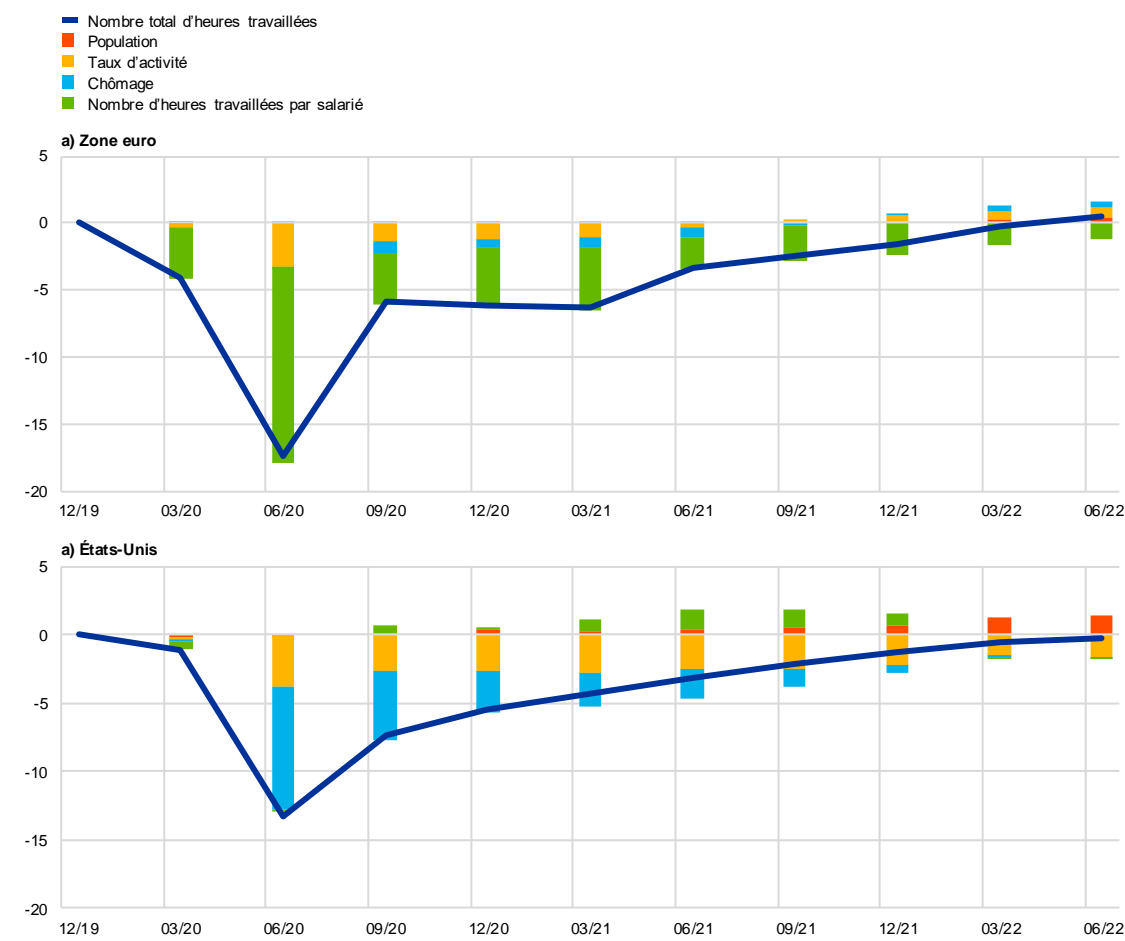
<sup>14</sup> Cf. l'encadré intitulé « *La COVID-19 et les décisions de départ en retraite des travailleurs âgés dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

pandémie <sup>15</sup>, limitant la croissance de la population en âge de travailler, tandis que cette dernière a légèrement augmenté aux États-Unis. En conséquence, à la différence de la zone euro, la participation au marché du travail aux États-Unis est restée inférieure à son niveau d'avant la pandémie, tandis que le taux d'activité a dépassé le niveau observé avant la pandémie (graphique A).

## Graphique A

### Variation du facteur travail total et sa décomposition dans la zone euro et aux États-Unis

(pourcentages et contributions en points de pourcentage ; variation cumulée par rapport au niveau au T4 2019)



Sources : Eurostat et Haver Analytics.

Notes : La population se rapporte aux personnes âgées de 15 à 74 ans dans la zone euro et âgées de 16 ans et plus aux États-Unis. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

L'intensification des tensions sur le marché du travail a été bien plus marquée aux États-Unis que dans la zone euro, reflétant en partie la phase plus avancée du cycle d'activité américain. Les tensions sur le marché du travail sont mesurées à l'aide du ratio entre les emplois vacants et le chômage. À court terme, l'indicateur varie en réaction à l'activité économique au cours du cycle d'activité. À plus long terme, il a tendance à être plus bas dans la zone euro qu'aux États-Unis, reflétant le plus grand dynamisme du marché du travail dans ce pays, mais également des différences dans l'enregistrement des postes vacants. Le graphique B montre qu'en phase avec le ralentissement de l'activité économique, les tensions sur le marché du travail ont baissé à un

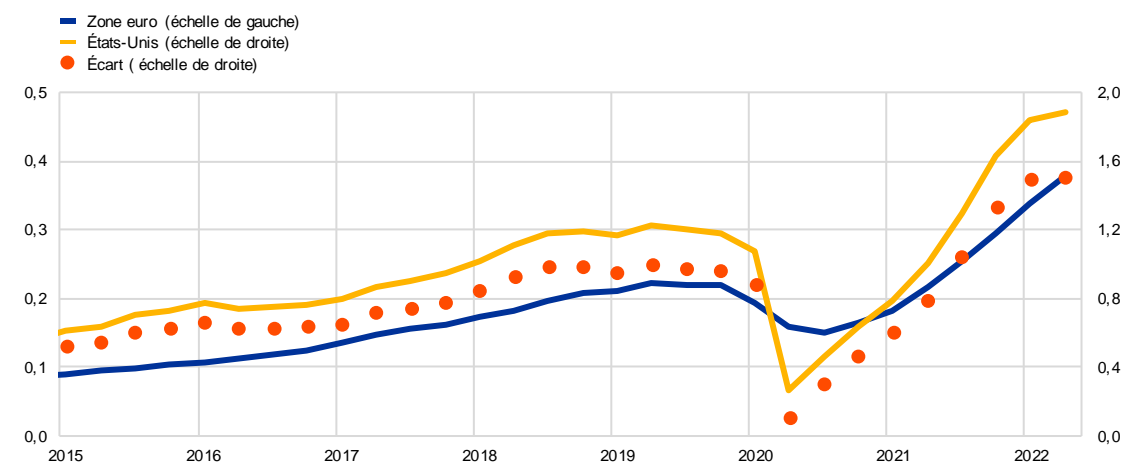
<sup>15</sup> Cf. l'encadré intitulé « Le rôle des migrations dans les faibles évolutions de la population active pendant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

niveau très faible au deuxième trimestre 2020, en particulier aux États-Unis, mais se sont depuis accentuées rapidement pour atteindre des niveaux record au premier semestre 2022 dans les deux zones économiques. Les données récentes suggèrent que l'écart entre les tensions sur le marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis a augmenté par rapport à la situation avant la pandémie. Dans la zone euro, l'augmentation récente des tensions sur le marché du travail est atténuée par une offre de main-d'œuvre plus importante qu'avant la pandémie. En dépit de facteurs démographiques limitant de plus en plus l'offre de main-d'œuvre, la population active dans son ensemble a nettement dépassé les niveaux pré-pandémiques, répondant dans une certaine mesure à la demande croissante de main-d'œuvre <sup>16</sup>. Pour les États-Unis, les évolutions les plus récentes indiquent une certaine stabilisation, comme le confirme également la diminution du taux de démission – les salariés qui quittent volontairement leur emploi en pourcentage de l'emploi total – qui fournit également une approximation satisfaisante des tensions sur le marché du travail. Aux États-Unis, les tensions concernent l'ensemble des secteurs, mais elles peuvent être attribuées en grande partie au délai nécessaire pour réintégrer les travailleurs dans certains secteurs, en particulier les loisirs et l'hôtellerie.

## Graphique B

### Tensions sur le marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis

(ratio emplois vacants/chômage)



Sources : Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Labor Statistics et calculs des auteurs.

Notes : L'écart correspond au chiffre pour les États-Unis moins le chiffre pour la zone euro. En France, les emplois vacants sont déclarés uniquement pour les entreprises d'au moins 10 salariés. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

Depuis le début de la reprise, la croissance des salaires a été plus soutenue aux États-Unis que dans la zone euro, reflétant en partie les tensions plus fortes sur le marché du travail <sup>17</sup>. Cela peut être attribué au fait que le cycle d'activité se situe à un stade différent aux États-Unis et à la demande agrégée plus forte du pays, qui est liée en partie aux politiques budgétaires plus expansionnistes visant à soutenir le revenu des ménages – via les chèques de relance et des indemnités de chômage étendues. Dans le même temps, cette situation résulte également de

<sup>16</sup> Cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro durant la pandémie de COVID-19 » *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021.

<sup>17</sup> Pour les États-Unis, nous nous concentrons sur l'indice du coût de l'emploi comme mesure des coûts salariaux, car il prend en compte tous les éléments de la rémunération des salariés (y compris les avantages) et, à la différence d'autres mesures telles que les salaires horaires, il n'est pas affecté par des modifications de la composition de l'emploi. Cela contraste avec les salaires horaires moyens, qui ont été fortement affectés par des effets de composition, car durant la pandémie l'emploi a diminué plus fortement dans les secteurs à bas salaires.



différences en termes d'offre et de demande de main-d'œuvre. Depuis le point bas lié à la crise sanitaire au deuxième trimestre 2020, la croissance des salaires nominaux s'est fortement accélérée aux États-Unis pour atteindre 5,0 % au deuxième trimestre 2022, tandis que l'accroissement de la croissance des salaires dans la zone euro a été plus progressive et plus limitée, la hausse des salaires négociés ressortant à 2,4 % au deuxième trimestre 2022 (graphique C, partie a). Aux États-Unis, les tensions sur les salaires se sont tout d'abord manifestées uniquement dans les secteurs les plus exposés à la pandémie, en particulier les loisirs et l'hôtellerie. Elles se sont ensuite propagées aux autres secteurs à partir de mi-2021 et sont désormais généralisées. Les différences entre les trajectoires de la croissance des salaires peuvent également être observées dans les évolutions de l'inflation sous-jacente aux États-Unis, qui a été plus élevée que celle de la zone euro depuis le début de la reprise <sup>18</sup>. Néanmoins, les salaires réels se sont inscrits en baisse dans la zone euro comme aux États-Unis depuis le deuxième trimestre 2021. Au premier semestre 2022, la croissance plus graduelle des salaires nominaux dans la zone euro a entraîné une baisse plus marquée des salaires réels par rapport aux États-Unis. Au deuxième trimestre 2022, la croissance annuelle réelle de l'indice du coût de l'emploi aux États-Unis s'est établie à – 3,3 %, tandis que celle des salaires négociés dans la zone euro est ressortie à – 5,2 % (graphique C, partie b). À plus long terme, compte tenu des niveaux de tensions différents sur les marchés du travail, la croissance des salaires pourrait rester plus vigoureuse aux États-Unis que dans la zone euro.

---

<sup>18</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro – une actualisation](#) » *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

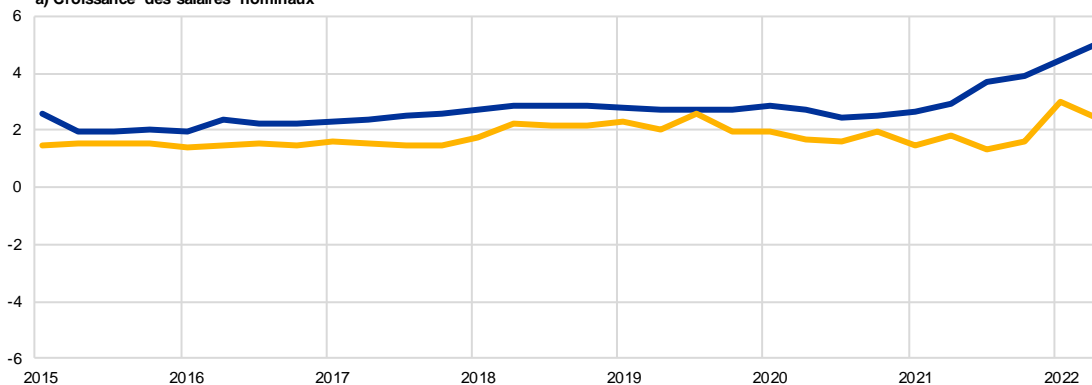
## Graphique C

### Mesures de la croissance des salaires dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)

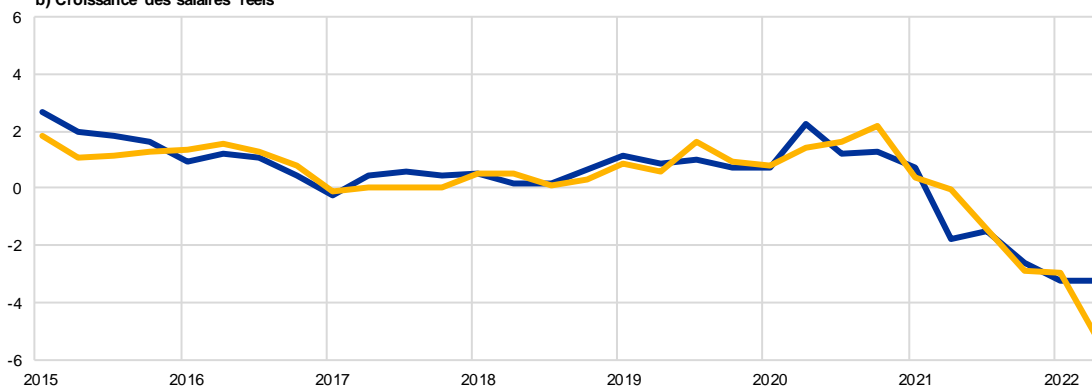
■ Indice du coût de l'emploi aux États-Unis  
■ Salaires négociés dans la zone euro

#### a) Croissance des salaires nominaux



■ Indice du coût de l'emploi États-Unis déflaté de l'IPC  
■ Salaires négociés dans la zone euro déflatés de l'IPCH

#### b) Croissance des salaires réels



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

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

### 3 Une analyse sectorielle des évolutions de la croissance des salaires dans la zone euro depuis le début de la pandémie

**La croissance des salaires a fortement varié dans les principaux secteurs de l'économie depuis le début de la pandémie**<sup>19</sup>. La pandémie et les mesures gouvernementales prises pour atténuer son impact ont contribué à créer des différences importantes s'agissant de la valeur ajoutée par secteur, du nombre moyen d'heures travaillées, de la productivité et, en particulier, de la croissance des salaires. Cela reflète l'ampleur différente avec laquelle les mesures d'endiguement, les perturbations de l'offre et la participation aux dispositifs de maintien de l'emploi ont affecté les divers secteurs durant la pandémie. Pour cette raison, les données sectorielles sont encore plus difficiles à interpréter que les données agrégées.

<sup>19</sup> Cf. également l'analyse présentée dans l'encadré intitulé « [Le rôle des évolutions sectorielles dans la croissance des salaires en zone euro depuis le début de la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

Par exemple, l'activité et le facteur travail ont été affectés plus significativement et plus durablement dans les services nécessitant de nombreux contacts, tels que l'hébergement et la restauration, les transports, les services à la personne et les loisirs, y compris le sport et les activités récréatives. Ces secteurs ont également enregistré une forte reprise durant la phase de réouverture, même s'il est difficile d'établir une distinction entre l'impact de la reprise sur la croissance des salaires et les effets de base. Pour remédier à cette difficulté, nous nous concentrons sur la variation du niveau des salaires entre le dernier trimestre avant la pandémie (le quatrième trimestre 2019) et le trimestre le plus récent (le deuxième trimestre 2022). Nous examinons cinq grands secteurs de l'économie : l'industrie (hors construction), la construction, les services nécessitant de nombreux contacts (notamment le commerce, les transports, l'hôtellerie et les autres services), les services nécessitant peu de contacts (notamment l'information et la communication, l'immobilier, les activités financières et d'assurance et les services professionnels et administratifs) ainsi que les services publics <sup>20</sup>.

**La volatilité de la rémunération par tête dans la zone euro est essentiellement imputable aux services nécessitant de nombreux contacts.** Après la mise en place des confinements liés à la pandémie, la rémunération par tête a fortement baissé (de près de 13 %) dans les services nécessitant de nombreux contacts, ce qui explique la majeure partie de la baisse de la rémunération par tête dans l'ensemble de l'économie, car ce secteur est celui qui comptait la part la plus importante de travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi. En conséquence, ces services sont les plus affectés par les effets de base, de sorte qu'ils ont connu récemment une forte croissance des salaires. La croissance de la rémunération par tête dans l'industrie et la construction s'est également ralentie au début de la pandémie, mais à un degré moindre, tandis que les salaires ont été relativement stables dans les services nécessitant peu de contacts et les services publics. Au cours des dix-huit derniers mois, les taux de croissance de la rémunération par tête ont été supérieurs à leurs moyennes historiques pour presque tous les grands secteurs.

**La rémunération par tête est supérieure à sa tendance d'avant la pandémie, principalement en raison des évolutions dans le secteur des services (graphique 8).** La comparaison des données les plus récentes avec la dernière observation précédant la pandémie permet de faire abstraction de la volatilité liée aux dispositifs de maintien de l'emploi. La rémunération par tête est supérieure à sa tendance pré-pandémique dans tous les services privés, qu'ils nécessitent de nombreux contacts ou peu de contacts. Dans ces secteurs, le nombre moyen d'heures travaillées est déjà revenu aux niveaux d'avant la pandémie, tandis qu'il ne s'est pas totalement redressé dans les autres principaux secteurs. La rémunération par tête pour l'ensemble de l'économie a également été supérieure à sa tendance de long terme, là encore principalement en raison de la hausse des salaires dans les secteurs des services. Dans les services nécessitant peu de contacts, le rattrapage est largement imputable aux activités immobilières – reflétant probablement la forte

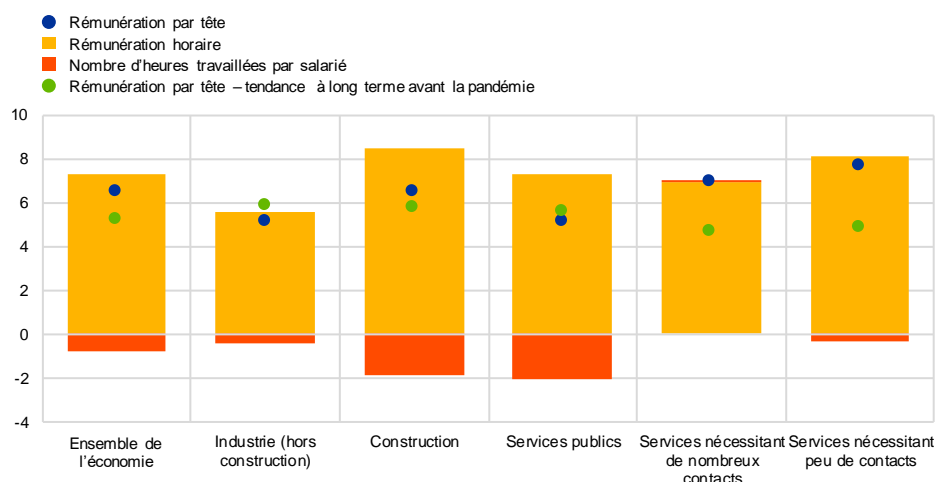
<sup>20</sup> Cf. également Bandera (N.), Bodnár (K.), Le Roux (J.) et Szörfi (B.), « *The impact of the COVID-19 shock on euro area potential output: a sectoral approach* », *Working Paper Series*, n° 2717, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2022.

dynamique de l'immobilier résidentiel – et, dans une moindre mesure, aux services professionnels et administratifs (c'est-à-dire les sous-secteurs où la demande relative à leur production n'a pas augmenté en raison de la numérisation). Dans les services nécessitant de nombreux contacts, les pénuries de main-d'œuvre dans certains sous-secteurs peuvent expliquer le renforcement de la croissance des salaires sur la période la plus récente.

### Graphique 8

#### Rémunération par tête dans les principaux secteurs et sa décomposition par rapport aux niveaux et aux tendances d'avant la pandémie

(variation en pourcentage, T2 2019-T2 2022)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

#### Initialement, la pandémie a eu un fort impact négatif sur les salaires dans les secteurs des services nécessitant de nombreux contacts, mais le taux de croissance des salaires s'est redressé avec la réouverture de l'économie.

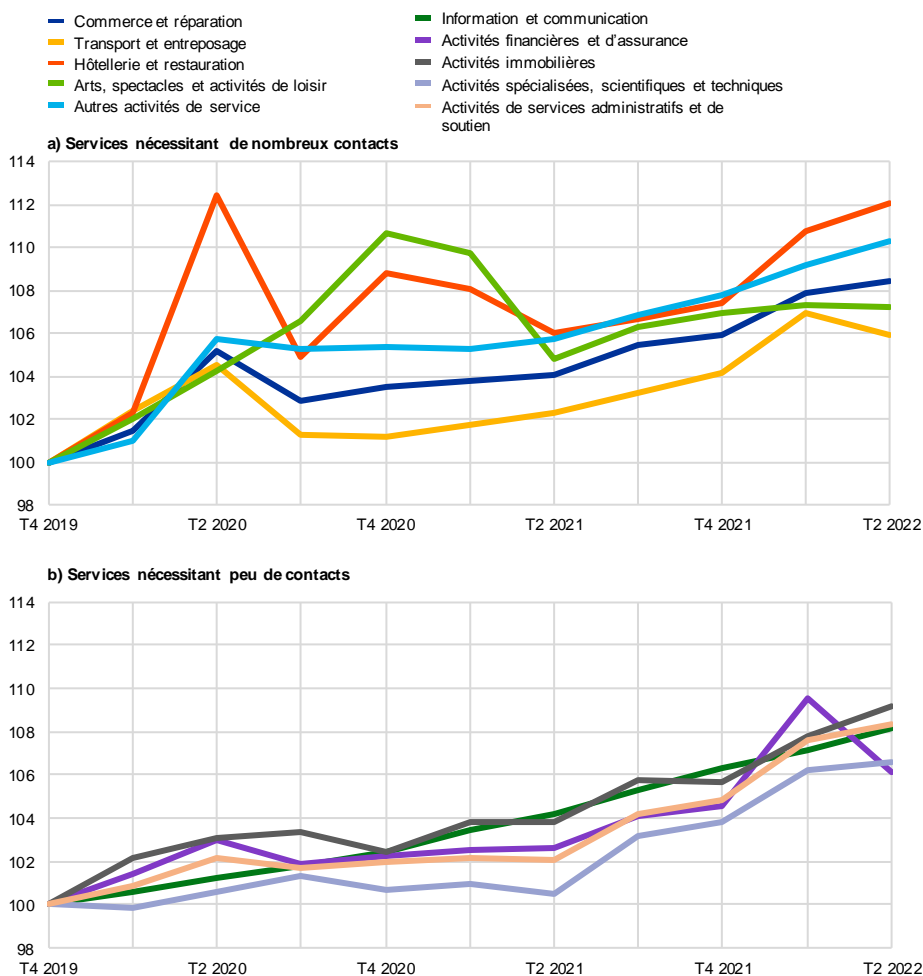
Compte tenu de leur rôle prépondérant dans les évolutions de la rémunération par tête dans l'ensemble de l'économie depuis le début de la pandémie, les secteurs des services doivent faire l'objet d'une analyse plus approfondie. Nous nous concentrons sur la composante salaires et traitements de l'indice du coût de main-d'œuvre, dans la mesure où les données des comptes nationaux fournissent une ventilation sectorielle plus détaillée pour cette composante que pour la rémunération par tête. Dans les services nécessitant de nombreux contacts, les salaires horaires ont suivi étroitement les évolutions des mesures d'endiguement et de distanciation sociale, qui ont entraîné une forte volatilité liée à la fois au nombre d'heures travaillées par salarié et à des distorsions statistiques. En revanche, dans les secteurs des services nécessitant peu de contacts tels que l'information et la communication, la croissance des salaires horaires a été moins volatile (graphique 9). Si l'on compare la dernière observation pour ces indicateurs avec leur niveau pré-pandémique, l'hétérogénéité au sein des services nécessitant de nombreux contacts est beaucoup plus grande qu'au sein de ceux qui en nécessitent peu. Cette situation reflète le fort rebond récent des salaires horaires dans les secteurs des services où le tourisme joue un rôle plus important, tels que l'hôtellerie et la restauration, les transports et le

commerce. Cette évolution est probablement liée aux pénuries de main-d'œuvre subies par certains de ces sous-secteurs à la suite de la réouverture de l'économie.

### Graphique 9

#### Indice du coût de main-d'œuvre dans les services nécessitant de nombreux contacts et dans ceux qui en nécessitent peu

(écart en pourcentage par rapport au niveau du T4 2019)



Source : Eurostat.

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

**En dépit de cet impact variable selon les secteurs, les variations de la croissance globale des salaires liées à la composition sectorielle sont restées limitées dans la mesure où les dispositifs de maintien de l'emploi ont contenu les variations de l'emploi.** Durant la reprise, les variations de l'emploi entre les différents secteurs n'ont eu qu'un léger impact positif sur la rémunération par tête et la rémunération horaire pour l'ensemble de l'économie (graphique 10). Toutefois,

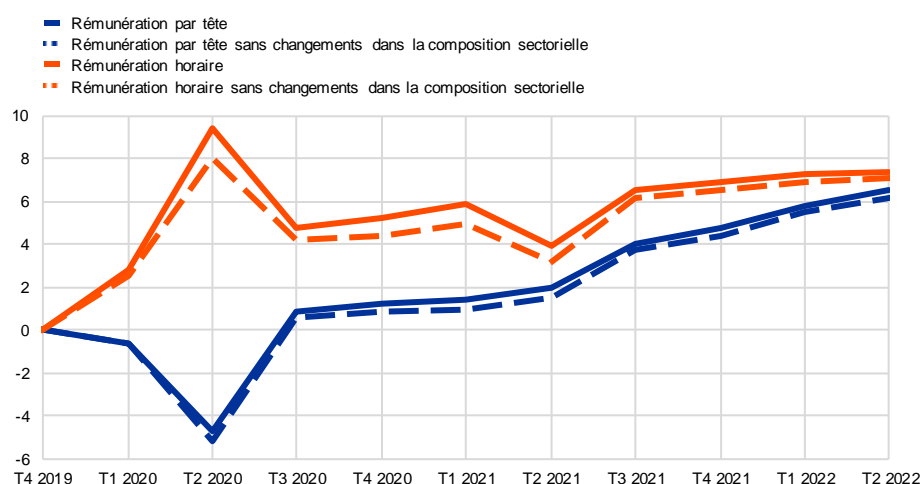
la composition de l'emploi a probablement évolué au sein des secteurs, en particulier dans ceux où l'emploi a diminué. De tels changements, observés par exemple s'agissant du niveau d'éducation, de l'âge ou du sexe des travailleurs, pourraient avoir un impact sur la croissance des salaires dans différents secteurs. Malheureusement, l'insuffisance des données signifie que ces mouvements

intra-secteur ne peuvent pas être estimés et qu'ils pourraient donner lieu à de futurs travaux de recherche <sup>21</sup>.

### Graphique 10

#### Rémunération par tête et rémunération horaire et rôle des modifications de la composition

(variation en pourcentage par rapport au niveau du T4 2019)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

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

## 4 Impact de l'inflation sur la croissance des salaires dans la zone euro

**L'examen des évolutions des salaires réels, qui prennent en compte la croissance des salaires nominaux et l'inflation, permet d'analyser les variations du pouvoir d'achat des salariés et d'évaluer les tensions qui résultent des salaires sur les coûts réels pour les entreprises.**

Le pouvoir d'achat des salariés peut être suivi en examinant les évolutions des salaires de consommation réels, qui sont obtenus en prenant la différence entre la croissance du salaire nominal et la hausse de l'IPCH. Le salaire réel est différent si l'on se place du point de vue de l'employeur. Il s'agit alors d'un facteur de coût plutôt que d'un poste de revenus, de sorte que le calcul nécessite un déflateur différent. Les salaires de production réels peuvent être calculés en corrigeant les salaires nominaux à l'aide de déflateurs de la valeur ajoutée, qui mesurent les prix facturés pour la production de biens et services dans l'économie. Les salaires de consommation réels indiquent à quel point les pertes de pouvoir d'achat ont été importantes pour les salariés. Dans la mesure où ces derniers cherchent à compenser cette perte de pouvoir d'achat, cela pourrait affecter les revendications salariales nominales. Les salaires de production réels reflètent les tensions sur les coûts impliquées par la

<sup>21</sup> Pour une évaluation détaillée de ces effets de composition dans la zone euro lors de la période qui a précédé la pandémie, cf. l'article intitulé « [Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

croissance des salaires nominaux par rapport à la croissance globale du prix de production.

**Les salaires de consommation réels et nominaux ont évolué de manière très similaire en 2020 avant de diverger fortement à partir du premier trimestre 2021, quand la hausse des prix à la consommation a commencé à s'accroître (graphique 11)** <sup>22</sup>. L'inflation totale a été très basse durant la première phase de la pandémie, reflétant la faiblesse des tensions globales sur les prix, une contribution fortement négative de la hausse des prix de l'énergie et d'autres facteurs tels que des réductions temporaires de la fiscalité indirecte pour stimuler l'économie. Par conséquent, l'écart entre les salaires de consommation nominaux et réels a été relativement faible, et les évolutions de ces salaires telles qu'elles ressortent de la rémunération par tête et de la rémunération horaire ont été principalement influencées par les effets des dispositifs de maintien de l'emploi (comme analysé dans la section 2). Lorsque l'inflation a commencé à s'accroître en 2021 – tout d'abord sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, puis également des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, en particulier pour les biens, mais aussi, plus tard, pour les services dans le contexte de la réouverture de l'économie – un écart important s'est creusé entre la croissance des salaires de consommation nominaux et réels.

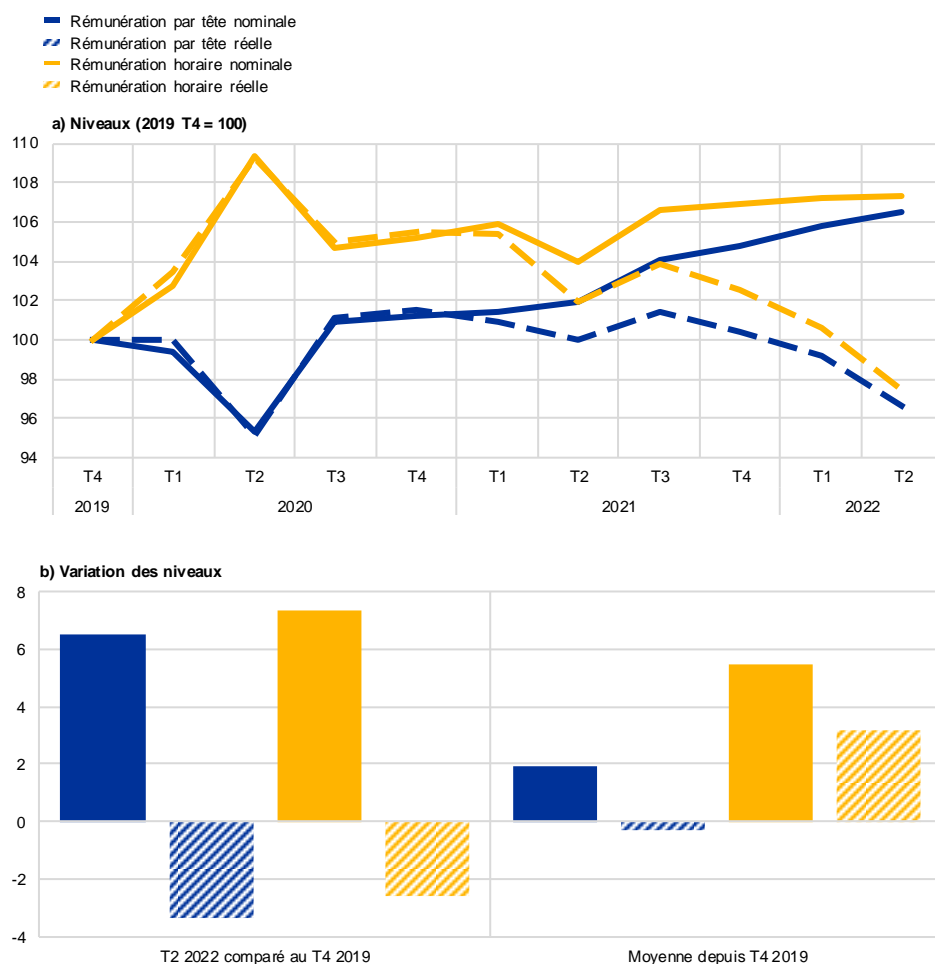
---

<sup>22</sup> Cf. l'article intitulé « [Le rôle des facteurs de demande et des facteurs d'offre dans la dynamique de l'IPCH durant la pandémie de COVID-19 – une perspective désagrégée](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021, ou Nickel (C.), Koester (G.) et Lis (E.), « *Inflation Developments in the Euro Area Since the Onset of the Pandemic* », *Intereconomics*, vol. 57, n° 2, p. 69-75.

## Graphique 11

### Croissance des salaires nominaux et réels (salaires de consommation) par rapport aux niveaux d'avant la pandémie

(partie a : indice : T4 2019 = 100) ; partie b : variation en pourcentage par rapport au niveau du T4 2019)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les rémunérations réelles par tête et horaires sont calculées en utilisant l'IPCH (salaires de consommation). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

**Les salaires de consommation réels sont à présent nettement plus bas qu'avant la pandémie et devraient continuer de baisser dans les prochains mois (graphique 12).** Les salaires nominaux ont augmenté moins vite que l'IPCH, entraînant une baisse du pouvoir d'achat des salaires, qui s'est établi, au deuxième trimestre 2022, environ 3,6 % au-dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019. Sur la période allant du quatrième trimestre 2019 au deuxième trimestre 2022, les salariés ont subi une réduction trimestrielle moyenne de 0,5 % environ du niveau de leur salaire réel d'avant la pandémie<sup>23</sup>. Les nouvelles baisses qui devraient affecter les salaires réels au cours des prochains mois seront de plus en plus ressenties par les consommateurs comme une perte de pouvoir d'achat par rapport à la période précédant la pandémie. Cela pourrait accroître les pressions sur les

<sup>23</sup> La majeure partie des paiements effectués dans le cadre des dispositifs de maintien de l'emploi est déjà incluse dans les mesures salariales telles que la rémunération par tête. Le fait de verser un soutien supplémentaire aux salariés sous forme de transferts ou d'autres prestations sociales (qui ne sont pas incluses dans la rémunération par tête) ne modifie pas significativement le tableau.



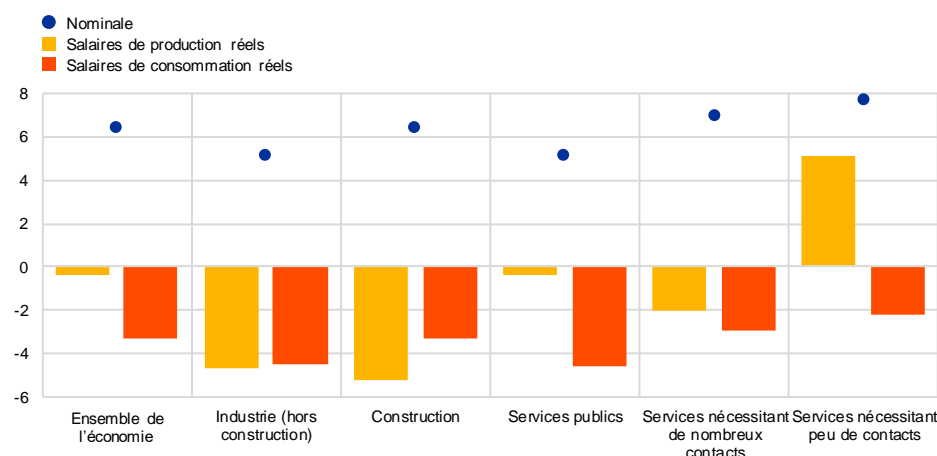
syndicats pour demander des augmentations de salaire plus importantes dans les prochains cycles de négociations salariales, en particulier dans les secteurs où les salaires sont plus bas. Toutefois, les pertes de pouvoir d'achat ne sont qu'un des facteurs affectant les revendications salariales des syndicats – les tensions sur le marché du travail et la situation économique actuelle devraient également jouer un rôle central.

**Pour l'ensemble de l'économie, par rapport aux niveaux enregistrés avant la pandémie, les salaires de production réels ont diminué beaucoup moins fortement que les salaires de consommation réels (graphique 12).** Au deuxième trimestre 2022, les salaires de production réels n'ont été inférieurs que de 0,5 % à leurs niveaux d'avant la pandémie. Cela résulte du fait que les évolutions de la croissance des salaires en tant que facteur de coûts ont été globalement similaires à celles relatives au prix de production.

### Graphique 12

#### Croissance nominale et réelle des salaires de production et de consommation dans les principaux secteurs

(variation en pourcentage par rapport au niveau du T4 2019)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les salaires de consommation réels reflètent la rémunération par tête déflatée de l'IPCH, tandis que les salaires de production réels sont calculés en se fondant sur la rémunération par tête déflatée des déflateurs de la valeur ajoutée. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

### Les évolutions des prix à la production réels ont présenté de fortes divergences entre les différents secteurs de l'économie, avec des conséquences sur les tensions attendues sur les salaires et les prix <sup>24</sup>.

Les évolutions des salaires de production réels suggèrent que des tensions sur les prix supplémentaires devraient apparaître, en particulier dans les services

<sup>24</sup> Les salaires de production réels pourraient également être analysés en déflatant les salaires à l'aide des indices des prix à la production. Ceux-ci sont disponibles pour l'industrie ou la construction, mais les données sont insuffisantes pour les services. Les indices des prix à la production mesurent les prix de la production brute, tandis que le déflateur de la valeur ajoutée mesure uniquement le prix de la valeur ajoutée (c'est-à-dire la différence entre la production brute et les consommations intermédiaires). Les salaires de production réels dans la construction, et plus encore dans l'industrie, diminuent beaucoup plus fortement quand ils sont déflatés de l'indice des prix à la production. Cela reflète probablement les augmentations significatives des coûts intermédiaires (allant bien au-delà des hausses des coûts salariaux), qui poussent à la hausse en particulier les prix de la production brute (reflétés dans les indices des prix à la production).

nécessitant peu de contacts. Cette évolution est conforme à la baisse des bénéfices unitaires dans ce secteur par rapport aux niveaux pré-pandémiques<sup>25</sup>. Même si les déflateurs de la valeur ajoutée ont augmenté globalement en phase avec les salaires nominaux dans les services publics, ceux-ci se sont accrus légèrement plus fortement que les salaires nominaux dans les services nécessitant de nombreux contacts et dans la construction et l'industrie notamment, en ligne avec les hausses importantes des bénéfices sectoriels dans ces secteurs<sup>26</sup>. Dans les services nécessitant peu de contacts, toutefois, les déflateurs ont augmenté beaucoup moins fortement que les salaires. Cela suggère que, sur la base des évolutions des salaires de production réels avec des déflateurs de la valeur ajoutée, des pressions s'exercent sur les entreprises pour augmenter les prix à l'avenir ou pour s'opposer à des revendications salariales supplémentaires. À plus long terme, la situation conjoncturelle favorable des services nécessitant peu de contacts jusqu'au deuxième trimestre 2022, conjuguée notamment aux tensions sur les marchés du travail, pourrait – si elle persiste – faire apparaître de nouvelles tensions salariales et, par la suite, des hausses des prix dans ces secteurs en particulier. Ces services étant dans une large mesure fournis aux entreprises plutôt qu'aux consommateurs, de telles hausses ne devraient affecter que partiellement l'IPCH, et avec un délai<sup>27</sup>.

## 5 Conclusions

**La pandémie de COVID-19 et les mesures gouvernementales prises pour atténuer son impact ont entraîné une volatilité exceptionnellement élevée des indicateurs relatifs à la croissance des salaires, qui complique l'évaluation des évolutions salariales.** Les effets des dispositifs de maintien de l'emploi mis en place par les gouvernements pour éviter des pertes d'emploi de grande ampleur ont joué un rôle essentiel à cet égard. Dans ce contexte économique exceptionnel, les modèles empiriques largement utilisés tels que les régressions de la courbe de Phillips pour les salaires n'offrent qu'une aide limitée pour évaluer les évolutions des salaires dans la zone euro. Cela s'explique par le fait que les indicateurs relatifs aux salaires et leurs principaux déterminants ont affiché des profils d'évolution éloignés

---

<sup>25</sup> Pour dresser un tableau plus complet, il serait intéressant d'évaluer le rôle des différences en matière de coûts des consommations intermédiaires (y compris l'énergie) dans cette analyse transversale, par exemple en évaluant les évolutions des salaires de production réels également fondés sur les indices des prix à la consommation, qui reflètent les prix à la production et incluent les coûts des consommations intermédiaires. Pour les services, toutefois, cette analyse est limitée par l'insuffisance des données (cf. la note de bas de page précédente).

<sup>26</sup> Par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, les bénéfices unitaires sectoriels ont fortement augmenté dans le secteur manufacturier et la construction ainsi que dans les services nécessitant de nombreux contacts tels que le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration. Les bénéfices unitaires par secteur ont diminué par rapport aux niveaux enregistrés avant la crise dans les services nécessitant peu de contacts comme les services professionnels, les services aux entreprises et les services de soutien. Pour plus de détails, cf. la diapositive 6 dans Schnabel (l.), « *Monetary policy in a cost-of-living crisis* », *remarques à l'occasion d'une table ronde sur le thème « Fight against inflation » lors de la IV<sup>e</sup> édition du Forum La Toja*, 30 septembre 2022.

<sup>27</sup> L'inflation peut également affecter la croissance des salaires via des mécanismes d'indexation ou des hausses des salaires minimums, qui sont souvent motivées par des variations importantes de l'inflation. Pour une évaluation de ces mécanismes, cf. l'encadré intitulé « *La prévalence de l'indexation des salaires du secteur privé dans la zone euro et son rôle potentiel pour l'impact de l'inflation sur les salaires* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021, et l'encadré intitulé « *Le salaire minimum et son rôle dans la croissance des salaires en zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

des observations historiques. Leur volatilité peut être appréhendée en prenant en compte les distorsions statistiques résultant des dispositifs de maintien de l'emploi.

**Les estimations de la croissance sous-jacente des salaires sont restées, en moyenne, relativement modérées depuis le début de la pandémie, mais ont commencé à augmenter plus récemment.** Après correction des effets des dispositifs de maintien de l'emploi en utilisant différentes méthodes, la croissance de la rémunération par tête s'établit à un niveau relativement proche de sa moyenne historique sur la période allant du début de la pandémie au deuxième trimestre 2022.

**Rien n'indique jusqu'à présent une modification de la tendance de la croissance des salaires en termes de rémunération par tête depuis le début de la pandémie.** Si l'on fait abstraction de la volatilité des deux dernières années, les niveaux des principaux indicateurs salariaux, tels que la rémunération par tête et la rémunération horaire, se situent actuellement légèrement au-dessus de ceux ressortant des tendances à long terme d'avant la pandémie. Corrigée des effets liés à la pandémie, la croissance de la rémunération par tête a essentiellement renoué avec sa tendance pré-pandémique de long terme.

**Si l'on fait abstraction des distorsions des mesures des salaires liées à la pandémie, qui ont sensiblement varié d'un secteur à l'autre, on observe des signes d'une hausse des salaires plus forte dans le secteur des services.**

Les salaires sont supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie principalement dans les secteurs des services qui ont connu récemment de graves pénuries de main-d'œuvre.

**En tenant compte de l'impact de l'inflation, les salaires de consommation réels sont désormais nettement plus bas qu'avant la pandémie.** Cela pourrait inciter les syndicats à demander des augmentations de salaire plus élevées dans les prochains cycles de négociations salariales, en particulier dans les secteurs où les salaires sont plus faibles. Pour l'ensemble de l'économie, les salaires de production réels ont baissé beaucoup moins fortement que les salaires de consommation réels par rapport à leurs niveaux pré-pandémiques<sup>2</sup> au quatrième trimestre 2019. Cette évolution est largement imputable aux services nécessitant peu de contacts.

**En ce qui concerne l'avenir, au cours des prochains trimestres, la croissance des salaires devrait être très soutenue par rapport aux profils d'évolution historiques.** Cette évolution reflète la robustesse des marchés du travail qui ont été peu affectés jusqu'à présent par le ralentissement de l'économie, les hausses des salaires minimums nationaux et un certain rattrapage entre les salaires et les taux d'inflation élevés. Au-delà du court terme, le ralentissement économique attendu dans la zone euro et l'incertitude quant aux perspectives économiques devraient exercer des pressions à la baisse sur la croissance des salaires.

# Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	2.8	2.3	1.6	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2	
2020	-3.1	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3	
2021	6.1	5.9	7.5	2.1	8.1	5.3	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6	
2021 Q4	1.7	1.7	1.6	1.2	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6	
2022 Q1	0.5	-0.4	0.7	-0.5	1.4	0.6	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1	
Q2	-0.4	-0.1	0.2	1.1	-2.6	0.8	9.7	6.4	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0	
Q3	.	0.7	-0.2	-0.2	.	0.3	10.3	7.2	8.3	10.0	2.9	.	9.3	
2022 June	.	.	.	.	.	.	10.3	6.5	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6	
July	.	.	.	.	.	.	10.2	6.8	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9	
Aug.	.	.	.	.	.	.	10.3	7.2	8.3	9.9	3.0	2.5	9.1	
Sep.	.	.	.	.	.	.	10.5	7.6	8.2	10.1	3.0	.	9.9	
Oct.	.	.	.	.	.	.	10.7	7.6	7.7	11.1	3.7	.	10.6	
Nov. <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	7.1	10.7	.	.	10.0	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports <sup>1)</sup>					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.2	-3.9
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.0	9.4	12.7
2021 Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.1	2.3	1.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.7	3.4	0.0
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.2	-0.2	0.6
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.8	-0.1	1.8
2022 June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.2	-0.2	0.6
July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.7	0.9	2.5
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.2	-0.3	2.9
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.2	46.5	0.8	-0.1	1.8
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	.	.	.
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	.	.	.

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 <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
	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>												
2019	11,986.3	11,579.0	6,381.8	2,456.1	2,657.1	1,252.0	770.7	627.6	83.9	407.3	5,772.1	5,364.9
2020	11,456.5	11,046.3	5,924.4	2,565.7	2,515.9	1,221.6	685.3	602.2	40.3	410.2	5,187.8	4,777.7
2021	12,313.5	11,834.4	6,289.0	2,717.8	2,701.7	1,369.4	761.1	563.8	126.0	479.1	6,070.2	5,591.1
2021 Q4	3,176.2	3,093.5	1,642.2	692.6	707.0	355.7	193.4	156.0	51.7	82.7	1,634.7	1,552.1
2022 Q1	3,231.7	3,147.2	1,677.8	700.4	718.7	372.8	199.5	144.5	50.2	84.5	1,713.5	1,629.0
Q2	3,292.0	3,226.7	1,725.1	707.8	741.6	383.9	207.1	148.6	52.1	65.4	1,826.7	1,761.3
Q3	3,339.0	3,327.0	1,769.0	715.7	777.8	388.0	213.9	174.0	64.4	12.0	1,890.4	1,878.4
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	96.1	51.1	22.1	21.9	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0.5	1.4	-0.1	0.4	3.4	0.2	1.6	13.5	-	-	2.6	4.7
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.7	2.1	1.5	-9.4	-	-	1.4	-0.7
Q2	0.8	1.0	1.0	-0.1	0.9	-0.4	2.2	2.4	-	-	1.7	2.2
Q3	0.3	1.5	0.9	0.1	3.6	-0.9	2.0	16.8	-	-	1.7	4.3
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.3	1.8	23.0	-	-	2.8	4.8
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.0	-6.2	-4.1	-11.6	-3.9	-	-	-8.9	-8.5
2021	5.3	4.2	3.8	4.3	3.6	6.0	9.1	-7.5	-	-	10.5	8.3
2021 Q4	4.8	5.0	5.9	2.6	2.0	1.7	1.5	3.0	-	-	8.3	9.2
2022 Q1	5.5	5.6	7.9	3.0	3.6	4.3	1.9	4.5	-	-	8.7	9.3
Q2	4.2	4.4	5.4	0.7	2.7	1.3	2.9	5.9	-	-	7.9	8.4
Q3	2.3	3.5	1.7	0.4	7.4	1.0	7.5	23.0	-	-	7.7	10.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q4	0.5	1.3	-0.1	0.1	0.7	0.0	0.1	0.6	0.6	-0.8	-	-
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.2	0.2	0.1	-0.5	-0.3	1.1	-	-
Q2	0.8	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-	-
Q3	0.3	1.4	0.4	0.0	0.8	-0.1	0.1	0.8	0.2	-1.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-
2020	-6.1	-5.6	-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	0.3	1.3	-	-
2021 Q4	4.8	4.8	3.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.2	0.8	0.0	-	-
2022 Q1	5.5	5.4	3.9	0.7	0.8	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	-	-
Q2	4.2	4.2	2.7	0.2	0.6	0.2	0.2	0.3	0.7	0.1	-	-
Q3	2.3	3.3	0.9	0.1	1.6	0.1	0.4	1.0	0.8	-1.1	-	-

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
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2019	10,743.8	176.7	2,103.8	555.5	2,041.8	531.6	481.7	1,203.9	1,251.7	2,027.1	369.9	1,242.4
2020	10,326.3	175.3	1,994.3	543.8	1,794.2	544.5	483.1	1,207.7	1,200.5	2,060.3	322.7	1,130.2
2021	11,042.0	188.1	2,166.2	594.8	1,996.5	586.1	497.1	1,242.7	1,285.8	2,151.6	333.1	1,271.5
2021 Q4	2,836.8	50.0	555.3	152.0	536.6	149.6	124.8	312.9	330.8	540.3	84.4	339.4
2022 Q1	2,891.2	51.6	576.4	158.0	545.4	150.5	124.9	315.6	335.5	546.8	86.3	340.5
Q2	2,951.4	54.3	591.8	161.4	570.5	153.9	126.8	317.8	341.0	544.2	89.8	340.6
Q3	3,006.8	55.8	597.5	162.3	588.9	154.3	128.9	323.7	346.0	557.0	92.5	332.3
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.6	5.4	18.1	5.3	4.5	11.3	11.6	19.5	3.0	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.5	0.3	0.6	2.2	-0.2	0.5	0.9	-0.8	-2.5	3.1
2022 Q1	0.9	-0.9	0.5	2.4	0.9	0.7	0.0	0.9	1.0	0.9	2.0	-1.7
Q2	0.7	-0.7	0.6	-0.7	1.7	2.1	0.2	0.2	1.0	-0.6	4.3	1.9
Q3	0.7	0.3	0.7	-1.7	1.3	0.0	-0.3	-0.1	0.3	1.4	3.0	-2.7
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.5	0.9	0.5	0.8	2.5	5.6	0.6	1.3	1.9	1.1	1.7	1.9
2020	-6.0	0.2	-6.4	-5.7	-14.1	1.9	0.5	-0.9	-5.6	-2.8	-17.7	-6.9
2021	5.2	0.0	7.0	5.3	7.9	7.0	3.0	1.7	6.0	3.5	3.1	6.3
2021 Q4	4.7	-0.9	1.9	0.8	11.8	8.7	2.2	1.8	5.7	2.0	14.2	5.8
2022 Q1	5.3	-0.5	1.8	4.6	14.1	6.5	0.4	3.2	6.3	1.9	17.2	6.7
Q2	4.3	-1.7	2.1	1.6	11.0	6.9	0.4	2.4	5.1	0.8	16.2	3.8
Q3	2.5	-1.3	2.3	0.2	4.5	5.1	-0.4	1.6	3.3	0.8	6.8	0.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-
Q3	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.5	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.3	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.4	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q4	4.7	0.0	0.4	0.0	2.0	0.5	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.4	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.0	0.3	0.6	0.2	0.5	-
Q3	2.5	0.0	0.5	0.0	0.8	0.3	0.0	0.2	0.4	0.2	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 2 Economic activity

### 2.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	85.9	14.1	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.3	1.2	2.8	1.7	3.3	-0.3	1.9	1.2	1.3	0.5
2020	-1.5	-1.6	-1.2	-2.4	-2.0	0.5	-3.9	1.8	0.0	-0.2	-2.2	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.1	-0.2	-0.3	3.2	0.5	4.8	0.8	1.0	2.8	2.1	0.5
2021 Q4	2.4	2.7	0.3	-1.0	1.2	3.1	3.3	6.5	0.8	0.5	3.6	1.7	1.7
2022 Q1	3.0	3.3	1.1	-1.3	1.5	3.5	5.0	6.1	-0.2	2.4	4.3	1.7	3.0
Q2	2.6	2.9	0.6	-0.7	1.3	3.2	4.5	6.0	0.1	2.5	3.3	1.4	2.2
Q3	1.7	1.9	0.8	-1.7	1.4	3.0	1.6	6.0	-0.4	4.2	2.4	1.4	1.2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.2	18.8	4.1	14.9	6.9	25.9	3.1	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.0	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.7	5.8
<i>annual percentage changes</i>													
2019	0.9	1.1	0.1	-3.2	0.6	2.8	1.2	2.9	0.6	2.0	1.0	1.0	-0.2
2020	-8.1	-7.4	-11.1	-3.2	-7.5	-6.5	-14.8	-1.7	-2.4	-6.0	-8.3	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.6	0.6	4.5	8.9	6.7	7.5	2.9	6.4	7.3	3.7	5.2
2021 Q4	4.8	4.7	5.3	-1.6	2.1	3.6	11.0	6.8	0.6	2.8	5.6	0.8	8.1
2022 Q1	6.6	6.6	6.4	-2.0	2.5	4.7	16.1	6.2	-0.6	6.9	6.6	1.1	13.6
Q2	3.7	4.0	2.6	-2.0	1.0	2.5	9.9	5.1	-1.5	4.5	4.0	-0.3	7.3
Q3	2.5	2.8	1.0	-1.5	2.4	2.7	3.2	6.8	-0.3	6.2	3.5	1.2	3.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.4	-0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.9	0.1	-0.3	-0.3	-0.7
2020	-6.6	-5.8	-10.1	-0.8	-5.6	-7.0	-11.3	-3.5	-2.3	-5.9	-6.2	-3.1	-9.2
2021	4.0	3.6	6.4	0.8	4.8	5.5	6.2	2.5	2.1	5.4	4.4	1.6	4.7
2021 Q4	2.3	1.9	5.0	-0.5	0.9	0.5	7.4	0.2	-0.2	2.3	1.9	-0.9	6.3
2022 Q1	3.4	3.2	5.2	-0.7	1.0	1.2	10.6	0.2	-0.4	4.4	2.2	-0.5	10.3
Q2	1.1	1.0	1.9	-1.3	-0.4	-0.7	5.2	-0.9	-1.7	2.0	0.7	-1.6	5.1
Q3	0.8	1.0	0.2	0.2	0.9	-0.3	1.6	0.8	0.1	1.9	1.1	-0.3	1.9

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 <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	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			
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.059	6.8	2.368	16.3	6.347	7.3	6.080	8.0	2.2
2020	160.959	3.5	12.833	8.0	3.0	10.281	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.320	3.4	12.633	7.7	3.2	10.181	6.8	2.452	16.8	6.432	7.4	6.202	8.1	2.4
2021 Q4	164.577	3.3	11.743	7.1	3.0	9.564	6.4	2.179	14.7	6.038	6.9	5.705	7.4	2.8
2022 Q1	165.440	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.2	5.736	6.5	5.603	7.2	3.1
Q2	166.103	3.1	11.026	6.6	2.7	8.814	5.8	2.213	14.4	5.538	6.3	5.488	7.1	3.2
Q3	.	.	11.033	6.6	.	8.727	5.8	2.306	15.0	5.518	6.2	5.515	7.1	3.2
2022 May	-	-	11.130	6.7	-	8.959	5.9	2.172	14.1	5.589	6.3	5.541	7.1	-
June	-	-	11.113	6.7	-	8.846	5.9	2.267	14.7	5.584	6.3	5.529	7.1	-
July	-	-	11.036	6.6	-	8.781	5.8	2.255	14.7	5.542	6.3	5.493	7.1	-
Aug.	-	-	11.050	6.7	-	8.737	5.8	2.312	15.0	5.516	6.2	5.534	7.1	-
Sep.	-	-	11.014	6.6	-	8.662	5.7	2.351	15.2	5.496	6.2	5.518	7.1	-
Oct.	-	-	10.872	6.5	-	8.546	5.7	2.326	15.0	5.394	6.1	5.478	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
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													
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.2	-4.4	-5.7	-0.8	3.8	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1
2021	8.0	8.8	9.6	9.1	7.8	1.6	4.7	5.1	0.8	7.9	9.4	13.3	-3.1
2021 Q4	0.2	0.1	2.2	-3.9	4.0	2.1	0.3	4.3	-0.7	6.8	14.2	16.9	-25.0
2022 Q1	-0.3	-0.1	1.2	-5.0	5.7	-0.7	5.9	5.9	-1.6	11.3	12.6	.	-13.0
Q2	0.4	0.7	-0.1	-0.2	2.4	-0.5	2.3	1.0	-2.8	2.8	7.9	.	-16.3
Q3	1.7	2.1	-1.5	5.5	2.1	-1.4	1.9	-0.7	-1.6	-0.9	3.6	.	2.2
2022 May	1.6	2.0	0.2	1.0	6.2	-1.9	2.9	1.1	-3.3	3.3	6.6	-	-17.4
June	2.2	2.4	-0.3	8.0	-2.2	0.4	1.3	-2.9	-2.1	-4.0	1.9	-	-13.5
July	-2.5	-2.6	-2.0	-5.0	-0.9	0.3	2.3	-0.8	-1.7	-0.9	2.2	-	-6.4
Aug.	2.6	3.2	-0.5	7.9	2.0	-0.6	2.0	-1.4	-1.3	-2.3	4.8	-	4.4
Sep.	5.1	6.1	-1.9	14.2	5.3	-4.0	1.0	0.0	-2.0	0.6	3.7	-	10.3
Oct.	3.4	4.7	-2.9	9.2	9.2	-8.7	.	-2.7	-3.9	-2.6	2.5	-	14.9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 May	1.3	1.9	0.2	2.9	3.0	-3.5	0.3	0.0	-1.0	0.6	0.0	-	0.5
June	0.9	0.7	-0.1	3.2	-4.2	1.0	-1.2	-1.0	0.0	-1.6	-0.9	-	0.5
July	-2.0	-2.0	-1.0	-4.1	2.2	-0.5	0.3	-0.2	0.1	-0.2	0.9	-	1.3
Aug.	1.6	1.7	-0.6	2.8	1.8	0.0	-1.0	0.0	-0.7	0.3	2.1	-	11.9
Sep.	0.8	1.5	-0.7	2.0	2.5	-1.9	0.1	0.8	0.6	1.2	-0.7	-	7.4
Oct.	-2.0	-2.2	-1.3	-0.6	-0.2	-3.9	.	-1.8	-1.5	-2.1	0.3	-	1.7

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

1) Including wholesale trade.

## 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	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q4	116.0	13.8	82.5	-7.6	9.9	3.0	16.8	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.1	11.8	82.5	-13.7	9.5	1.8	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.0	6.9	82.4	-22.4	5.5	-4.5	13.1	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	96.6	1.4	81.9	-26.9	2.8	-7.2	7.4	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
2022 June	103.2	6.9	-	-23.7	3.6	-5.2	13.4	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.6	3.3	82.3	-27.0	3.0	-7.1	9.7	91.0	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.4	1.2	-	-24.9	3.5	-6.3	7.9	-	49.6	46.5	49.8	49.0
Sep.	93.7	-0.3	-	-28.7	1.8	-8.2	4.6	-	48.4	46.3	48.8	48.1
Oct.	92.7	-1.2	81.4	-27.5	2.6	-6.7	2.1	90.7	46.4	43.8	48.6	47.3
Nov.	93.7	-2.0	-	-23.9	2.3	-6.7	2.3	-	47.1	46.0	48.5	47.8

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 <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	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	2.5	3.9	6.0	3.6	47.8	24.2	75.2	2.1	7.8	2.0
2020	19.7	95.6	-0.1	4.1	-2.7	4.7	3.8	46.1	24.7	81.7	3.4	-12.2	2.3
2021	17.7	95.8	1.4	3.4	16.9	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	7.9	3.0
2021 Q3	18.9	96.1	0.7	3.9	14.6	7.7	7.2	48.9	26.8	79.4	4.2	12.9	2.3
Q4	17.7	95.8	0.7	3.4	15.8	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	14.3	3.0
2022 Q1	16.1	95.5	0.2	3.0	16.8	5.6	8.3	48.6	25.8	78.8	4.8	16.2	3.0
Q2	14.8	95.3	-0.4	2.7	16.1	2.9	8.1	48.3	24.2	77.3	4.7	-3.5	3.2

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 <sup>1)</sup>	
	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	
2021 Q4	1,185.9	1,152.7	33.2	650.3	619.1	279.4	246.4	216.4	205.5	39.7	81.7	60.3	46.9
2022 Q1	1,224.5	1,212.2	12.3	684.6	676.2	294.3	255.8	209.5	208.4	36.1	71.8	27.8	20.6
Q2	1,278.0	1,317.5	-39.6	717.8	746.9	305.2	267.3	214.4	219.5	40.6	83.9	110.3	11.8
Q3	1,320.5	1,376.3	-55.8	755.3	806.7	308.9	284.1	217.2	204.6	39.3	80.8	17.6	10.3
2022 Apr.	417.8	431.3	-13.5	233.0	242.8	100.5	88.3	70.5	72.8	13.8	27.5	6.7	4.5
May	427.4	443.5	-16.1	240.6	248.5	101.9	89.1	71.3	78.2	13.6	27.7	95.4	3.5
June	432.8	442.8	-10.0	244.3	255.6	102.8	89.9	72.6	68.6	13.1	28.7	8.1	3.7
July	432.9	453.7	-20.8	245.2	264.1	103.7	92.3	71.7	70.4	12.4	26.9	5.7	3.4
Aug.	442.3	469.2	-26.9	253.8	275.9	102.7	95.6	72.8	70.1	12.8	27.6	4.9	3.1
Sep.	445.4	453.4	-8.1	256.2	266.8	102.5	96.3	72.7	64.1	14.0	26.3	7.0	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Sep.	5,008.9	5,058.8	-49.9	2,808.0	2,848.9	1,187.7	1,053.7	857.5	838.0	155.7	318.1	216.0	89.6
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Sep.	38.4	38.8	-0.4	21.5	21.8	9.1	8.1	6.6	6.4	1.2	2.4	1.7	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 2.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup>

(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>													
2021 Q4	12.1	32.9	637.0	323.3	116.1	186.6	524.3	656.2	403.5	97.8	148.3	450.8	72.0
2022 Q1	17.1	40.7	676.5	343.3	124.3	196.7	554.2	718.8	454.3	104.3	151.6	478.7	85.6
Q2	20.2	45.7	714.9	361.0	126.2	216.5	574.7	810.8	524.7	111.6	163.7	516.6	107.9
Q3	20.1	47.2	733.6	.	.	.	590.6	859.3	.	.	.	533.1	.
2022 Apr.	12.7	40.3	231.4	116.6	41.4	70.4	187.3	264.7	170.9	36.0	53.4	167.6	33.5
May	28.3	53.2	241.8	122.4	41.7	73.4	193.6	271.3	175.2	37.4	55.4	174.5	34.3
June	19.8	43.9	241.7	122.1	43.1	72.6	193.8	274.9	178.6	38.2	54.9	174.5	40.1
July	13.2	43.8	237.7	119.7	42.8	70.8	189.8	278.2	183.7	36.7	54.2	172.7	36.8
Aug.	23.9	53.5	245.9	123.8	44.7	73.2	198.4	293.5	191.5	40.1	57.5	182.7	32.9
Sep.	23.6	44.6	250.0	.	.	.	202.4	287.7	.	.	.	177.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	0.6	7.3	105.1	112.2	96.3	102.1	104.1	113.2	116.0	110.2	110.6	115.1	93.8
2022 Q1	2.4	10.0	106.2	111.4	101.8	103.7	105.7	114.9	117.6	115.1	110.6	118.0	93.0
Q2	2.6	11.0	106.9	110.5	100.3	109.0	105.7	121.0	123.9	120.7	115.7	123.0	95.1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Mar.	-0.7	5.8	105.5	110.7	99.4	102.5	103.8	115.6	118.2	115.4	111.8	118.1	88.6
Apr.	-2.6	6.7	105.4	108.8	99.8	108.1	104.3	119.5	122.1	117.4	114.9	121.3	93.7
May	9.5	17.5	108.3	112.5	99.0	110.7	106.8	122.3	125.2	122.7	117.5	124.9	94.3
June	1.3	9.1	107.0	110.4	102.0	108.2	106.1	121.2	124.6	121.9	114.5	122.7	97.4
July	-3.6	8.9	104.2	107.5	100.4	104.1	103.3	118.8	123.0	115.1	111.7	120.0	.
Aug.	5.9	18.7	107.0	109.9	104.6	107.4	107.1	126.3	129.8	128.2	116.2	126.6	.

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 <sup>1)</sup>

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% 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
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.6	1.0	0.7	0.2	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.8	1.8	3.4	1.6	14.4	0.8	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.4	3.4	4.2	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.2	4.0	2.9	1.9	4.4	1.0	9.5	7.8
2022 June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.5	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.7	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug.	117.9	9.1	4.3	13.1	3.8	0.6	1.2	1.0	0.7	0.3	0.3	9.4	7.2
Sep.	119.3	9.9	4.8	14.0	4.3	1.0	1.1	1.4	0.3	2.9	0.9	9.9	10.4
Oct.	121.0	10.6	5.0	15.1	4.3	1.4	1.2	1.6	0.5	6.2	0.4	10.6	11.1
Nov. <sup>3)</sup>	120.9	10.0	5.0	.	4.2	0.2	1.4	-0.3	0.3	-1.9	0.4	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed 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	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2021 Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7	
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6	
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	
2022 June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7	
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8	
Aug.	10.6	10.5	11.0	14.5	5.1	38.6	2.6	1.8	3.5	-0.2	7.2	1.9	
Sep.	11.8	11.5	12.7	15.3	5.5	40.7	2.7	1.9	5.7	-0.3	7.3	2.5	
Oct.	13.1	12.4	15.5	16.3	6.1	41.5	2.9	2.0	5.9	-0.7	7.3	2.7	
Nov. <sup>3)</sup>	13.6	13.6	13.8	.	6.1	34.9	.	.	.	.	.	.	

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 <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	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	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.9	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.6	8.1	0.8
2021 Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.7	9.5	3.3
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	10.1	9.8	3.3
Q2	149.3	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.5	95.4	12.1	9.3	0.0
Q3	163.2	41.1	17.7	14.7	20.1	7.8	14.0	.	8.6	107.9	.	.	.
2022 May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.6	93.9	-	-	-
June	150.9	36.1	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.4	-	-	-
July	157.0	38.1	18.7	15.1	21.5	7.9	13.3	.	8.4	98.0	-	-	-
Aug.	164.9	43.4	17.5	14.6	20.0	7.8	14.0	.	8.6	117.3	-	-	-
Sep.	167.6	41.9	16.9	14.5	18.9	7.6	14.6	.	8.9	108.0	-	-	-
Oct.	162.8	30.8	16.1	14.0	17.4	7.5	15.3	.	9.3	65.8	-	-	-

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](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 <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
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	
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.2	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.8	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.0	2.8	2.3	1.5	3.6	5.8	7.9	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q4	110.9	3.0	4.5	3.9	2.4	6.1	10.2	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	112.2	3.5	5.5	4.8	2.5	7.4	11.8	17.0	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5
Q2	113.4	4.2	6.7	6.3	3.5	8.4	14.6	20.7	106.1	22.5	39.7	9.2	24.2	38.2	10.8
Q3	114.6	4.3	7.1	7.3	4.2	7.4	13.3	19.4	98.3	14.8	30.9	1.5	15.5	28.7	2.3
2022 June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.2	37.6	1.6	18.4	34.7	2.8
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	11.8	30.8	-3.1	14.7	31.5	-1.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.1	30.2	4.2	15.9	26.3	5.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	91.0	16.6	31.7	3.7	16.0	28.3	3.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	94.5	10.7	25.3	-1.7	12.7	27.3	-1.9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89.3	6.2	12.3	0.5	5.9	11.0	0.0

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
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.4	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.5	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q4	46.3	41.9	19.6	36.5	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.8	49.1	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	55.1	56.2	28.5	48.9	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	45.9	54.2	27.4	40.7	76.4	74.3	74.9	67.1	61.8
2022 June	50.3	56.4	27.8	45.5	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.3	54.9	27.1	41.6	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	43.7	53.1	26.5	38.5	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9
Sep.	48.6	54.6	28.5	41.9	76.3	76.5	77.4	67.4	63.2
Oct.	44.8	56.4	30.4	44.8	77.2	72.0	76.9	66.1	62.7
Nov.	40.4	51.9	30.1	43.0	78.3	64.5	74.3	63.6	62.3

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 <sup>1)</sup>
			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	
2019	107.4	2.5	2.7	2.1	2.5	2.5	2.2
2020	110.5	2.9	3.5	1.1	2.6	3.7	1.8
2021	111.8	1.2	1.3	0.9	1.1	1.5	1.5
2021 Q4	119.3	2.5	2.2	3.5	2.6	2.2	1.6
2022 Q1	108.7	4.2	3.7	5.6	4.6	3.2	3.0
Q2	119.2	4.0	4.1	3.8	3.9	4.3	2.5
Q3	.	.	.	.	.	.	2.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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
<b>Unit labour costs</b>												
2019	105.5	1.9	-0.5	2.1	4.0	0.6	0.9	1.5	3.5	2.4	2.7	2.4
2020	110.3	4.6	-1.3	2.7	5.6	7.4	0.3	-0.2	1.4	3.9	6.2	16.1
2021	110.4	0.0	3.4	-2.9	2.4	-1.4	2.2	0.7	4.4	1.2	0.6	1.4
2021 Q4	111.4	1.2	2.8	2.1	4.5	-1.0	1.6	2.8	3.7	1.8	1.2	-6.9
2022 Q1	112.6	2.0	2.4	4.0	3.0	-0.8	2.7	3.2	4.8	2.6	2.4	-4.7
Q2	112.9	3.0	4.6	3.4	5.6	1.6	1.9	4.3	5.8	3.8	3.5	-6.1
Q3	114.1	3.3	2.9	1.7	6.0	1.8	4.0	4.4	7.9	3.9	4.0	-0.5
<b>Compensation per employee</b>												
2019	107.5	2.2	2.8	1.3	1.9	1.5	3.3	2.5	2.8	3.0	2.4	3.6
2020	107.2	-0.3	1.4	-2.0	-0.9	-3.9	0.4	0.3	0.6	0.3	2.3	-1.4
2021	111.4	3.9	3.6	4.2	4.5	5.8	4.3	2.9	5.1	4.3	1.9	4.0
2021 Q4	113.2	3.5	3.0	2.9	2.2	7.1	3.6	4.2	5.0	3.8	1.6	4.5
2022 Q1	114.5	4.5	3.3	4.3	4.2	7.8	3.2	3.8	5.6	4.6	2.7	8.5
Q2	115.4	4.6	3.6	4.2	3.9	8.0	2.8	4.6	5.7	5.6	2.8	6.8
Q3	116.7	3.9	3.3	2.7	3.2	4.7	3.2	4.5	5.2	4.8	3.4	5.0
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2019	101.9	0.2	3.3	-0.8	-2.0	0.8	2.3	0.9	-0.6	0.6	-0.2	1.1
2020	97.2	-4.6	2.7	-4.5	-6.2	-10.6	0.1	0.5	-0.8	-3.5	-3.7	-15.1
2021	100.9	3.8	0.2	7.3	2.0	7.3	2.0	2.2	0.7	3.1	1.3	2.6
2021 Q4	101.7	2.3	0.1	0.7	-2.2	8.2	2.0	1.4	1.3	2.0	0.4	12.3
2022 Q1	101.7	2.4	0.9	0.3	1.1	8.7	0.4	0.6	0.8	1.9	0.3	13.8
Q2	102.2	1.6	-1.0	0.7	-1.6	6.2	0.9	0.3	-0.1	1.8	-0.6	13.8
Q3	102.2	0.5	0.4	0.9	-2.7	2.9	-0.9	0.0	-2.5	0.9	-0.6	5.6
<b>Compensation per hour worked</b>												
2019	107.7	2.6	3.0	1.9	2.0	2.1	3.5	1.4	2.6	3.3	2.7	4.8
2020	114.1	5.9	3.7	3.4	5.4	7.2	3.2	2.1	5.5	6.3	5.2	6.4
2021	114.4	0.3	1.1	-0.3	-0.3	0.2	1.9	1.0	0.9	0.5	0.6	0.2
2021 Q4	116.0	1.6	1.0	2.3	2.2	0.3	3.7	4.9	2.6	2.2	2.6	0.0
2022 Q1	116.5	1.2	3.2	3.5	3.3	-2.5	3.1	4.2	3.1	2.0	3.3	0.1
Q2	116.8	3.6	4.9	4.5	5.3	2.1	4.0	6.2	4.7	4.7	4.6	2.7
Q3	118.5	2.9	3.2	1.6	2.9	2.5	2.7	4.1	4.0	3.3	3.6	3.6
<b>Hourly labour productivity</b>												
2019	102.6	0.7	4.3	-0.1	-1.9	1.3	2.6	0.1	-0.7	0.9	0.0	1.9
2020	104.8	2.1	3.5	1.2	0.8	0.8	3.7	2.9	5.5	2.9	-0.6	-6.5
2021	104.5	-0.2	-0.6	2.4	-3.3	1.1	-0.5	0.1	-4.5	-1.2	-0.2	-2.0
2021 Q4	104.9	0.0	0.7	-0.2	-2.7	0.7	1.8	1.6	-1.0	0.1	1.3	5.7
2022 Q1	104.2	-1.0	1.6	-0.7	0.0	-1.7	0.3	1.0	-3.5	-0.3	0.8	3.2
Q2	104.4	0.5	0.3	1.1	-0.9	1.0	1.7	2.0	-2.1	1.1	1.1	8.3
Q3	104.8	-0.2	0.2	0.0	-2.4	1.3	-1.6	-0.1	-4.4	-0.2	-0.3	3.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2019	-0.48	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022 May	-0.58	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01
Sep.	0.36	0.57	1.01	1.60	2.23	3.45	-0.02
Oct.	0.66	0.92	1.43	2.00	2.63	4.14	-0.03
Nov.	1.37	1.42	1.83	2.32	2.83	4.65	-0.04

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	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
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84
Sep.	0.67	1.54	1.67	1.95	2.13	0.59	-0.20	0.53	1.84	1.84	2.30	2.32
Oct.	1.08	1.93	1.92	1.98	2.24	0.31	-0.63	0.51	2.16	1.77	2.32	2.54
Nov.	1.46	2.02	2.04	1.96	1.99	-0.03	-1.13	-0.04	2.23	1.91	1.99	2.01

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 May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7
Sep.	382.4	3,466.2	857.4	237.7	163.2	104.7	149.3	660.3	670.9	335.8	274.9	746.8	3,850.5	27,419.0
Oct.	378.5	3,464.6	875.2	233.5	158.0	108.5	149.5	666.2	656.6	315.8	258.3	738.9	3,726.1	26,983.2
Nov.	414.2	3,840.0	958.6	253.4	165.1	119.8	165.4	733.5	745.1	346.5	274.1	781.3	3,917.5	27,903.3

Source: Refinitiv.

## 4 Financial market developments

### 4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	By initial period of rate fixation			APRC <sup>3)</sup>	Composite cost-of-borrowing indicator			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year			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
2021 Nov.	0.01	0.34	0.20	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.33	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.33	0.20	0.56	4.76	15.82	5.57	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.45	0.18	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.46	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.46	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.39	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.00	0.45	0.20	0.64	4.80	15.85	5.87	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	6.15	2.51	1.68	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	5.74	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	6.67	5.91	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. <sup>(p)</sup>	0.03	0.73	0.90	1.60	5.59	15.80	6.88	6.21	6.87	3.56	2.67	2.81	3.05	2.40	2.89	2.66

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) <sup>1), 2)</sup>

(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
2021 Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.05	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.35
2022 Jan.	-0.05	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.05	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.07	1.46	1.42
Mar.	-0.06	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.05	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.45	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.06	-0.27	0.52	1.67	1.81	2.02	2.40	1.52	1.49	1.79	1.15	1.22	1.95	1.55
June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.31	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. <sup>(p)</sup>	0.09	0.92	1.91	2.54	2.98	3.52	3.62	2.75	3.02	2.74	2.45	2.75	2.81	2.72

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 <sup>1)</sup>						
	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
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,500.3	429.8	141.1	53.0	96.3	833.1	719.4	.	.	.	.	.	.	
2021	1,431.7	428.7	153.9	62.2	87.7	761.5	671.7	387.7	138.9	79.8	26.1	31.8	137.3	104.6
2022 June	1,381.3	413.8	158.4	57.8	104.8	704.4	620.8	448.5	150.7	119.0	52.6	48.6	130.2	86.3
July	1,349.3	422.8	161.5	61.6	104.2	660.8	600.3	510.2	199.6	121.6	56.8	55.4	133.7	87.5
Aug.	1,344.2	420.9	158.7	60.2	105.7	658.9	597.7	470.6	188.1	113.6	49.5	45.3	123.6	92.0
Sep.	1,360.8	448.6	140.9	48.4	102.3	668.9	602.4	557.0	218.3	133.1	56.7	65.5	140.0	104.1
Oct.	1,360.9	463.6	139.9	50.3	100.3	657.0	596.8	566.7	250.5	134.0	57.9	57.5	124.7	98.0
Nov.	1,376.2	482.6	130.6	44.6	93.3	669.7	621.7	585.4	263.9	137.0	59.8	45.5	139.0	119.8
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,499.1	4,105.6	3,309.4	1,324.9	1,546.3	10,537.6	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,067.5	4,190.2	3,562.6	1,329.7	1,590.5	10,724.3	9,903.3	317.0	66.2	82.9	32.0	24.1	143.8	130.4
2022 June	18,697.8	4,058.0	3,461.9	1,332.1	1,397.7	9,780.1	9,023.1	298.7	80.5	65.3	22.7	12.2	140.8	132.4
July	19,235.2	4,146.5	3,545.9	1,342.8	1,453.7	10,089.1	9,309.0	236.5	51.7	61.0	31.8	8.7	115.1	110.3
Aug.	18,652.4	4,044.0	3,492.0	1,335.4	1,411.5	9,704.9	8,952.2	190.1	53.4	43.3	10.5	8.5	85.0	79.0
Sep.	18,113.4	3,975.3	3,431.4	1,307.0	1,362.4	9,344.4	8,613.7	319.6	94.5	74.8	28.3	19.3	131.0	120.9
Oct.	18,243.1	4,011.9	3,472.7	1,300.7	1,362.7	9,395.7	8,669.8	333.8	78.4	73.5	24.3	12.6	169.4	161.3
Nov.	18,612.8	4,077.2	3,521.5	1,311.5	1,409.9	9,604.2	8,866.1	322.4	78.5	75.9	34.2	32.3	135.7	122.1

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
Outstanding amount															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
2020	20,999.4	4,535.4	3,450.6	1,377.9	1,642.7	11,370.7	10,471.6	8,500.9	468.9	1,347.1	6,683.9	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2021	21,499.3	4,618.9	3,716.4	1,391.9	1,678.1	11,485.8	10,575.0	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0	10,471.6	468.9	1,347.1	6,683.9
2022 June	20,079.2	4,471.8	3,620.3	1,389.9	1,502.5	10,484.5	9,643.8	8,287.0	474.0	1,272.8	6,539.2	10,575.0	609.3	1,579.8	8,158.0
July	20,584.5	4,569.3	3,707.4	1,404.4	1,557.9	10,749.9	9,909.2	8,902.1	482.1	1,355.5	7,063.6	9,909.2	482.1	1,355.5	7,063.6
Aug.	19,996.6	4,464.9	3,650.7	1,395.6	1,517.2	10,363.8	9,549.8	8,483.2	475.5	1,311.1	6,695.6	9,549.8	475.5	1,311.1	6,695.6
Sep.	19,474.2	4,423.9	3,572.3	1,355.4	1,464.7	10,013.3	9,216.1	7,916.4	460.6	1,231.3	6,223.9	9,216.1	460.6	1,231.3	6,223.9
Oct.	19,604.0	4,475.5	3,612.7	1,351.0	1,463.0	10,052.8	9,266.6	8,469.5	506.9	1,292.0	6,669.9	9,266.6	506.9	1,292.0	6,669.9
Nov.	19,989.1	4,559.8	3,652.1	1,356.2	1,503.2	10,273.9	9,487.8	9,054.0	540.0	1,401.5	7,111.8	9,487.8	540.0	1,401.5	7,111.8
Growth rate <sup>1)</sup>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 June	4.0	2.6	7.7	4.7	4.0	3.4	3.7	1.0	-0.2	3.3	0.7	3.7	0.7	3.3	0.7
July	3.4	2.4	6.9	5.3	3.0	2.8	3.3	0.9	-0.4	3.3	0.5	3.3	0.9	-0.4	3.3
Aug.	3.5	2.4	7.0	4.4	3.4	2.8	3.2	0.8	-0.7	2.6	0.5	3.2	0.8	-0.7	2.6
Sep.	3.2	3.4	5.6	2.4	2.5	2.4	2.9	0.9	-0.9	2.3	0.7	2.9	0.9	-0.9	2.3
Oct.	3.3	4.5	3.7	0.8	1.6	2.9	3.4	0.9	-1.1	2.3	0.7	3.4	0.9	-1.1	2.3
Nov.	3.7	5.3	4.4	0.9	1.2	3.1	3.7	0.7	-1.3	1.8	0.6	3.7	0.7	-1.3	1.8

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

### 4.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2019	98.1	93.1	92.3	88.8	76.9	87.1	115.4	92.3	
2020	99.6	93.5	93.4	89.4	75.9	87.8	119.4	93.8	
2021	99.6	93.4	93.3	88.7	71.2	86.0	120.8	94.2	
2021 Q4	97.7	91.7	91.8	86.6	69.7	84.0	119.1	92.7	
2022 Q1	96.4	91.4	92.6	84.8	69.0	82.5	118.6	92.5	
Q2	95.6	90.3	93.2	83.4	67.1	80.9	116.4	90.1	
Q3	94.0	89.2	92.1	.	.	.	114.4	88.9	
2022 June	95.9	90.5	93.6	-	-	-	116.5	90.1	
July	94.1	89.1	92.0	-	-	-	114.6	88.8	
Aug.	93.6	88.7	91.7	-	-	-	114.1	88.6	
Sep.	94.2	89.7	92.6	-	-	-	114.5	89.2	
Oct.	94.8	91.0	93.3	-	-	-	115.4	90.5	
Nov.	95.9	92.4	94.4	-	-	-	117.1	92.2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2022 Nov.	1.2	1.6	1.1	-	-	-	1.5	1.9	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2022 Nov.	-1.7	0.8	3.0	-	-	-	-1.4	-0.4	

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	Croatian kuna	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	12	
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119	
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142	
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183	
2021 Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144	
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122	
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065	
Q3	6.898	7.518	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007	
2022 June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057	
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018	
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013	
Sep.	6.951	7.522	24.576	7.437	404.186	141.568	4.741	0.875	4.9097	10.784	0.964	0.990	
Oct.	7.069	7.530	24.528	7.439	418.308	144.725	4.804	0.871	4.9259	10.950	0.979	0.983	
Nov.	7.317	7.543	24.369	7.439	406.683	145.124	4.696	0.869	4.9142	10.880	0.984	1.020	
				<i>Percentage change versus previous month</i>									
2022 Nov.	3.5	0.2	-0.6	0.0	-2.8	0.3	-2.2	-0.2	-0.2	-0.6	0.5	3.8	
				<i>Percentage change versus previous year</i>									
2022 Nov.	0.3	0.3	-4.0	0.0	11.6	11.5	1.1	2.5	-0.7	8.3	-6.5	-10.6	

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 <sup>1)</sup>			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>												
2021 Q3	31,263.5	31,402.4	-138.9	11,750.6	9,540.7	12,244.2	14,342.7	-95.7	6,362.0	7,519.0	1,002.4	15,727.6
Q4	32,242.9	32,211.0	31.9	11,943.4	9,754.8	12,864.4	14,684.3	-98.5	6,476.6	7,771.9	1,057.0	15,928.9
2022 Q1	32,216.0	32,024.2	191.8	11,986.7	9,892.1	12,340.0	13,991.7	-55.4	6,841.9	8,140.4	1,102.8	16,353.9
Q2	31,940.2	31,588.2	352.1	12,315.2	10,161.0	11,505.1	13,056.4	-16.6	7,014.5	8,370.8	1,122.1	16,462.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q2	248.6	245.9	2.7	95.8	79.1	89.5	101.6	-0.1	54.6	65.1	8.7	128.1
<i>Transactions</i>												
2021 Q4	222.3	192.6	29.7	-7.5	-66.5	155.9	73.3	40.2	30.7	185.8	2.9	-
2022 Q1	367.5	372.8	-5.3	55.2	32.8	-16.1	34.9	-2.1	331.3	305.1	-0.9	-
Q2	-29.3	-48.3	18.9	59.0	-42.2	-114.7	-96.8	23.9	0.1	90.8	2.3	-
Q3	-53.2	-65.1	11.9	98.9	16.1	-191.8	-32.9	32.2	0.1	-48.3	7.4	-
2022 Apr.	-17.6	32.4	-50.0	11.4	16.8	-31.4	-58.3	32.9	-29.9	74.0	-0.6	-
May	67.0	20.7	46.3	86.3	-15.2	-55.0	-76.4	1.1	33.4	112.2	1.2	-
June	-78.7	-101.3	22.6	-38.7	-43.9	-28.3	37.9	-10.0	-3.4	-95.4	1.7	-
July	49.9	27.8	22.1	13.0	19.6	-22.5	-62.4	-1.1	59.0	70.6	1.6	-
Aug.	118.6	106.5	12.2	60.2	43.5	-33.4	51.0	10.7	78.9	11.9	2.2	-
Sep.	-221.7	-199.3	-22.4	25.7	-47.0	-135.8	-21.5	22.6	-137.8	-130.8	3.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Sep.	507.3	452.1	55.2	205.7	-59.9	-166.6	-21.5	94.2	362.2	533.5	11.7	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Sep.	3.9	3.5	0.4	1.6	-0.5	-1.3	-0.2	0.7	2.8	4.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(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												
2019	1,224.4	7,718.3	8,942.7	1,067.9	2,363.9	3,431.8	12,374.4	79.5	521.9	2.6	604.0	12,978.4
2020	1,363.7	8,876.5	10,240.2	1,033.2	2,449.4	3,482.6	13,722.8	101.8	627.0	4.4	733.2	14,455.9
2021	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2021 Q4	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2022 Q1	1,520.4	9,925.8	11,446.3	936.6	2,519.3	3,456.0	14,902.2	123.2	591.2	44.7	759.1	15,661.3
Q2	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
Q3	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
2022 May	1,525.1	10,013.0	11,538.1	940.2	2,525.5	3,465.7	15,003.8	124.1	599.0	56.8	779.8	15,783.6
June	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
July	1,531.7	10,105.3	11,637.0	1,006.1	2,537.7	3,543.8	15,180.9	125.2	593.7	30.7	749.6	15,930.4
Aug.	1,536.4	10,186.1	11,722.5	1,032.7	2,546.8	3,579.5	15,302.0	123.7	595.5	38.4	757.7	16,059.7
Sep.	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
Oct. <sup>(p)</sup>	1,541.2	10,023.6	11,564.7	1,254.9	2,555.4	3,810.3	15,375.1	124.9	619.7	21.1	765.8	16,140.9
Transactions												
2019	58.2	604.4	662.6	-61.8	62.2	0.4	663.0	4.3	-5.1	-58.0	-58.9	604.1
2020	139.2	1,244.1	1,383.4	-28.7	86.3	57.6	1,440.9	19.6	111.0	1.3	131.9	1,572.9
2021	107.4	898.5	1,005.9	-118.4	66.7	-51.8	954.1	12.1	21.2	14.5	47.8	1,001.8
2021 Q4	25.4	171.8	197.2	10.1	13.6	23.7	220.9	-4.5	41.5	-8.2	28.8	249.7
2022 Q1	50.7	134.1	184.8	14.1	10.5	24.6	209.4	4.9	-56.2	23.0	-28.3	181.1
Q2	7.6	109.8	117.4	31.6	10.6	42.2	159.5	-8.6	18.0	17.0	26.4	185.9
Q3	10.1	111.7	121.8	164.5	21.9	186.4	308.2	2.6	-11.0	39.3	30.9	339.1
2022 May	4.8	48.3	53.1	-10.9	5.0	-5.9	47.2	7.2	0.8	-2.5	5.5	52.6
June	2.9	33.3	36.2	31.1	4.1	35.1	71.3	-8.8	10.2	6.3	7.7	79.0
July	3.7	39.5	43.3	28.6	8.0	36.6	79.9	8.3	-15.4	14.4	7.3	87.1
Aug.	4.7	87.4	92.1	24.9	9.0	33.9	126.0	-1.8	1.9	10.9	11.0	137.0
Sep.	1.7	-15.2	-13.5	110.9	4.9	115.9	102.4	-3.8	2.5	13.9	12.7	115.0
Oct. <sup>(p)</sup>	3.2	-148.6	-145.5	76.4	3.3	79.7	-65.8	4.9	21.7	-27.5	-0.9	-66.7
Growth rates												
2019	5.0	8.5	8.0	-5.5	2.7	0.0	5.7	5.6	-1.0	-	-8.9	4.9
2020	11.4	16.2	15.5	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.3	-	21.8	12.1
2021	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2021 Q4	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2022 Q1	9.4	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	71.0	0.6	6.3
Q2	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
Q3	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
2022 May	8.4	7.9	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.1	10.5	-2.3	28.7	1.5	5.8
June	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
July	7.4	6.7	6.8	6.3	2.1	3.3	5.9	3.8	-5.1	101.1	1.6	5.7
Aug.	7.1	6.8	6.8	10.8	2.3	4.6	6.3	3.6	-4.8	190.7	3.4	6.1
Sep.	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
Oct. <sup>(p)</sup>	6.0	3.4	3.8	30.0	2.3	9.9	5.2	-8.0	-0.7	77.5	3.2	5.1

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
<b>Outstanding amounts</b>													
2019	2,480.7	2,068.0	255.5	150.5	6.6	7,044.9	4,399.9	491.7	2,152.4	0.9	1,023.4	216.1	464.4
2020	2,968.8	2,517.0	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,094.3	235.3	497.3
2021	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2021 Q4	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2022 Q1	3,268.6	2,839.5	289.1	129.7	10.3	8,187.2	5,478.3	358.0	2,349.8	1.0	1,263.9	231.7	553.5
Q2	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
Q3	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
2022 May	3,280.4	2,852.9	287.0	130.2	10.3	8,235.1	5,523.6	354.6	2,356.2	0.8	1,288.2	231.7	567.4
June	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
July	3,331.4	2,869.3	321.8	130.4	9.8	8,294.2	5,571.1	354.1	2,368.3	0.8	1,339.8	241.0	567.9
Aug.	3,387.3	2,899.2	347.4	132.5	8.2	8,330.3	5,596.6	357.0	2,375.8	0.8	1,367.6	237.5	566.5
Sep.	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
Oct. (p)	3,408.2	2,821.2	446.1	131.6	9.3	8,385.0	5,613.7	385.4	2,384.8	1.1	1,354.4	254.1	557.2
<b>Transactions</b>													
2019	148.4	166.0	-19.0	1.8	-0.4	396.2	361.4	-26.3	61.6	-0.5	26.5	9.2	28.7
2020	511.7	466.2	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	143.1	20.6	33.1
2021	252.0	277.0	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	145.2	-9.5	46.6
2021 Q4	69.0	68.7	5.0	-2.0	-2.7	68.0	67.6	-16.2	16.4	0.1	25.7	1.2	27.2
2022 Q1	28.3	24.4	-0.3	0.9	3.3	95.3	93.2	-10.6	12.4	0.3	28.4	4.1	7.5
Q2	22.4	8.9	12.5	0.8	0.2	62.9	57.9	-4.8	10.1	-0.3	42.1	-0.6	16.5
Q3	69.0	-11.8	80.5	2.7	-2.3	113.1	77.4	15.1	20.4	0.3	125.7	11.4	-18.5
2022 May	1.4	11.2	-11.3	0.7	0.7	29.3	26.1	-2.2	5.5	-0.2	9.4	4.6	5.1
June	17.6	0.9	15.9	0.3	0.4	15.8	13.4	-0.9	3.4	-0.1	23.5	-0.1	2.8
July	23.5	8.9	15.9	-0.2	-1.1	38.3	29.8	-0.2	8.6	0.1	16.1	8.8	-2.4
Aug.	54.1	29.0	24.8	2.1	-1.7	35.3	24.9	2.8	7.5	0.1	34.9	-3.5	-1.4
Sep.	-8.6	-49.7	39.8	0.8	0.5	39.4	22.6	12.5	4.2	0.1	74.7	6.1	-14.7
Oct. (p)	28.8	-29.1	58.9	-1.6	0.6	14.9	-5.3	15.8	4.4	0.1	-123.5	10.4	5.4
<b>Growth rates</b>													
2019	6.4	8.7	-6.9	1.2	-5.9	6.0	9.0	-5.1	2.9	-35.6	2.7	4.5	6.6
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	14.4	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	13.2	-4.0	9.4
2021 Q4	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.2	-4.0	9.4
2022 Q1	6.9	8.7	-5.0	-4.2	39.8	4.6	7.1	-14.3	2.6	26.1	13.5	5.7	12.6
Q2	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
Q3	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
2022 May	6.5	8.1	-4.4	-2.6	40.4	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.1	11.1	0.1	15.1
June	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
July	6.1	6.1	9.5	-0.9	16.4	4.2	6.1	-10.8	2.5	-4.5	11.9	5.7	13.3
Aug.	7.2	6.3	19.4	1.3	-18.5	4.2	5.8	-8.9	2.7	6.7	14.8	3.9	12.3
Sep.	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
Oct. (p)	6.0	1.4	50.8	1.8	2.6	4.1	5.0	1.3	2.5	7.6	7.0	8.0	7.4

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2019	4,649.0	988.6	3,648.7	13,851.6	11,442.4	11,830.2	4,473.1	5,930.8	888.6	149.8	1,560.1	849.2
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,324.9	11,912.9	12,291.7	4,706.6	6,132.9	906.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2021 Q4	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2022 Q1	6,550.9	1,001.6	5,546.6	15,018.2	12,561.3	12,699.2	4,915.7	6,472.2	1,020.1	153.3	1,587.9	869.0
Q2	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
Q3	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
2022 May	6,502.3	999.1	5,478.3	15,114.0	12,707.7	12,843.9	4,983.3	6,521.5	1,040.4	162.5	1,555.3	851.0
June	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
July	6,537.0	998.0	5,514.8	15,253.6	12,857.7	12,992.0	5,068.8	6,576.3	1,052.6	160.0	1,564.5	831.4
Aug.	6,426.8	998.3	5,404.3	15,320.4	12,941.5	13,073.2	5,132.8	6,595.7	1,060.0	153.0	1,548.9	830.0
Sep.	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
Oct. <sup>(p)</sup>	6,378.5	996.2	5,358.0	15,405.7	13,035.0	13,168.3	5,187.4	6,622.3	1,065.6	159.6	1,537.2	833.5
<b>Transactions</b>												
2019	-88.6	-23.3	-65.6	446.9	373.8	420.6	114.5	200.2	39.4	19.7	29.9	43.2
2020	1,039.9	13.5	1,026.3	734.0	535.3	556.1	287.6	209.3	21.2	17.1	170.6	28.2
2021	665.7	-0.4	675.7	559.9	472.0	505.4	176.0	261.8	44.3	-10.2	78.8	9.2
2021 Q4	185.3	-0.3	185.4	206.9	157.2	207.5	93.5	61.5	-11.9	14.1	57.7	-7.9
2022 Q1	100.4	4.3	96.1	197.4	192.6	186.5	46.3	71.8	80.3	-5.9	18.6	-13.9
Q2	68.7	-0.9	69.6	210.2	229.1	237.8	100.9	84.7	33.3	10.3	-14.0	-4.9
Q3	-36.4	1.9	-38.5	220.8	230.5	234.3	139.3	58.5	36.1	-3.2	-9.3	-0.5
2022 May	21.6	-3.0	24.6	59.8	88.1	76.8	36.3	30.9	18.2	2.8	-38.9	10.6
June	32.4	1.5	31.5	81.2	78.1	87.3	36.5	33.1	7.6	0.9	14.0	-10.9
July	-15.4	-2.7	-12.7	54.0	60.7	60.3	45.2	21.3	-1.5	-4.3	-5.0	-1.8
Aug.	-26.9	0.8	-27.7	85.0	92.3	92.0	63.8	19.4	16.1	-7.0	-8.4	1.1
Sep.	6.0	3.9	1.9	81.8	77.5	82.0	30.2	17.8	21.4	8.1	4.2	0.1
Oct. <sup>(p)</sup>	11.0	-6.0	17.0	-2.6	-5.1	-3.3	25.0	11.1	-39.7	-1.5	-5.4	7.9
<b>Growth rates</b>												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.3	3.4	3.7	2.6	3.5	4.6	15.9	2.0	5.5
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.4	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2021 Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.6	-1.2	6.6	-1.7
Q2	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
Q3	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
2022 May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.3	5.7	5.1	4.5	11.9	2.3	4.8	-1.2
June	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
July	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.3	4.9	4.3	-2.7
Aug.	5.5	-0.5	6.7	5.6	6.4	6.8	7.8	4.4	13.8	-0.7	3.7	-3.0
Sep.	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
Oct. <sup>(p)</sup>	4.6	0.8	5.3	5.2	6.2	6.5	8.1	4.2	10.7	3.2	1.2	-1.8

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 <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	4,473.1	4,575.8	962.7	877.1	2,633.4	5,930.8	6,223.0	720.0	4,523.9	686.9
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	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2021 Q4	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2022 Q1	4,915.7	4,890.2	909.5	1,003.0	3,003.2	6,472.2	6,672.1	701.5	5,063.2	707.4
Q2	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
Q3	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
2022 May	4,983.3	4,952.0	936.3	1,017.2	3,029.8	6,521.5	6,723.0	706.0	5,108.5	707.0
June	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
July	5,068.8	5,041.3	962.2	1,042.0	3,064.6	6,576.3	6,763.4	711.3	5,159.5	705.4
Aug.	5,132.8	5,098.4	987.7	1,063.0	3,082.0	6,595.7	6,784.7	711.5	5,178.7	705.5
Sep.	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
Oct. <sup>(p)</sup>	5,187.4	5,153.5	1,006.5	1,077.4	3,103.6	6,622.3	6,812.9	715.3	5,201.7	705.3
<b>Transactions</b>										
2019	114.5	142.2	-11.7	44.7	81.6	200.2	216.8	40.9	168.5	-9.1
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	176.0	208.2	-1.5	2.7	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.8
2021 Q4	93.5	124.4	48.1	36.7	8.7	61.5	73.5	6.4	56.2	-1.2
2022 Q1	46.3	53.5	20.6	-3.2	28.9	71.8	80.5	5.1	65.0	1.7
Q2	100.9	106.6	40.5	22.6	37.7	84.7	74.6	7.5	75.7	1.5
Q3	139.3	139.7	55.4	39.6	44.3	58.5	58.5	4.0	55.3	-0.8
2022 May	36.3	30.4	14.5	5.3	16.5	30.9	26.7	3.1	27.1	0.6
June	36.5	48.1	13.3	10.1	13.1	33.1	22.2	2.1	30.1	0.8
July	45.2	44.3	11.1	13.2	20.9	21.3	19.6	2.3	20.7	-1.7
Aug.	63.8	58.8	26.6	21.6	15.5	19.4	21.4	-0.2	19.4	0.3
Sep.	30.2	36.6	17.7	4.7	7.8	17.8	17.6	1.9	15.2	0.6
Oct. <sup>(p)</sup>	25.0	24.0	-0.5	10.5	15.0	11.1	12.9	2.4	8.0	0.7
<b>Growth rates</b>										
2019	2.6	3.2	-1.2	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2021 Q4	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Q2	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
Q3	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
2022 May	5.1	6.0	7.4	4.6	4.6	4.5	4.7	3.3	5.3	-0.1
June	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
July	6.6	7.6	15.5	7.5	3.8	4.5	4.5	3.5	5.3	-0.3
Aug.	7.8	8.7	18.8	9.7	4.1	4.4	4.5	3.3	5.3	0.0
Sep.	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
Oct. <sup>(p)</sup>	8.1	8.9	16.9	11.0	4.7	4.2	4.2	3.3	4.8	0.3

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	358.5	7,050.7	1,943.5	50.2	2,154.1	2,902.8	1,477.9	409.1	178.9	187.2
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	461.8	130.1	139.2
2021	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2021 Q4	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2022 Q1	740.2	6,882.4	1,848.2	35.9	1,988.7	3,009.7	1,361.1	353.8	153.0	164.4
Q2	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
Q3	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
2022 May	735.3	6,806.6	1,845.2	32.1	1,990.4	2,938.9	1,242.8	466.4	178.3	170.8
June	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
July	741.2	6,902.2	1,833.1	31.2	2,059.3	2,978.6	1,345.4	437.9	169.5	159.1
Aug.	649.5	6,827.0	1,813.2	31.9	2,080.4	2,901.6	1,362.0	427.0	154.6	145.7
Sep.	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
Oct. <sup>(p)</sup>	678.2	6,745.5	1,789.6	31.6	2,100.7	2,823.5	1,283.0	497.2	140.4	155.6
<b>Transactions</b>										
2019	-28.9	105.5	-5.8	-2.9	27.8	86.4	312.2	10.2	-2.7	-2.5
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.0	88.3	-59.6	122.3	-48.8	-48.0
2021	40.0	-37.1	-75.1	-5.0	-39.7	82.7	-115.8	-105.1	-11.3	-2.3
2021 Q4	65.7	4.9	-15.4	-1.5	3.4	18.5	-56.8	-15.1	-20.2	-9.2
2022 Q1	-19.0	-28.0	-19.5	-1.3	-25.0	17.8	-32.7	-131.0	34.0	34.7
Q2	17.2	19.8	-8.1	-4.2	-16.1	48.3	-61.0	4.9	7.6	-7.1
Q3	-115.0	-4.4	-47.0	-0.2	-2.4	45.2	-25.7	61.0	-16.4	-11.5
2022 May	-26.0	-12.8	-0.2	-3.4	-18.6	9.4	-57.0	-10.7	-1.1	-0.9
June	22.2	10.5	-3.2	-0.5	0.6	13.6	42.9	-44.8	-19.0	-13.5
July	-16.2	-2.7	-12.6	-0.4	-5.3	15.6	-4.2	33.9	10.2	1.8
Aug.	-91.7	-8.3	-20.6	0.7	4.6	7.0	30.6	-51.7	-14.9	-13.4
Sep.	-7.1	6.6	-13.8	-0.4	-1.7	22.5	-52.1	78.8	-11.7	0.1
Oct. <sup>(p)</sup>	35.7	-7.0	-11.6	0.1	16.7	-12.2	7.0	-53.5	-2.5	9.8
<b>Growth rates</b>										
2019	-7.4	1.5	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q4	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.8	-0.7	-4.0	-13.1	-2.0	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
Q3	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
2022 May	4.9	0.1	-3.1	-21.0	-1.7	3.6	-	-	34.5	36.4
June	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July	7.8	-0.1	-3.4	-21.0	-2.2	3.8	-	-	27.9	24.8
Aug.	-8.2	-0.1	-4.1	-18.4	-1.7	3.8	-	-	24.1	18.6
Sep.	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
Oct. <sup>(p)</sup>	-8.0	-0.4	-5.0	-17.3	-2.1	3.9	-	-	1.0	10.1

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
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.0	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	-0.1	0.1	-0.1	-3.7
2021 Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.7
2022 Q1	-4.0	.	.	.	.	-2.5
Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.4

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

### 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
2018	46.5	46.0	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	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	4.5
2021	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q3	46.7	46.0	12.9	13.0	15.3	0.7	52.8	48.1	10.4	5.9	1.4	24.5	4.7
Q4	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	5.9	1.5	24.2	4.8
2022 Q1	47.1	46.4	13.3	13.2	15.2	0.7	51.1	46.4	10.1	5.9	1.5	23.7	4.7
Q2	47.3	46.6	13.5	13.2	15.1	0.7	50.2	45.6	10.0	5.9	1.5	23.3	4.6

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

### 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
2018	86.0	3.1	13.8	69.0	48.3	32.6	37.6	8.2	77.8	16.1	28.3	41.5	84.5	1.5
2019	83.9	3.0	13.0	67.9	45.5	30.7	38.4	7.7	76.2	15.6	27.7	40.6	82.6	1.3
2020	97.0	3.2	14.2	79.7	54.4	39.1	42.6	11.1	85.9	18.9	31.0	47.2	95.4	1.7
2021	95.4	3.0	13.6	78.7	55.5	41.6	39.9	9.9	85.4	17.8	30.3	47.3	93.9	1.4
2021 Q3	97.3	3.0	13.9	80.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.4	3.0	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.2	2.9	13.4	78.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	3.0	13.3	77.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	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
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.4	9.5
2021	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2021 Q3	0.6	4.7	-1.1	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.6	-3.0	5.2
Q4	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2022 Q1	-4.4	2.5	0.4	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.4	-7.3	4.4
Q2	-3.7	1.4	0.8	1.1	0.9	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.4	-5.8	3.6

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

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		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		
												7	8
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	1.8	1.2	-0.2	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
2021 Q3	14.5	13.2	4.4	1.3	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5
Q4	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022 Q1	14.7	13.4	5.0	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4
Q2	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
2022 May	14.5	13.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5
June	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
July	14.3	13.0	4.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5
Aug.	14.5	13.3	4.7	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.1	1.9	1.7	0.3	0.3
Sep.	14.1	12.8	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Oct.	14.4	13.1	3.8	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.1	1.9	1.9	0.7	0.5

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 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.9	-10.1	-9.0	-9.5	-5.8	
2021	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.5	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q3	-7.0	-4.3	-3.8	-3.1	-9.7	-7.7	-8.0	-7.9	-4.8	
Q4	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.9	-1.8	-0.1	-5.0	-5.4	-5.1	-6.4	-0.1	
Q2	-4.3	-1.9	-0.4	0.1	-2.3	-4.5	-4.0	-5.3	1.3	
Government debt										
2018	99.9	61.3	8.2	63.0	186.4	100.4	97.8	134.4	98.1	
2019	97.6	58.9	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	134.1	90.4	
2020	112.0	68.0	18.5	58.4	206.3	120.4	115.0	154.9	113.5	
2021	109.2	68.6	17.6	55.4	194.5	118.3	112.8	150.3	101.0	
2021 Q3	111.9	68.6	19.1	57.4	201.6	121.9	115.4	154.2	106.5	
Q4	109.2	68.6	17.6	55.4	193.3	118.3	112.8	150.3	101.1	
2022 Q1	109.0	67.4	17.2	53.2	188.4	117.4	114.6	152.1	102.1	
Q2	108.3	67.2	16.7	51.4	182.1	116.1	113.1	150.2	95.2	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.5	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.2	0.6	1.8	0.6	0.1	0.6	-1.2	-0.9
2020	-4.3	-7.0	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.5
2021	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2021 Q3	-5.8	-3.6	-0.2	-7.9	-3.6	-8.2	-3.9	-6.1	-5.4	-4.3
Q4	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2022 Q1	-5.2	0.0	0.6	-7.8	-1.5	-3.5	-1.6	-3.6	-4.8	-2.0
Q2	-3.6	1.0	0.6	-6.9	0.1	-1.4	0.2	-3.0	-3.8	-1.4
Government debt										
2018	37.0	33.7	20.9	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.4	64.9
2019	36.5	35.8	22.4	40.7	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	53.3	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.8
2021	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2021 Q3	42.3	44.6	25.5	56.2	52.8	83.6	129.1	79.5	60.4	73.8
Q4	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2022 Q1	41.7	39.8	22.6	57.4	50.7	83.4	124.8	74.7	61.6	72.1
Q2	41.6	39.6	25.4	55.1	50.9	82.7	123.4	73.5	60.3	71.6

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2023

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone +49 69 1344 0  
Site internet [www.ecb.europa.eu](http://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'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 14 décembre 2022.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE QB-BP-22-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général