



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2023



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	9
2 Activité économique	15
3 Prix et coûts	22
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	32
Encadrés	40
1 Risques pesant sur le marché du gaz naturel de l'UE au niveau mondial	40
2 Comment la hausse des prix de l'énergie a-t-elle affecté la production industrielle et les importations ?	46
3 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	54
4 Comment les salariés veulent travailler – quelles préférences pour le télétravail après la pandémie	58
5 Les politiques liées au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro et l'impact macroéconomique des mesures budgétaires vertes	64
6 Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE	71
7 La substitution entre émissions de titres de créance et prêts bancaires : éléments tirés de l'enquête SAFE	78
Statistiques	85

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

Le Conseil des gouverneurs continuera d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme. En conséquence, lors de sa réunion du 2 février 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et prévoit de continuer à les relever. Compte tenu des tensions inflationnistes sous-jacentes, le Conseil des gouverneurs entend relever de nouveau les taux d'intérêt de 50 points de base lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et évaluera alors la trajectoire future de sa politique monétaire. À terme, 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 déplacement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Dans tous les cas, les futures décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Lors de sa réunion du 2 février 2023, le Conseil des gouverneurs a également fixé les modalités de la réduction des titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP). Comme indiqué en décembre, le portefeuille de l'APP sera réduit de 15 milliards d'euros par mois en moyenne, à partir de début mars et jusqu'à fin juin 2023, puis le rythme de ces réductions sera ajusté au fil du temps. Des réinvestissements partiels seront effectués conformément, dans l'ensemble, aux pratiques actuelles. Plus particulièrement, les réinvestissements restants seront alloués proportionnellement à la part des remboursements de chaque programme constituant l'APP et, dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (*public sector purchase programme*, PSPP), à la part des remboursements de chaque juridiction et de chaque émetteur national et supranational. En ce qui concerne les achats d'obligations d'entreprises de l'Eurosystème, les réinvestissements restants seront orientés plus nettement vers des émetteurs affichant une meilleure performance environnementale. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix de la BCE, cette approche soutiendra la décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème, conformément aux objectifs de l'Accord de Paris.

Activité économique

Les données d'enquêtes font état d'un ralentissement de l'activité économique mondiale au tournant de l'année, après une croissance robuste au troisième trimestre 2022. L'abandon soudain de la politique zéro-COVID en Chine devrait peser sur l'activité chinoise à court terme. Au niveau mondial, les tensions

inflationnistes persistantes érodent le revenu disponible. Les goulets d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ont continué de se normaliser, mais les perturbations de l'activité économique en Chine pourraient en provoquer de nouveaux, avec des répercussions mondiales. La dynamique du commerce mondial a continué de se ralentir en novembre, tandis que les indicateurs précoces et les prévisions en temps réel (*nowcasts*) indiquent une contraction au quatrième trimestre 2022. Les tensions sur les prix au niveau mondial demeurent élevées, mais ont peut-être atteint un pic, l'inflation totale pour l'ensemble de la zone OCDE s'étant encore ralentie en novembre.

Selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, la croissance de l'économie de la zone euro s'est établie à 0,1 % au quatrième trimestre 2022. Bien qu'il dépasse les projections de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème, ce résultat signifie que l'activité économique s'est ralentie considérablement depuis la mi-2022 et le Conseil des gouverneurs s'attend à ce qu'elle reste faible à court terme. L'activité mondiale modérée et l'incertitude géopolitique importante, due principalement à la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population, continuent de peser sur la croissance de la zone euro. Ces vents contraires, associés à la forte inflation et à des conditions de financement plus strictes, freinent les dépenses et la production, en particulier dans le secteur manufacturier.

Toutefois, les goulets d'étranglement du côté de l'offre se dissipent progressivement, l'approvisionnement en gaz est devenu plus sûr, les entreprises continuent de résorber d'importants arriérés de commandes et la confiance s'améliore. La production dans le secteur des services s'est par ailleurs maintenue, soutenue par des effets de réouverture persistants et par une demande plus forte pour les activités de loisirs. La hausse des salaires et le ralentissement récent de l'augmentation des prix de l'énergie devraient également atténuer la perte de pouvoir d'achat subie par beaucoup en raison de l'inflation élevée, ce qui soutiendra la consommation. De manière générale, l'économie s'est montrée plus résistante qu'attendu, et devrait se redresser au cours des prochains trimestres.

Le taux de chômage est resté au niveau historiquement faible de 6,6 % en décembre 2022. Toutefois, il est possible que le rythme de création d'emplois ralentisse, et le chômage pourrait augmenter au cours des prochains trimestres.

Les mesures de soutien public 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. Plus particulièrement, alors que la crise énergétique s'atténue, il est important de commencer à retirer ces mesures rapidement en fonction de la chute des prix de l'énergie et de manière concertée. Les mesures qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes à moyen terme, 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 et de réduire progressivement la dette publique. 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 réforme structurelle prévus dans le cadre du programme « *Next Generation EU* ». La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue rapidement.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, qui a été calculée en utilisant les estimations d'Eurostat relatives à l'Allemagne, l'inflation s'est établie à 8,5 % en janvier. Ce chiffre est inférieur de 0,7 point de pourcentage à celui de décembre, le recul étant principalement imputable à une nouvelle baisse marquée des prix de l'énergie. Des indicateurs extraits des instruments de marché suggèrent qu'au cours des prochaines années, les prix de l'énergie seront nettement moins élevés qu'anticipé lors de la réunion de décembre 2022. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accélérée, à 14,1 %, la flambée précédente des prix de l'énergie et d'autres consommations intermédiaires utilisées dans la production de produits alimentaires continuant de se répercuter sur les prix à la consommation.

Les tensions sur les prix restent fortes, notamment en raison de la transmission des prix élevés de l'énergie au reste de l'économie. L'inflation hors produits alimentaires et énergie est demeurée à 5,2 % en janvier, l'inflation étant passée à 6,9 % pour les biens industriels non énergétiques et étant revenue à 4,2 % pour les services. D'autres indicateurs de l'inflation sous-jacente demeurent également à des niveaux élevés. Les mesures prises par les pouvoirs publics pour compenser les prix élevés de l'énergie pour les ménages freineront l'inflation en 2023, mais devraient exercer une pression à la hausse sur l'inflation lorsqu'elles seront retirées. Dans le même temps, l'ampleur de certaines de ces mesures dépend de l'évolution des prix de l'énergie et leur contribution attendue à l'inflation est particulièrement incertaine.

Bien que les goulets d'étranglement du côté de l'offre se dissipent progressivement, leurs effets décalés continuent d'exercer une pression à la hausse sur les prix des biens. 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 croissance des salaires s'accélère, portée par des marchés du travail robustes, alors que le rattrapage par rapport à l'inflation devient le sujet principal des négociations salariales. Dans le même temps, les données récentes relatives à l'évolution des salaires sont conformes aux projections de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, mais un suivi continu reste nécessaire.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont devenus plus équilibrés. La guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population

demeure un important risque à la baisse sur l'économie et pourrait de nouveau entraîner une hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait également constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro. Par ailleurs, la reprise pourrait se heurter à des obstacles si la pandémie venait à s'intensifier de nouveau et à provoquer de nouvelles perturbations de l'approvisionnement. Le choc énergétique pourrait toutefois s'estomper plus rapidement qu'attendu et les entreprises de la zone euro pourraient s'adapter plus vite à l'environnement international difficile, ce qui favoriserait une croissance plus forte qu'attendu actuellement.

Les risques entourant les perspectives d'inflation sont également devenus plus équilibrés, à court terme en particulier. Du côté des évolutions à la hausse, les tensions existantes en amont pourraient toujours entraîner une augmentation des prix de détail à court terme. Par ailleurs, un rebond de l'activité plus fort qu'attendu en Chine pourrait stimuler de nouveau les prix des matières premières et la demande extérieure. Des facteurs intérieurs tels qu'une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible ou des augmentations de salaire plus fortes qu'anticipé pourraient alimenter une accélération de l'inflation, également à moyen terme. Du côté des évolutions à la baisse, le recul récent des prix de l'énergie, s'il persiste, pourrait contribuer à un ralentissement de l'inflation plus rapide qu'attendu. Ces pressions à la baisse sur la composante énergie pourraient ensuite également entraîner une dynamique plus faible de l'inflation sous-jacente. Une diminution supplémentaire de la demande pourrait aussi exercer une pression moindre sur les prix qu'attendu actuellement, en particulier à moyen terme.

Conditions financières et monétaires

À mesure du resserrement de la politique monétaire par le Conseil des gouverneurs, les taux d'intérêt de marché continuent d'augmenter, et emprunter devient plus cher pour le secteur privé. L'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises s'est fortement ralenti au cours des derniers mois. Cette évolution s'explique en partie par une baisse des besoins de financement des stocks. Cela reflète aussi un affaiblissement de la demande de prêts pour financer les investissements des entreprises, dans un contexte de forte augmentation des taux des prêts bancaires et de durcissement prononcé des conditions d'octroi de crédits, également visible dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. L'emprunt des ménages a continué de baisser, reflétant une hausse des taux des prêts, un durcissement des conditions d'octroi de crédits et une forte contraction de la demande de prêts hypothécaires. À mesure du fléchissement de l'octroi de crédits, la croissance monétaire se ralentit également rapidement, avec un recul marqué de ses composantes les plus liquides, notamment des dépôts à vue, qui n'a été que partiellement compensé par un déplacement vers les dépôts à terme.

Conclusion

En résumé, le Conseil des gouverneurs continuera d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme. En conséquence, lors de sa réunion du 2 février 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et prévoit de continuer à les relever. Compte tenu des tensions inflationnistes sous-jacentes, le Conseil des gouverneurs entend relever de nouveau les taux d'intérêt de 50 points de base lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et évaluera alors la trajectoire future de sa politique monétaire. À terme, 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 déplacement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. En outre, à partir de début mars 2023, 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.

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 se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour faire en sorte que l'inflation revienne au niveau de sa cible à moyen terme.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 2 février 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base. Dès lors, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront relevés à respectivement 3,00 %, 3,25 % et 2,50 % à compter du 8 février 2023. Compte tenu des tensions inflationnistes sous-jacentes, le Conseil des gouverneurs entend relever de nouveau les taux d'intérêt de 50 points de base lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et évaluera alors la trajectoire future de sa politique monétaire.

Comme indiqué en décembre, à partir de début mars 2023, 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 fin juin 2023, puis son rythme sera ajusté au fil du temps. Le Conseil des gouverneurs 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.

En se fondant sur la décision de décembre, le Conseil des gouverneurs a fixé en février les modalités détaillées de la réduction des titres détenus par l'Eurosystème

dans le cadre de l'APP par le biais du réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Durant la période de réinvestissement partiel, l'Eurosystème conservera l'approche existante permettant des réinvestissements sans heurt. Les remboursements mensuels réalisés dans le cadre de l'APP entre mars et juin 2023 dépasseront le rythme moyen de retrait décidé de 15 milliards d'euros par mois. Des réinvestissements partiels supérieurs à 15 milliards d'euros par mois permettront de garantir que l'Eurosystème maintient une présence continue sur le marché au titre de l'APP au cours de cette période.

Les réinvestissements restants seront alloués proportionnellement à la part des remboursements de chaque programme constituant l'APP, c'est-à-dire le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP).

Dans le cadre du PSPP, la répartition des réinvestissements entre les juridictions et au fil du temps continuera de suivre la pratique actuelle. Plus particulièrement, les réinvestissements restants seront alloués proportionnellement à la part des remboursements de chaque juridiction et de chaque émetteur national et supranational. Les réinvestissements seront répartis dans le temps afin de permettre une présence régulière et équilibrée sur le marché.

S'agissant des programmes du secteur privé (ABSPP, CBPP3 et CSPP), les achats sur le marché primaire seront progressivement abandonnés dès le début des réinvestissements partiels afin de mieux piloter le montant des achats réalisés dans le cadre de chaque programme. La présence de l'Eurosystème sur le marché au cours de la période de réinvestissement partiel se concentrera par conséquent sur les achats sur le marché secondaire. Toutefois, les émetteurs privés non bancaires ayant de meilleures performances environnementales et les obligations vertes d'entreprises continueront de donner lieu à des acquisitions sur le marché primaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé d'orienter plus nettement ses achats d'obligations d'entreprises vers des émetteurs affichant une meilleure performance environnementale au cours de la période de réinvestissement partiel. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix de la BCE et conformément au plan d'action climatique du Conseil des gouverneurs, cette approche soutiendra la décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème, conformément aux objectifs de l'Accord de Paris.

S'agissant du 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 données d'enquêtes indiquent un ralentissement de l'activité économique mondiale au tournant de l'année, après une croissance robuste au troisième trimestre 2022. L'abandon soudain de la politique zéro-COVID en Chine devrait peser sur l'activité chinoise à court terme. Au niveau mondial, la persistance des tensions inflationnistes érode le revenu disponible. Les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales ont continué de se normaliser, mais les perturbations de l'activité économique en Chine pourraient entraîner de nouvelles tensions sur les chaînes d'approvisionnement, avec des répercussions mondiales. La dynamique du commerce mondial a continué de se modérer en novembre, tandis que les indicateurs précoces et les prévisions en temps réel (nowcast) indiquent une contraction au quatrième trimestre 2022. Les tensions sur les prix demeurent élevées au niveau mondial, mais ont peut-être atteint un pic, l'inflation totale dans l'ensemble de la zone OCDE s'étant encore ralentie en novembre.

Les perspectives mondiales restent freinées par le ralentissement de la demande.

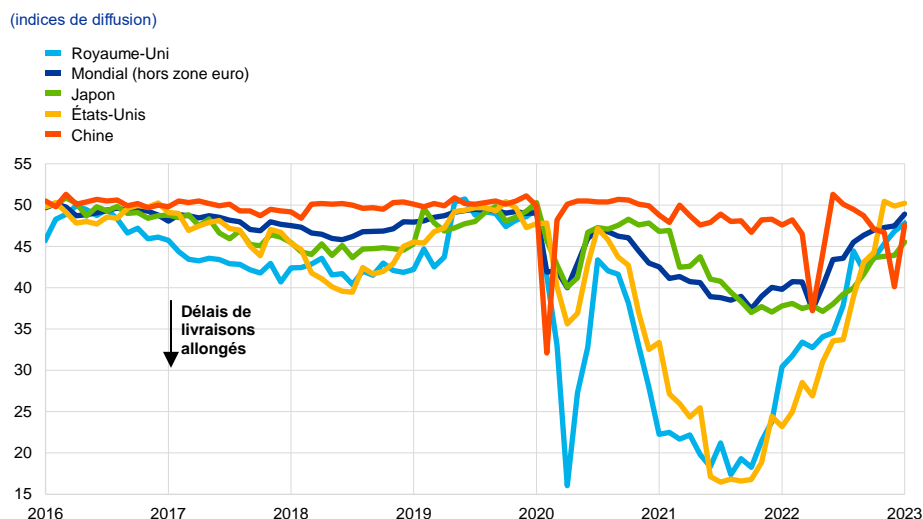
L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) de décembre pour la production mondiale a confirmé le ralentissement de la dynamique de l'économie mondiale vers la fin de l'année, l'indice demeurant inférieur au seuil neutre (48,7). L'indicateur interne de suivi de l'activité mondiale de la BCE, qui est basé sur des données à haute fréquence, signale également un nouveau ralentissement de l'activité économique au quatrième trimestre. L'affaiblissement de la dynamique de la croissance économique mondiale au quatrième trimestre fait suite à la forte croissance du troisième trimestre, au cours duquel le PIB mondial a augmenté de 1,7 % en glissement trimestriel, sous l'effet du rebond aux États-Unis et en Chine. Toutefois, l'indicateur a indiqué une amélioration en décembre du fait de données relatives au marché du travail et aux marchés financiers plus solides. Cela indique une possible reprise progressive début 2023, qui pourrait être soutenue au cours de l'année par la réouverture de l'économie chinoise.

Les chaînes d'approvisionnement mondiales demeurent assez résistantes malgré les perturbations liées à la COVID en Chine.

Des signes de nouvelles aggravations des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sont apparus en Chine dans un contexte de recrudescence des infections à la COVID-19, comme le reflètent l'allongement en novembre et décembre des délais de livraison des fournisseurs chinois ressortant de l'indice PMI. Toutefois, peu d'éléments indiquent que l'allongement des délais de livraison en Chine se répercute au reste du monde. En effet, les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales ont poursuivi leur normalisation, en raison du ralentissement de la demande mondiale. En janvier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs a continué de s'améliorer, se rapprochant du seuil neutre (graphique 1). Les tensions sur l'offre à l'échelle mondiale ont diminué pour tous les produits, y compris les textiles et les biens électroniques. Néanmoins, l'aggravation des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales demeure un risque à la baisse pour l'économie mondiale à la suite de la levée des restrictions liées à la COVID-19 en Chine.

Graphique 1

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



Sources : S&P Global, CNBS et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

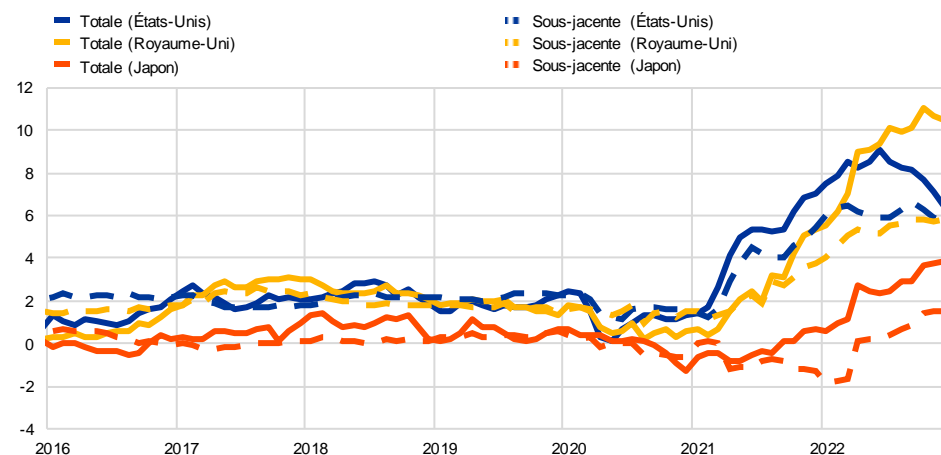
La dynamique du commerce mondial s'est essouffée vers fin 2022, en ligne avec l'activité mondiale. Les importations mondiales ont affiché une certaine résistance au troisième trimestre de l'année (avec une croissance de 0,9 % en glissement trimestriel), mais les perspectives relatives au commerce au quatrième trimestre se sont assombries. La dynamique des échanges mondiaux de marchandises est devenue négative en novembre, en raison de la baisse des importations dans les économies avancées et les économies de marché émergentes (EME). Les indicateurs précoces et les indicateurs avancés indiquent également une contraction du commerce mondial au quatrième trimestre 2022. En particulier, les indices agrégés de décembre ressortant de l'indice PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation dans les économies avancées comme dans les EME sont demeurés inférieurs à leur médiane à long terme et au seuil neutre. Cela est cohérent avec la prévision interne en temps réel (*nowcast*) de la BCE relative aux échanges commerciaux, qui prévoit une contraction des importations mondiales au quatrième trimestre, dans un contexte de contributions négatives des données quantitatives (*hard data*) et des données liées aux transports.

Les tensions inflationnistes mondiales demeurent élevées mais pourraient déjà avoir atteint un pic. En novembre, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans la zone OCDE a diminué, revenant à 10,3 % (7,0 % hors Turquie), la hausse des prix de l'énergie ayant continué de diminuer tandis que la hausse des prix des produits alimentaires est restée inchangée. L'inflation sous-jacente a légèrement diminué, revenant à 7,5 %. La dynamique de l'inflation totale en glissement sur trois mois annualisé s'est ralentie pour le sixième mois consécutif, prolongeant la tendance d'atténuation des tensions sur les prix. La dynamique de la hausse des prix des services et de l'inflation sous-jacente a également commencé à se ralentir dans plusieurs économies avancées, ce qui laisse penser que les

tensions inflationnistes mondiales restent élevées, mais qu'elles pourraient déjà avoir atteint un pic (graphique 2).

Graphique 2 Inflation totale et sous-jacente aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : L'inflation sous-jacente se rapporte à l'inflation pour toutes les composantes, hors produits alimentaires et énergie. Les dernières observations se rapportent à décembre 2022.

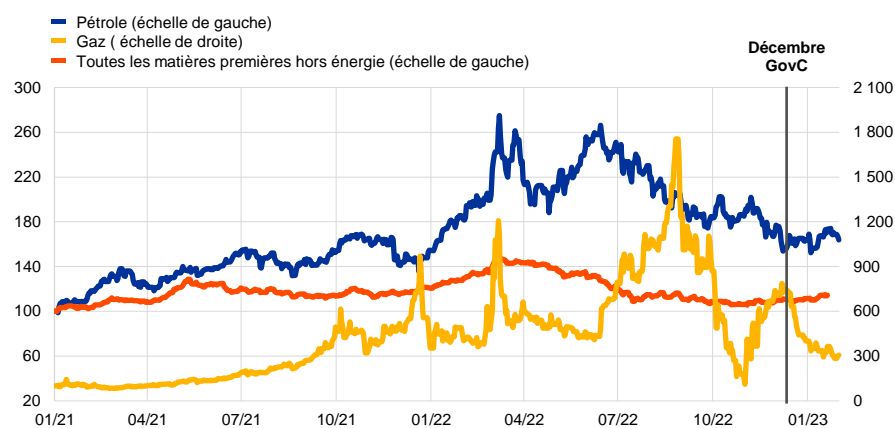
Les prix du gaz naturel ont nettement diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre en raison du ralentissement de la demande mondiale, d'un hiver relativement doux et de mesures efficaces d'économie de gaz (graphique 3).

Les prix du pétrole ont enregistré une légère baisse de 2 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, la hausse attendue de la demande après la réouverture de la Chine ayant été contrebalancée par le ralentissement économique mondial, qui continue d'affecter les prix du pétrole. L'effet de la réouverture de la Chine sur les prix du pétrole a été relativement contenu jusqu'ici, ce qui indique que l'impact de l'augmentation des cas de COVID-19 a entraîné une baisse de l'activité économique. Les prix mondiaux du pétrole ont été peu affectés par l'embargo de l'UE et le plafonnement des prix du pétrole brut russe, tandis que les sanctions ont fait baisser le prix de vente du pétrole russe. Toutefois, des risques sont à prévoir. En particulier, en février, l'embargo de l'UE et le plafonnement des prix ont été étendus aux prix du pétrole raffiné. En outre, la Russie a annoncé qu'elle interdirait la vente de pétrole aux pays appliquant le plafonnement des prix du pétrole à partir de février. En Europe, les prix au comptant et ceux des contrats à terme sur le gaz ont diminué d'environ 50 % en raison de la très faible demande de gaz en Europe due à l'hiver inhabituellement doux et à l'efficacité des mesures d'économie de gaz. Par conséquent, les niveaux de stockage du gaz en Europe demeurent élevés, ce qui devrait faciliter la reconstitution des réserves avant l'hiver prochain. Toutefois, le marché européen du gaz reste vulnérable aux risques liés à l'offre mondiale, tels qu'un rebond de la demande de gaz en Chine en raison de la réouverture de son économie. La hausse des prix des métaux depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre (+ 9 %) résulte de l'optimisme quant à la demande future à la suite de la réouverture de la Chine. Après l'atonie de la demande observée en 2022, un rebond de la demande chinoise représenterait un

risque important à la hausse pour les prix des métaux. La hausse des prix des produits alimentaires (+ 1 %) résulte des révisions à la baisse de l'offre mondiale de maïs.

Graphique 3 Évolutions des prix des matières premières

(indice : 1^{er} janvier 2021 = 100)



Sources : Refinitiv, HWWI et calculs de la BCE.

Notes : Le gaz se rapporte au prix du gaz TTF néerlandais. La ligne verticale représente la date de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2022. Les dernières observations se rapportent au 31 janvier 2023 pour le pétrole et le gaz et au 20 janvier 2023 pour les matières premières hors énergie.

Aux États-Unis, l'activité économique a mieux résisté que prévu. Le PIB en volume a augmenté de 2,9 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2022. Le léger ralentissement de l'activité économique par rapport au trimestre précédent reflète une demande intérieure plus faible et un recul prononcé des exportations nettes, sous l'effet d'une baisse plus importante des exportations en volume par rapport au trimestre précédent. Toutefois, le renforcement de la croissance au second semestre 2022 par rapport au premier semestre masque une tendance sous-jacente à la baisse de la consommation privée et de l'investissement sur l'ensemble de l'année. Malgré les tensions sur le marché du travail, l'inflation totale est en baisse, les tensions sur l'énergie s'atténuant. La hausse annuelle de l'IPC total est revenue à 6,5 % en décembre, tandis que l'inflation annuelle hors produits alimentaires et énergie (*core*) est revenue à 5,7 %, ce qui reflète, au sein de ses composantes, un ralentissement de la hausse des prix des biens partiellement contrebalancé par la persistance du niveau élevé des prix des services. Pour l'avenir, les perspectives de croissance pour le premier semestre 2023 demeurent obscurcies par la nouvelle détérioration attendue de l'investissement privé dans l'immobilier résidentiel, malgré la modération de l'inflation et la vigueur des marchés du travail.

En Chine, l'abandon soudain de la politique zéro COVID perturbe l'activité économique à court terme. La levée soudaine des restrictions liées à la COVID le 7 décembre a surpris et fait suite à des manifestations en Chine contre les mesures d'endiguement. En décembre, l'indice des directeurs d'achat établi par le Bureau national des statistiques pour la Chine, qui rendait compte de la deuxième partie du mois (lorsque le nombre d'infections était en hausse), a fortement diminué, en particulier pour les activités liées aux services. Cette baisse de la demande s'est

reflétée dans l'indice à haute fréquence QuantCube relatif à la consommation en Chine. Les indicateurs quotidiens de mobilité dans les villes chinoises ont également suggéré une forte baisse en décembre, bien qu'elle ait été suivie d'un rebond partiel provisoire en janvier. Reflétant ces tendances, le PIB s'est ralenti pour s'établir à 2,9 % en glissement annuel au dernier trimestre 2022. Les tensions inflationnistes en Chine ont été modérées, ce qui est cohérent avec l'atonie de l'activité économique. La hausse de l'indice des prix à la production est demeurée négative pour le troisième mois consécutif en décembre, tandis que la hausse annuelle de l'IPC est inférieure à 2 % depuis octobre.

Au Japon, l'activité économique continue de se redresser dans un contexte de hausse de l'inflation. Le PIB en volume devrait avoir renoué avec une croissance positive au quatrième trimestre, mais d'importants facteurs défavorables subsistent. Le rebond de la consommation privée réelle est resté modeste jusqu'à présent, avec des dépenses privées réelles en biens toujours inférieures aux niveaux pré-COVID. Dans le même temps, l'activité manufacturière s'est affaiblie au quatrième trimestre 2022, freinée par le ralentissement de la demande mondiale et de la reprise après les contraintes d'offre. L'inflation totale s'est encore accentuée pour s'établir à 4 % en décembre, largement soutenue par la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires. L'inflation sous-jacente a légèrement augmenté, passant de 1,5 % en novembre à 1,6 % en décembre. Pour l'avenir, l'inflation totale devrait légèrement diminuer en 2023 en raison de la baisse des tensions sur les coûts des importations, de l'appréciation du yen et des subventions liées à l'énergie.

Au Royaume-Uni, la dynamique de la croissance devrait encore s'affaiblir. Alors que le PIB mensuel a surpris favorablement en novembre, avec une reprise modérée en raison d'une forte activité dans les services, la plupart des indicateurs à court terme indiquent une atonie prolongée de la dynamique de la croissance, les ménages continuant à être confrontés à la baisse des salaires réels, à des conditions financières restrictives et à une correction du marché de l'immobilier. Les grèves massives des employés du secteur public britannique en décembre et janvier pèseront également sur l'activité. La hausse annuelle de l'IPC est revenue à 10,5 % en décembre. Cette baisse résulte une fois de plus principalement de la contribution négative des prix des carburants destinés aux véhicules, qui n'a été que partiellement contrebalancée par la hausse des prix des produits alimentaires, de la restauration et de l'hôtellerie. L'inflation sous-jacente est demeurée à 6,3 % en décembre, principalement en raison de la hausse des prix des services.

Les perspectives concernant les EME demeurent modérées. Les données tirées de l'enquête de décembre font état d'une nouvelle baisse de la production manufacturière dans les grandes économies émergentes, à l'exception de l'Inde et de la Russie. En outre, les perspectives des EME, telles qu'approximées par les nouvelles commandes à l'exportation, se sont détériorées dans tous les pays. En particulier, l'Asie, pivot mondial pour les produits du secteur technologique, semble avoir été fortement affectée par l'affaiblissement de la demande mondiale, comme en atteste la baisse des exportations de semi-conducteurs. Dans le même temps, la hausse de l'IPC a diminué dans certaines EME mais demeure élevée et

devrait s'avérer persistante. Les données de décembre suggèrent que l'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable et qu'elle dépasse déjà l'inflation totale dans plusieurs pays.

2 Activité économique

La croissance économique dans la zone euro s'est ralentie au second semestre de l'année dernière, ressortant à 0,1 % au quatrième trimestre 2022, après 0,3 % au troisième trimestre. L'activité mondiale modérée et l'incertitude géopolitique importante, dues principalement à la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine, continuent de peser sur la croissance de la zone euro. Ces vents contraires, associés à la forte inflation et à des conditions de financement plus strictes, freinent les dépenses et la production, en particulier dans le secteur manufacturier. Toutefois, les goulets d'étranglement du côté de l'offre se dissipent progressivement, l'approvisionnement en gaz est devenu plus sûr, les entreprises continuent de résorber d'importants arriérés de commandes et la confiance s'améliore. La production dans le secteur des services s'est par ailleurs maintenue, soutenue par des effets de réouverture persistants et par une demande plus forte pour les activités de loisirs. La hausse des salaires et le ralentissement récent de l'augmentation des prix de l'énergie devraient également atténuer la perte de pouvoir d'achat subie par beaucoup en raison de l'inflation élevée, ce qui soutiendra la consommation. De manière générale, l'économie s'est montrée plus résistante qu'attendu, et devrait se redresser au cours des prochains trimestres. Les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont devenus plus équilibrés.

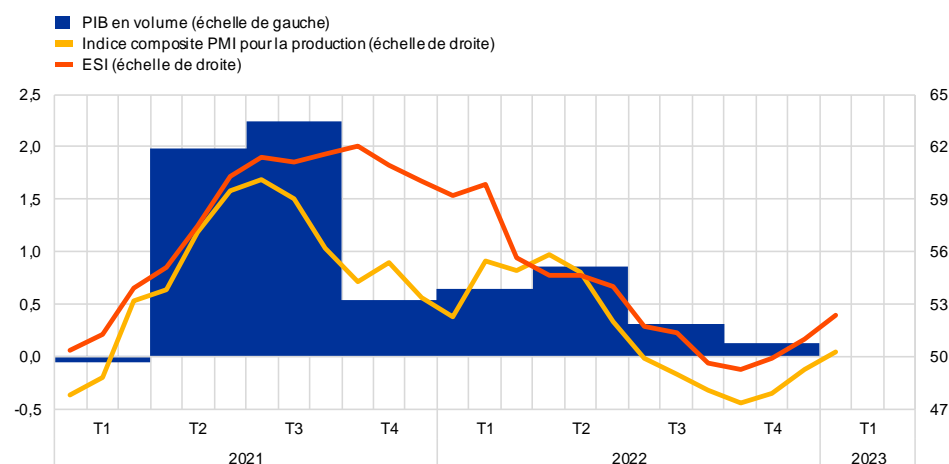
La croissance économique de la zone euro s'est ralentie au second semestre 2022. Après des évolutions économiques dynamiques au premier semestre 2022, la croissance s'est nettement ralentie, à 0,3 % au troisième trimestre, et à 0,1 % au dernier trimestre de l'année dernière (graphique 4). Si la forte croissance enregistrée auparavant a résulté d'un rebond de la demande de services nécessitant de nombreux contacts qui a fait suite à la réouverture de l'économie après la levée, au premier semestre de l'année, des restrictions liées à la pandémie, la flambée des prix de l'énergie a commencé à freiner les dépenses et la production au second semestre 2022. La zone euro a également été affectée par l'impact de l'affaiblissement de la demande mondiale parallèlement au resserrement de la politique monétaire dans plusieurs grandes économies. Aucune ventilation de la croissance n'est encore disponible, mais les indicateurs à court terme et les données nationales publiées suggèrent que la demande intérieure et les variations des stocks ont contribué de façon négative à la croissance au quatrième trimestre, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution positive. Selon une première estimation de la croissance annuelle pour 2022, sur la base des données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, le PIB a augmenté de 3,5 %. L'acquis de croissance en 2023 est estimé à 0,5 %, soit légèrement au-dessous de la contribution historique moyenne ¹.

¹ Cela signifie que le PIB augmenterait de 0,5 % en 2023 si l'ensemble des taux de croissance trimestriels cette année étaient nuls (c'est-à-dire si les niveaux trimestriels du PIB demeurent au même niveau qu'au quatrième trimestre 2022).

Graphique 4

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, S&P Global et calculs de la BCE.

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022 pour le PIB en volume et à janvier 2023 pour l'ESI et le PMI.

Malgré une faiblesse persistante, les indicateurs économiques récents fournissent des signaux contrastés concernant la croissance du PIB au début de l'année.

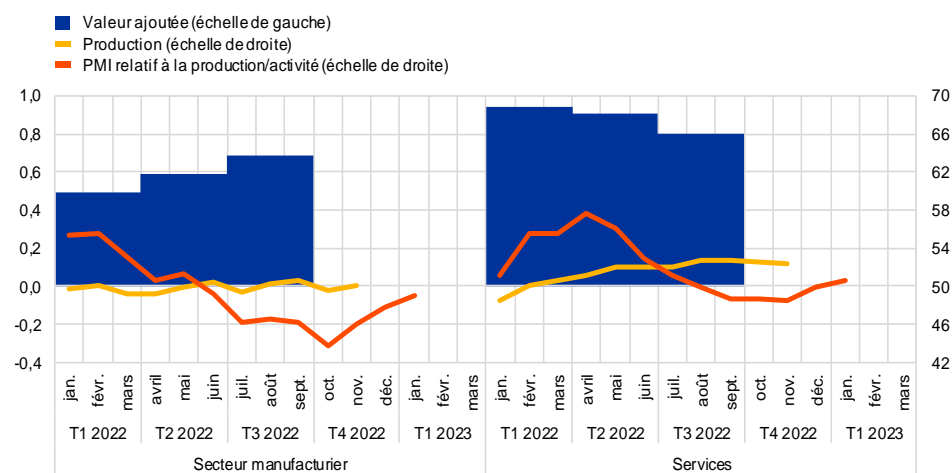
En janvier, l'indice composite PMI relatif à la production dans la zone euro s'est établi à 50,2, soit au-dessus de son niveau moyen au quatrième trimestre et en ligne avec une stagnation globale du niveau de production. Si l'indice PMI relatif au secteur manufacturier continue d'indiquer une contraction au premier trimestre 2023, le PMI pour les services ressort désormais légèrement au-dessus de 50, ce qui indique une croissance lente, mais positive (graphique 5). Malgré une légère amélioration des perspectives pour ces deux secteurs en janvier, les évolutions sont affectées par les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement, qui s'atténuent mais restent néanmoins présentes, et par les prix élevés des matières premières ainsi que par les niveaux élevés d'incertitude globale qui en résultent. Dans la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, qui a été réalisée début janvier, les participants prévoient que la croissance sera négative au premier trimestre, avant de redevenir positive au deuxième trimestre². Avec l'atténuation des effets de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, dont une inflation toujours forte, une incertitude encore élevée et la faiblesse de la demande extérieure, une reprise progressive est attendue grâce à la résilience du marché du travail et aux mesures de soutien budgétaire.

² Cf. « L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels – premier trimestre 2023 », BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2023.

Graphique 5

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

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



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

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

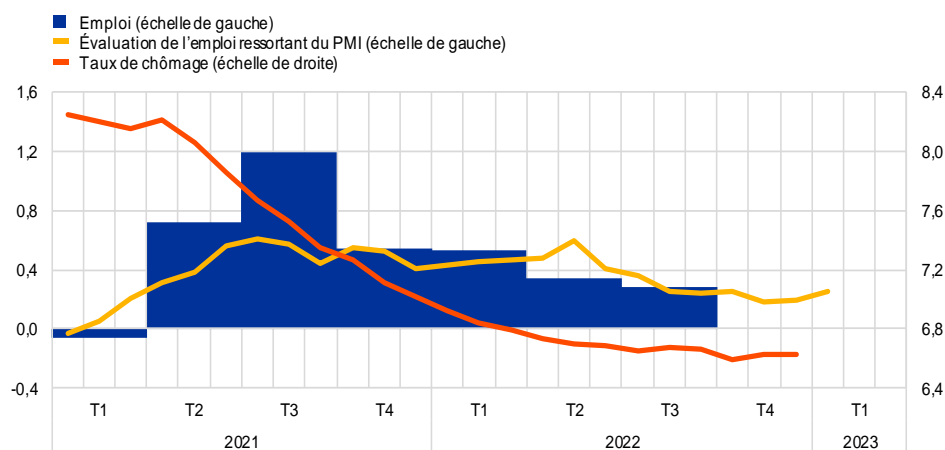
Le marché du travail dans la zone euro demeure robuste, mais sa dynamique se ralentit légèrement.

Le taux de chômage est ressorti à 6,6 % en décembre 2022, sans changement par rapport à novembre et 0,8 point de pourcentage au-dessous du niveau observé avant la pandémie en février 2020 (graphique 6). En glissement trimestriel, l'emploi total a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2022, après 0,4 % au deuxième trimestre, globalement en ligne avec l'activité économique. En raison de la reprise économique qui a fait suite à la levée des restrictions liées à la pandémie, les dispositifs de maintien de l'emploi ont largement pris fin, revenant, fin 2022, au niveau de 0,3 % environ de la population active observé avant la crise. Au troisième trimestre 2022, le nombre total d'heures travaillées a été supérieur de 0,2 % à ses niveaux d'avant la pandémie. Parmi les principaux secteurs économiques, au troisième trimestre 2022, le nombre d'heures travaillées dans le secteur industriel a été moins élevé qu'avant la pandémie, tandis qu'il a dépassé les niveaux observés avant la pandémie dans les secteurs des services publics et de la construction.

Graphique 6

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

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



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

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

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail dans la zone euro continuent de signaler une bonne résistance dans l'ensemble, avec quelques signes de stabilisation. L'indice composite PMI relatif à l'emploi est ressorti à 52,5 en janvier. Une valeur supérieure à 50 suggère une poursuite de la croissance de l'emploi, celle-ci n'étant toutefois pas aussi robuste qu'indiqué au second semestre 2022. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, le PMI relatif à l'emploi continue d'indiquer une croissance de l'emploi robuste dans les services et le secteur manufacturier, mais des signes de ralentissement dans le secteur de la construction.

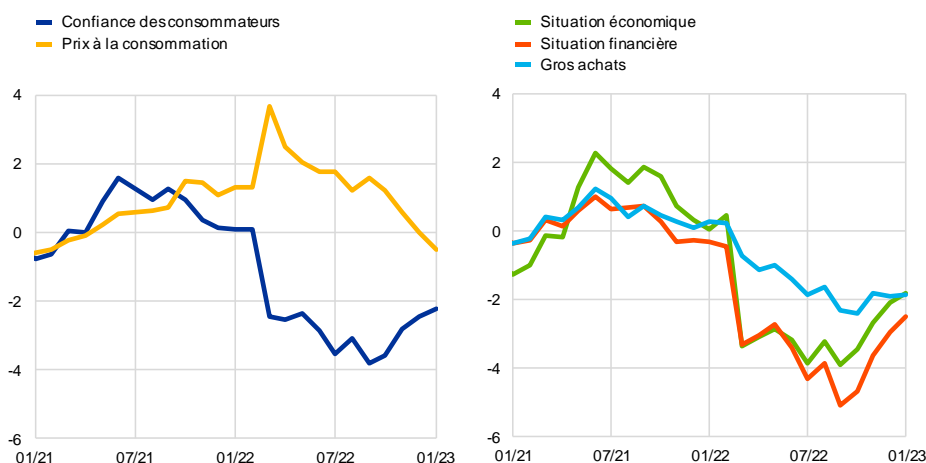
La consommation privée a probablement été faible au dernier trimestre 2022.

La dynamique positive de la consommation des ménages jusqu'au troisième trimestre 2022 a été favorisée principalement par la consommation de services, qui a augmenté avec la réouverture de l'économie, tandis que la consommation de biens est demeurée faible. La persistance d'une inflation élevée et le durcissement des conditions de financement ont freiné les dépenses dans la zone euro au quatrième trimestre malgré des nouvelles positives ressortant des dernières données quantitatives (*hard data*), soutenues également par l'atténuation des perturbations de l'approvisionnement dans le secteur automobile. Ainsi, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont encore augmenté en décembre et ont été supérieures de 12,6 % au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre. L'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*, CTS) suggère un nombre élevé d'immatriculations, reflétant une réduction des stocks de véhicules semi-finis, mais elle indique également que les délais de livraison demeurent longs malgré une amélioration et que les contraintes d'offre devraient continuer d'être un facteur tout au long de 2023. Les ventes au détail pour octobre et novembre réunis sont restées inférieures de

0,6 % à leur niveau au troisième trimestre, indiquant une probable contraction des dépenses de biens au dernier trimestre. À plus long terme, les données économiques qualitatives (*soft data*) disponibles indiquent une certaine résistance des dépenses de consommation au début de l'année, malgré la persistance de facteurs défavorables. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a continué de se redresser au dernier trimestre 2022 (graphique 7, partie gauche), pour s'établir au-dessus de son niveau du troisième trimestre, sous l'effet principalement d'une amélioration des anticipations économiques et financières des ménages (graphique 7, partie droite), et il s'est encore amélioré en janvier. 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 bien résisté au début de l'année, parallèlement à un redressement des anticipations de gros achats des ménages au dernier trimestre. C'est également ce que confirme la dernière enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), qui indique une amélioration de la demande anticipée de vacances et de biens durables au cours des 12 prochains mois. Même s'il a affiché une assez bonne résistance grâce à la robustesse du marché du travail et au soutien budgétaire, le revenu disponible réel des ménages s'est légèrement contracté au troisième trimestre et devrait continuer de diminuer, freinant les dépenses de consommation. Néanmoins, l'utilisation de l'épargne devrait contribuer dans une certaine mesure à lisser la consommation malgré la faiblesse du revenu disponible réel. Le taux d'épargne a diminué, revenant de 14,9 % au premier trimestre 2022 à 13,2 % au troisième trimestre, soit le même niveau que fin 2019. Dans le même temps, la dernière enquête CES indique que les consommateurs anticipent une baisse des dépenses en raison du durcissement en cours des conditions d'emprunt.

Graphique 7 Anticipations des ménages

(soldes en pourcentage normalisés)

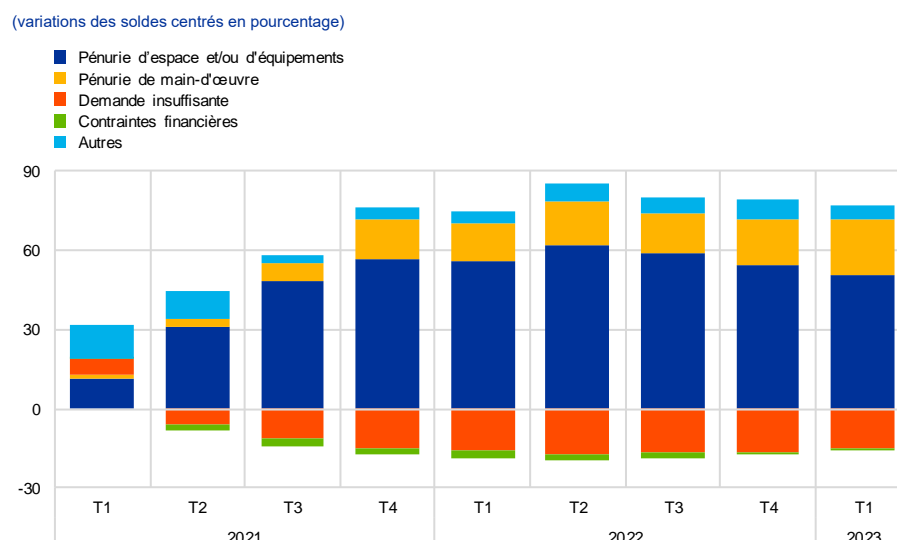


Sources : Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2023.

L'investissement des entreprises devrait avoir été modéré au quatrième trimestre 2022. Après un taux de croissance trimestriel de 7,7 % au troisième

trimestre (1,2 % en excluant les actifs incorporels irlandais), le PMI relatif aux nouvelles commandes et le PMI relatif à la production dans le secteur des biens d'équipement suggèrent une faiblesse de l'investissement des entreprises au quatrième trimestre. Dans le même temps, la production de biens d'équipement a augmenté de 3,0 % au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre 2022. Selon l'enquête CTS de janvier, les perspectives d'investissement pour 2023 sont relativement favorables pour les grandes entreprises, malgré une augmentation des coûts liée aux prix de l'énergie, aux salaires et aux conditions de financement ³. Les données d'enquêtes de la Commission montrent que, d'un point de vue historique, la disponibilité d'espace et/ou d'équipements et la disponibilité de main-d'œuvre sont demeurées les principaux facteurs limitant la production dans le secteur des biens d'équipement au premier trimestre 2023 (graphique 8).

Graphique 8
Limites à la production dans le secteur des biens d'équipement



Sources : Commission européenne (DG ECFIN) et calculs de la BCE.
Notes : Les soldes nets en pourcentage ont été corrigés de la moyenne sur la période 2000-2019. S'agissant du premier trimestre 2023, les dernières observations se rapportent aux données publiées pour janvier 2023.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel est resté faible au dernier trimestre 2022. Après deux baisses trimestrielles consécutives aux deuxième et troisième trimestres 2022, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait avoir globalement stagné au quatrième trimestre, selon plusieurs indicateurs à court terme. En octobre et en novembre, la production dans la construction de bâtiments s'est établie en moyenne 0,5 % au-dessus de son niveau au troisième trimestre. Cependant, le nombre de permis de construire, qui constitue un indicateur avancé de l'activité dans la construction, a continué de diminuer au troisième trimestre, signalant un nombre moins élevé de nouveaux projets à venir et, par conséquent, une faiblesse des perspectives à court terme pour le secteur de la construction. En outre, le PMI relatif à la production dans la construction résidentielle a continué de se contracter, ressortant en moyenne à 40,8 au quatrième trimestre, après 44,4 au

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

troisième trimestre. Selon l'enquête de la Commission européenne sur la construction, l'indice relatif aux tendances de l'activité dans la construction est également resté modéré jusqu'en janvier. Cela résulte principalement d'une baisse de la demande et du durcissement des conditions financières, tandis que les pénuries de main-d'œuvre et de matériaux se sont atténuées. Les enquêtes de la BCE confirment l'affaiblissement de la demande d'investissement dans l'immobilier résidentiel. L'enquête CES pour décembre a révélé une détérioration des perceptions des ménages au sujet du marché de l'immobilier résidentiel dans un contexte de durcissement des conditions de financement depuis début 2022. Lors de la campagne de janvier 2023 de l'enquête CTS, les participants travaillant dans des entreprises du secteur de la construction ont également indiqué un affaiblissement généralisé de la demande dans ce secteur, malgré des poches de résilience dans certains pays. Dans l'ensemble, l'affaiblissement de la demande devrait continuer de peser sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel à court terme.

La dynamique des exportations de la zone euro s'est stabilisée en novembre, tandis que la valeur des importations diminue et que les perspectives relatives aux échanges commerciaux se sont légèrement améliorées. En novembre 2022, les exportations nominales de biens hors zone euro ont modérément augmenté après un recul en octobre, tandis que les importations de biens hors zone euro ont continué de diminuer fortement. Le solde des échanges de biens est devenu excédentaire en novembre, principalement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie importée. Les volumes des importations se sont également modérés à mesure que les niveaux de stockage du gaz se sont rapprochés de leur pleine capacité ⁴. Les données à haute fréquence portant sur les échanges commerciaux indiquent un nouvel assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre au quatrième trimestre 2022, soutenant les volumes des exportations de biens hors zone euro. Les indicateurs d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes signalent une performance modérée des exportations de biens et de services au cours des prochains mois, mais cette faiblesse pourrait être moins prononcée que ne le suggèrent normalement ces indicateurs, l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre permettant aux entreprises de réduire davantage leurs arriérés de commandes. L'estimation rapide de l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes à l'exportation de biens et de services pour janvier 2023 a continué d'indiquer une contraction mais signale une stabilisation. Après une saison d'été dynamique, les indicateurs du tourisme se sont modérés en novembre et en décembre en données corrigées des variations saisonnières.

⁴ Pour plus de détails concernant les effets des prix élevés de l'énergie sur la production industrielle et les tendances des échanges commerciaux dans la zone euro, cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

3 Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, calculée d'après les estimations d'Eurostat pour l'Allemagne, l'inflation dans la zone euro est revenue à 8,5 % en janvier, principalement sous l'effet d'une nouvelle décélération marquée des prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sur les prix sont demeurées fortes dans tous les secteurs, en partie parce que les coûts élevés de l'énergie continuent de se diffuser à l'ensemble de l'économie. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est demeurée à 5,2 % en janvier et selon les dernières données disponibles, d'autres indicateurs de l'inflation sous-jacente se situent toujours à un niveau élevé. La croissance des salaires s'est accélérée, globalement en ligne avec les projections macroéconomiques de décembre des services de l'Eurosystème pour la zone euro, soutenue par des marchés du travail robustes, alors qu'un rattrapage par rapport à l'inflation élevée devient le sujet principal des négociations salariales. La plupart des indicateurs des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, mais un suivi continu reste nécessaire.

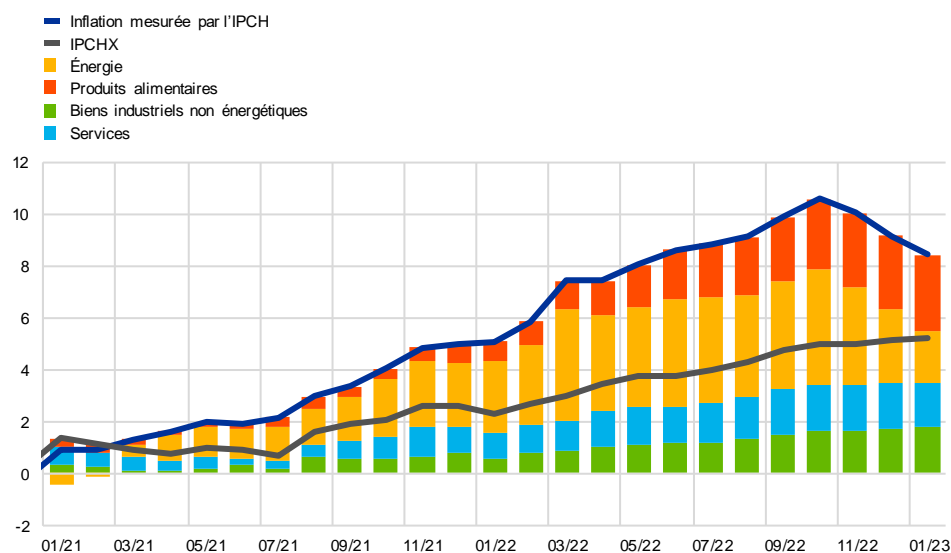
L'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a diminué en janvier 2023, pour le troisième mois consécutif, sous l'effet d'une hausse moins forte des prix de l'énergie.

La nouvelle diminution, de 9,2 % en décembre 2022 à 8,5 % en janvier 2023, reflète un ralentissement important de la hausse des prix de l'énergie, qui est revenue de 25,5 % à 17,2 %. Dans le même temps, les prix des produits alimentaires ont continué d'augmenter, passant de 13,8 % en décembre à 14,1 % en janvier, et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est resté inchangé par rapport à décembre, à 5,2 %. Cela suggère que les effets décalés de la hausse des coûts de l'énergie et des autres consommations intermédiaires, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la demande latente, ont continué d'alimenter les tensions inflationnistes. Alors que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques a continué d'augmenter pour s'établir à un niveau record de 6,9 %, la hausse des prix des services a diminué, revenant de 4,4 % en décembre à 4,2 % en janvier (graphique 9).

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 janvier 2023.

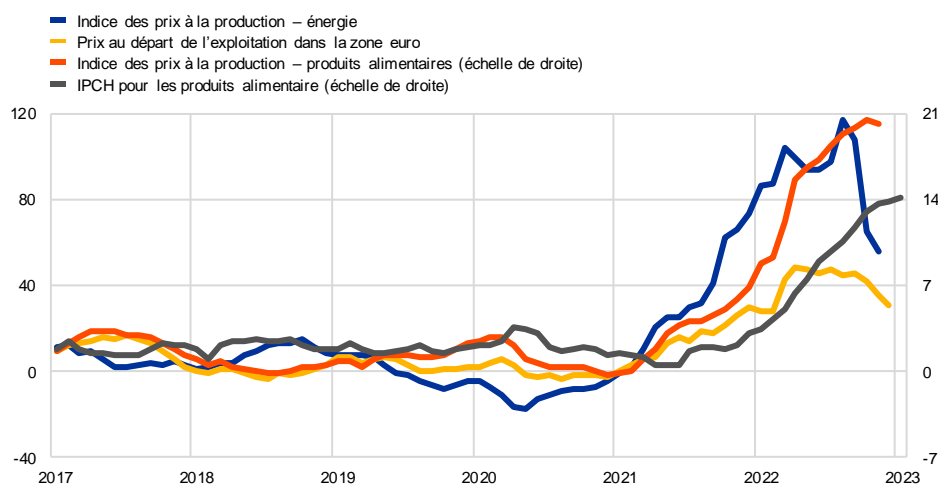
Le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie dans la zone euro en janvier 2023 reflète à la fois une diminution en glissement mensuel du niveau des prix et un important effet de base baissier, la forte hausse des prix observée un an plus tôt étant sortie du calcul du taux annuel. Les différences entre pays des taux de hausse des prix de l'énergie sont restées importantes du fait, notamment, de différences en termes de mix de production énergétique, d'approches réglementaires, d'implications des diverses mesures budgétaires mises en œuvre pour compenser les prix élevés, ainsi que de la couverture variable des types de contrat dans l'IPCH. La croissance des prix à la production de l'énergie a commencé à diminuer en septembre 2022, revenant d'un pic de 117,3 % en août à 55,7 % en novembre (graphique 10).

Le renchérissement des produits alimentaires dans la zone euro s'est poursuivi en raison d'une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires transformés. Cela est cohérent avec le fait que la transmission des tensions en amont sur les prix est encore importante, donnant lieu à un taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés de 14,9 % en janvier, après 14,3 % en décembre. Dans le même temps, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés a continué de diminuer, revenant à 11,6 % en janvier après 12,0 % en décembre, ce qui reflète probablement des corrections par rapport aux hausses antérieures des prix, liées notamment à la sécheresse l'été dernier (graphique 10).

Graphique 10

Tensions exercées par les coûts de l'énergie et des intrants alimentaires sur les prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Notes : IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé. Les dernières observations se rapportent à janvier 2023 pour les prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH, à décembre 2022 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et à novembre 2022 pour les autres composantes.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente dans la zone euro sont demeurés à des niveaux élevés au cours de la période sous revue, même si les dernières données font état de signaux contrastés (graphique 11). Cela reflète

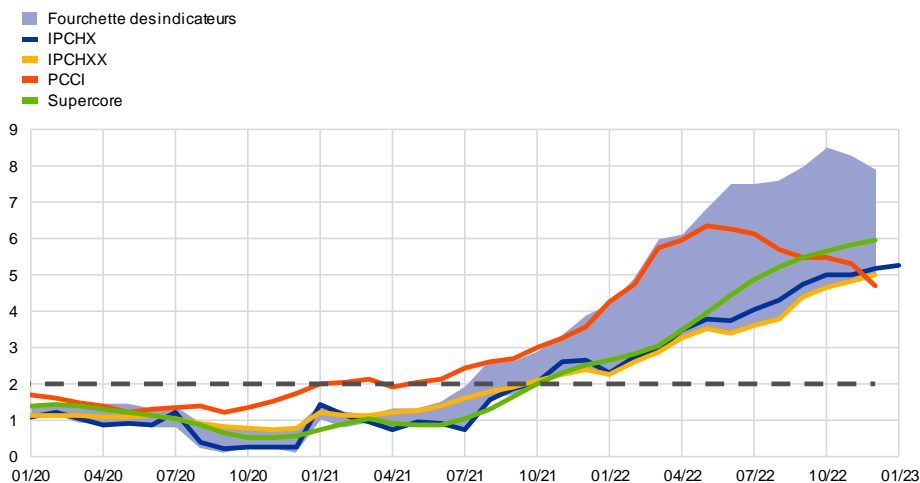
des facteurs tels que les effets indirects des prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que les effets de la réouverture de l'économie, malgré la résorption récente des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure (IPCHXX), qui constituent les composantes les plus volatiles, est passé de 4,8 % en novembre à 5,0 % en décembre. L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a augmenté, passant de 5,8 % en novembre à 5,9 % en décembre. Plusieurs mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions servent d'indicateurs retardés, étant donné qu'elles sont exprimées en taux de variation annuel. La composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) fondée sur un modèle, qui est construite en éliminant les perturbations à plus court terme et les évolutions spécifiques des composantes de l'IPCH, a continué de diminuer au cours des derniers mois, revenant de 5,3 % en novembre à 4,7 % en décembre⁵. La PCCI inclut les composantes de l'énergie, et sa diminution reflète donc la baisse du taux de variation mensuel de la hausse des prix de l'énergie. La PCCI hors énergie a également légèrement diminué depuis septembre, revenant à 4,1 % en décembre. Plus généralement, les taux de variation à court terme de plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente, mesurés en glissement mensuel ou trimestriel, ont commencé à signaler une modération des tensions sur les prix.

⁵ Cf. « *PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area* », *Statistics Paper Series*, n° 38, Banque centrale européenne, Francfort-sur-le-Main, octobre 2020.

Graphique 11

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. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. 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 janvier 2023 pour l'IPCHX et à décembre 2022 pour les autres rubriques.

Les évolutions des salaires et des coûts de main-d'œuvre ont été un facteur déterminant du degré de persistance de l'inflation sous-jacente dans la zone euro au cours de la période sous revue.

Les dernières données disponibles suggèrent que les tensions sur les salaires s'accroissent, tout en restant à des niveaux modérés. La croissance des salaires négociés a augmenté, passant de 2,5 % au deuxième trimestre 2022 à 2,9 % au troisième trimestre. La croissance effective des salaires, mesurée par la rémunération par tête ou par la rémunération horaire, a continué d'être affectée par des distorsions pendant la période de pandémie. Les taux de croissance annuels de ces deux mesures des salaires se sont établis respectivement à 3,9 % et 2,9 % au troisième trimestre 2022, soit un niveau inférieur à celui du trimestre précédent, mais reflétant essentiellement des effets de base. Des signes plus clairs d'un renforcement à venir des tensions sur les salaires proviennent des négociations salariales conclues fin 2022.

Malgré certains signes d'atténuation des tensions en amont dans la zone euro au cours de la période sous revue, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est encore accentuée, ressortant à 6,9 % en janvier 2023.

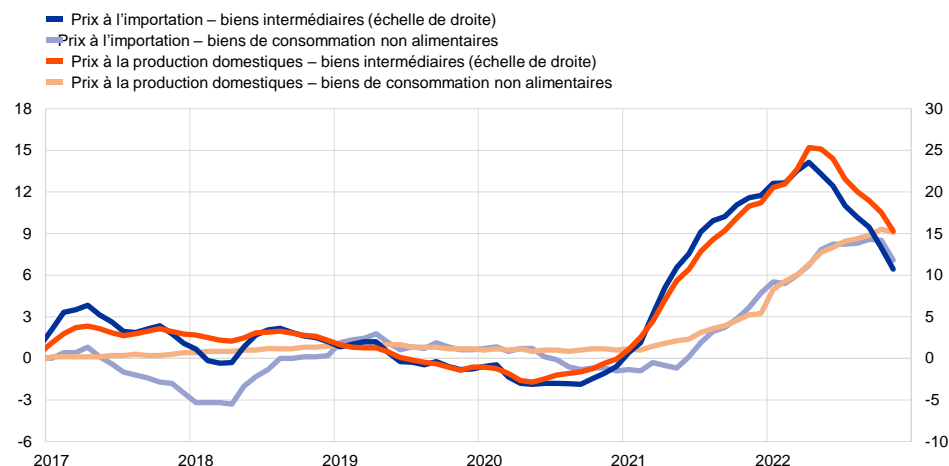
Les données pour novembre montrent que les tensions ont commencé à diminuer en amont de la chaîne des prix, comme l'indiquent les taux de croissance en glissement mensuel négatifs des prix à l'importation et des prix à la production domestiques des biens intermédiaires. Ces tensions ont également commencé à s'atténuer en aval de la chaîne des prix, le taux de croissance en glissement mensuel des prix à la production domestiques des biens non alimentaires revenant à 0,2 % en novembre, soit un niveau proche de sa moyenne historique de 0,1 %. Dans le même temps, les taux de croissance annuels des prix à l'importation et des prix à la production sont restés élevés, tout en se modérant, signe d'une accumulation de

tensions en amont qui pourraient maintenir la hausse des prix des biens de consommation à un niveau élevé pour un certain temps encore (graphique 12).

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 novembre 2022.

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro ont légèrement diminué pour s'établir à environ 2 % et ont été globalement en ligne avec les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (graphique 13). Selon l'enquête

menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2023, les anticipations moyennes d'inflation à plus long terme (pour 2027) sont revenues à 2,1 %. L'enquête du Consensus économique de janvier 2023 fait état d'anticipations à plus long terme globalement inchangées, à 2,1 %. Dans l'enquête de février 2023 de la BCE auprès des analystes monétaires, l'anticipation médiane à plus long terme est demeurée inchangée à 2,0 %. Ces données suggèrent que les participants à l'enquête s'attendent à une diminution rapide de l'inflation à court terme et signalent l'ancrage des anticipations à plus long terme. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour novembre 2022 a également indiqué que les anticipations d'inflation à trois ans étaient restées relativement stables, à environ 3,0 %⁶. Dans l'ensemble, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (sur la base de l'IPCH hors tabac) ont diminué au cours de la période sous revue ; ce sont les échéances à très court terme qui ont connu l'évolution la plus prononcée, compte tenu des données relatives à l'inflation plus faibles qu'attendu et de la décélération des prix de l'énergie. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent que les intervenants de marché s'attendent à ce que l'inflation revienne à des niveaux proches de 2 % au cours de l'année 2023, soit plus rapidement qu'anticipé au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Si les mesures à court terme de la compensation de l'inflation ont fortement diminué, les mesures à plus long terme ont

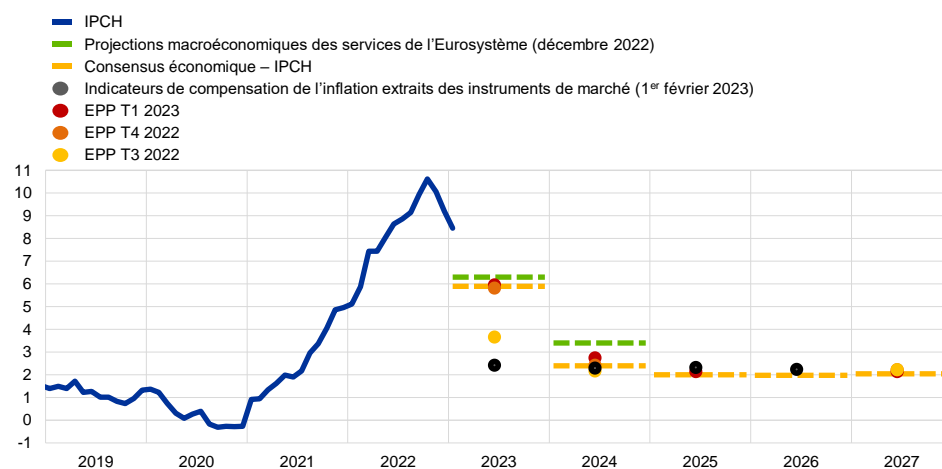
⁶ Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – novembre 2022 », communiqué de presse, BCE, Francfort-sur-le-Main, 12 janvier 2023.

été plus stables. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a peu varié, s'établissant à environ 2,3 %. Toutefois, il convient de noter que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, ces mesures incluant des primes de risque sur l'inflation qui compensent les risques pesant sur l'inflation.

Graphique 13

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : IPCH : Indice harmonisé des prix à la consommation. EPP : Enquête auprès des prévisionnistes professionnels. La série relative aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 1^{er} février 2023. L'enquête EPP de la BCE pour le premier trimestre 2023 a été réalisée entre le 6 et le 12 janvier 2023. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme du Consensus économique est janvier 2023. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème est le 30 novembre 2022. Les dernières observations relatives à l'IPCH se rapportent à janvier 2023.

Les risques entourant les perspectives d'inflation dans la zone euro sont devenus plus équilibrés au cours de la période sous revue, en particulier à court terme. S'agissant des risques à la hausse, les tensions en amont existantes pourraient encore entraîner une hausse des prix de détail à court terme. En outre, un rebond économique plus important que prévu en Chine pourrait stimuler les prix des matières premières et la demande extérieure. À moyen terme, les risques à la hausse proviennent principalement de facteurs intérieurs, tels qu'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de la cible de la BCE ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie et un nouvel affaiblissement de la demande atténueraient les tensions sur les prix.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue (du 15 décembre 2022 au 1^{er} février 2023), les anticipations des intervenants de marché relatives aux taux directeurs de la zone euro ont initialement été nettement plus élevées, en ligne avec la communication du Conseil des gouverneurs de décembre selon laquelle un nouveau resserrement est nécessaire pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Par la suite, les anticipations relatives aux taux directeurs au-delà des prochaines réunions se sont réduites dans un contexte de perception par les marchés d'une probable atténuation des tensions inflationnistes. En conséquence, les taux sans risque à court terme ont terminé la période sous revue en hausse, tandis que les taux sans risque à long terme ont partiellement annulé leur hausse initiale, terminant la période sous revue à un niveau légèrement plus élevé. Les rendements obligataires souverains dans la zone euro ont globalement suivi l'évolution des taux sans risque, les spreads sur obligations souveraines ayant peu varié. La perception par les marchés d'une probable atténuation des tensions inflationnistes a eu un effet favorable sur les actifs risqués, qui l'a emporté au final sur le frein exercé par la hausse des taux sans risque à court terme. Par conséquent, les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont resserrés et les prix des actions ont fortement augmenté. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

À la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, les taux sans risque à court terme de la zone euro ont augmenté, les intervenants de marché ayant revu à la hausse leurs anticipations relatives aux taux directeurs.

Au cours de la période sous revue, le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi à 185 points de base en moyenne, passant d'une moyenne de 140 points de base entre le 15 décembre et le 20 décembre à une moyenne de 190 points de base après le 20 décembre, c'est-à-dire durant la période de constitution de réserves qui a suivi le relèvement des taux directeurs de la BCE de décembre. L'excédent de liquidité a diminué de 358 milliards d'euros environ pour s'établir à 4 128 milliards, reflétant principalement le remboursement en décembre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées. La courbe à terme des taux des swaps au jour le jour (OIS), basés sur le taux de référence €STR, a augmenté dans un premier temps sur l'ensemble des maturités, reflétant la communication du Conseil des gouverneurs de décembre selon laquelle les taux d'intérêt devront encore être augmentés sensiblement. Sur le reste de la période de référence, les taux à terme pour les horizons au-delà de mi-2023 ont diminué dans un contexte de perception par les marchés d'une probable atténuation des tensions inflationnistes au fil du temps. À la fin de la période sous revue, la courbe des taux OIS à terme intégrait presque totalement des relèvements de 50 points de base pour les réunions de février et de mars du Conseil des gouverneurs, suivis de relèvements supplémentaires de 30 points de base cumulés, ce qui implique un taux maximum de 3,4 % environ mi-2023.

Les rendements obligataires souverains à long terme ont légèrement augmenté, la hausse initiale due à des anticipations de taux directeurs à court

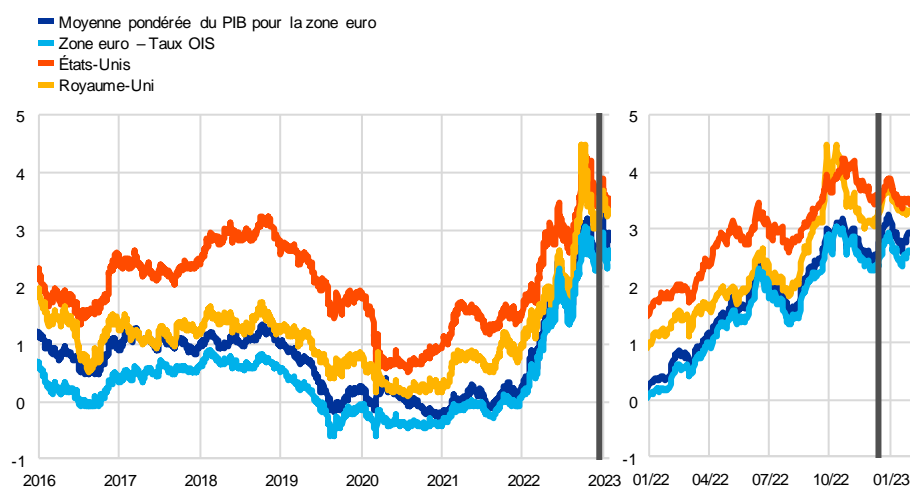
terme plus élevées ayant été partiellement contrebalancée par les anticipations par les marchés d'une probable atténuation des tensions inflationnistes (graphique 14).

Cette évolution globale masque des mouvements importants à l'intérieur de la période, les rendements obligataires à long terme ayant initialement fortement augmenté en raison des anticipations d'un nouveau resserrement des taux directeurs à la suite de la communication du Conseil des gouverneurs de décembre. Depuis le tournant de l'année, toutefois, la hausse initiale des rendements obligataires à long terme s'est partiellement inversée après des données d'inflation plus faibles que prévu et une décélération des prix de l'énergie. Dans l'ensemble, la moyenne pondérée par le PIB du rendement des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'établit à 2,9 % environ, soit une hausse de 19 points de base par rapport au calendrier de la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en décembre. De même, les rendements des obligations souveraines à dix ans américaines, britanniques et allemandes ressortent à 3,4 %, 3,3 % et 2,3 % environ, respectivement. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont généralement évolué de façon synchronisée avec les taux sans risque. Par conséquent, l'écart de rendement moyen agrégé des obligations souveraines à dix ans pondéré du PIB dans la zone euro par rapport au taux OIS est demeuré relativement stable, à 0,3 point de pourcentage environ.

Graphique 14

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 (15 décembre 2022). Les dernières observations se rapportent au 1^{er} février 2023.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés au cours de la période sous revue, la baisse la plus prononcée étant observée sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*).

Au cours de la période sous revue, la perception par les marchés d'une amélioration des perspectives économiques et de tensions inflationnistes qui pourraient être en train de s'apaiser a eu un effet favorable sur l'appétence pour le risque, ce qui a entraîné au final un

resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprise. Les *spreads* sur les obligations d'entreprise à haut rendement ont diminué de 46 points de base environ, tandis que les *spreads* sur les obligations d'entreprise les mieux notées (*investment-grade*) ont diminué de 14 points de base environ.

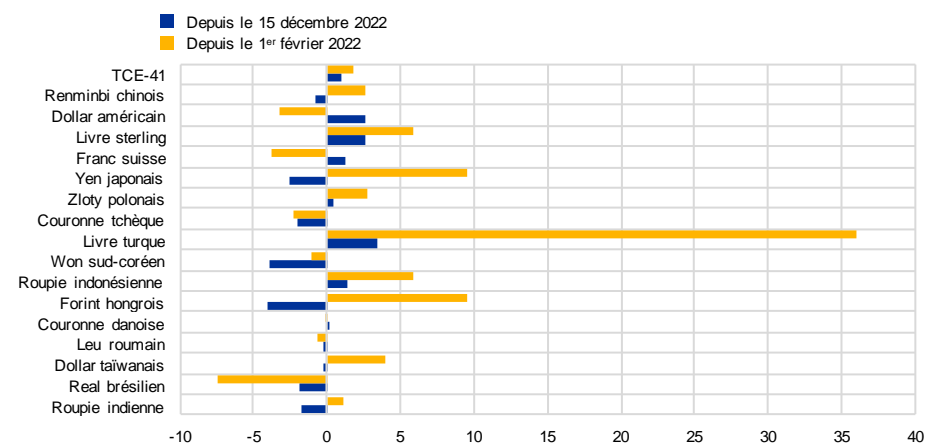
Les marchés boursiers européens ont connu une forte hausse au cours de la période sous revue. Les cours des actions de la zone euro ont fortement augmenté, dépassant ceux des actions du reste du monde, l'amélioration générale de l'appétence pour le risque l'emportant sur le frein exercé par la hausse des taux sans risque à court terme et la baisse des anticipations de bénéfices. Les hausses des cours des actions ont été inégalement réparties, les banques affichant de meilleures performances que les sociétés non financières (SNF) dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, ce qui pourrait soutenir le secteur bancaire via une augmentation des marges nettes d'intérêts. Les prix des actions des SNF ont augmenté de 7 % environ, contre 22 % environ pour les banques. La différence entre les SNF et les banques a été moins prononcée aux États-Unis, où les prix des actions des banques ont augmenté de 6 % environ et ceux des SNF de 12 % environ.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 15). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 1,0 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux par rapport aux principales devises, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar (de 2,6 %), de la livre sterling (de 2,6 %) et du franc suisse (de 1,2 %), tandis qu'il s'est déprécié vis-à-vis du yen japonais (de 2,6 %). L'euro s'est également affaibli vis-à-vis du renminbi chinois (de 0,7 %) et des devises de certaines autres grandes économies émergentes, ainsi que vis-à-vis des devises de la plupart des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Graphique 15

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 1^{er} février 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Les taux débiteurs bancaires ont continué d'augmenter, reflétant les relèvements des taux directeurs de la BCE. Les prêts aux entreprises et aux ménages se sont encore modérés en décembre, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, d'affaiblissement de la demande et de durcissement des critères d'octroi. Sur la période allant du 15 décembre 2022 au 1^{er} février 2023, le coût du financement par émission d'actions a diminué, alors que celui du financement par endettement de marché est demeuré stable. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages se sont nettement durcis au quatrième trimestre 2023, les taux d'intérêt continuant d'augmenter. La modération de la dynamique monétaire s'est poursuivie en décembre, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement de la croissance du crédit.

Les coûts de financement des banques de la zone euro sont restés globalement inchangés en novembre, les taux appliqués aux dépôts ayant poursuivi leur hausse tandis que les rendements obligataires ont baissé.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est établi à son plus haut niveau depuis 2014 (graphique 16, partie a). Après s'être inscrits en forte hausse depuis début 2022, les rendements des obligations bancaires se sont modérés en novembre, avant de se redresser à la suite de la réunion de politique monétaire de décembre du Conseil des gouverneurs (graphique 16, partie b). Le taux d'intérêt composite appliqué aux dépôts s'est établi à 0,44 % en novembre, soit 37 points de base au-dessus de son niveau de début 2022. Toutefois, cette hausse est nettement inférieure au relèvement des taux directeurs de la BCE sur la période (250 points de base). Cette évolution reflète en grande partie deux facteurs. Premièrement, les dépôts à vue représentent une large part de la base de dépôts des banques et leur rémunération tend à réagir moins fortement que celle des dépôts à terme aux relèvements des taux directeurs, car les dépôts à vue offrent des services de liquidité et de paiements dont, souvent, le prix n'est pas explicite. Le creusement de l'écart entre les taux appliqués aux dépôts et les taux directeurs est donc caractéristique des cycles de hausse des taux. Deuxièmement, au début du cycle actuel de hausse, les taux des dépôts se situaient à un niveau relativement élevé par rapport aux taux d'intérêt de la BCE, les banques évitant d'appliquer des taux négatifs sur les dépôts des particuliers. Le recalibrage de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), qui a pris effet le 23 novembre 2022, a également contribué à la normalisation des coûts de financement des banques⁷. Entre novembre 2022 et janvier 2023, les banques ont effectué des remboursements volontaires importants des fonds empruntés dans le cadre d'opérations TLTRO III (858 milliards d'euros), réduisant ainsi leurs encours d'environ 40 % à la suite du recalibrage.

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

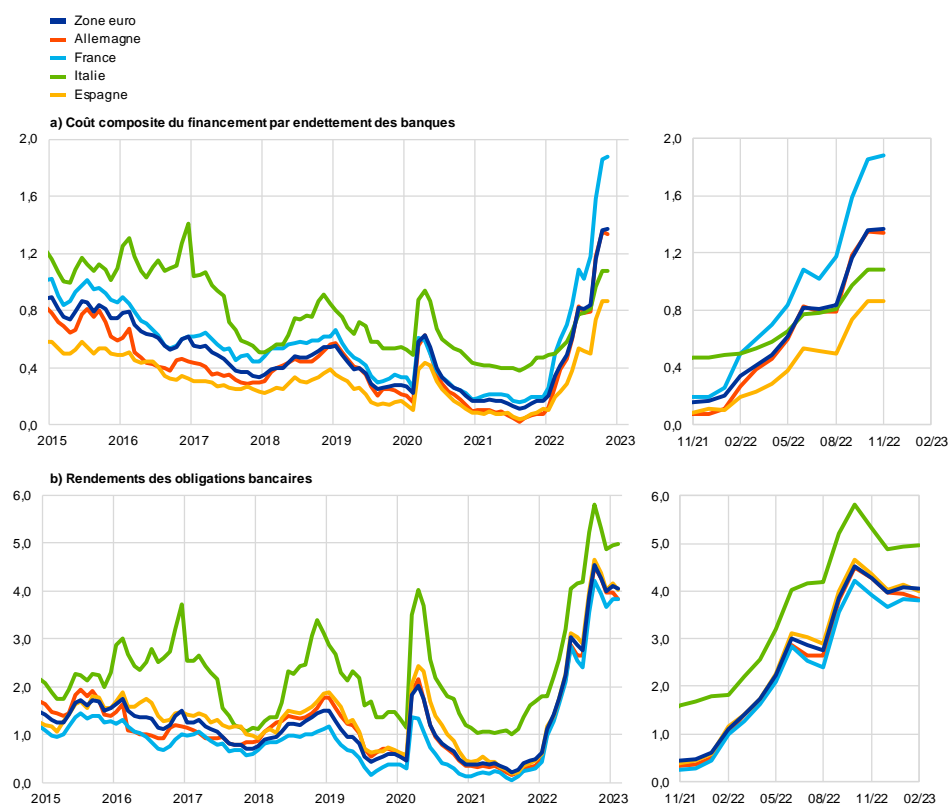
⁷ Cf. le communiqué de presse de la BCE « [La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme](#) », 27 octobre 2022.

propres. Toutefois, la détérioration de l'environnement économique pourrait abaisser la qualité de leurs actifs et accroître le risque de crédit.

Graphique 16

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à novembre 2022 pour les taux de financement composites des banques et au 1^{er} février 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté en novembre 2022, les banques ayant continué de durcir leur offre de crédit.

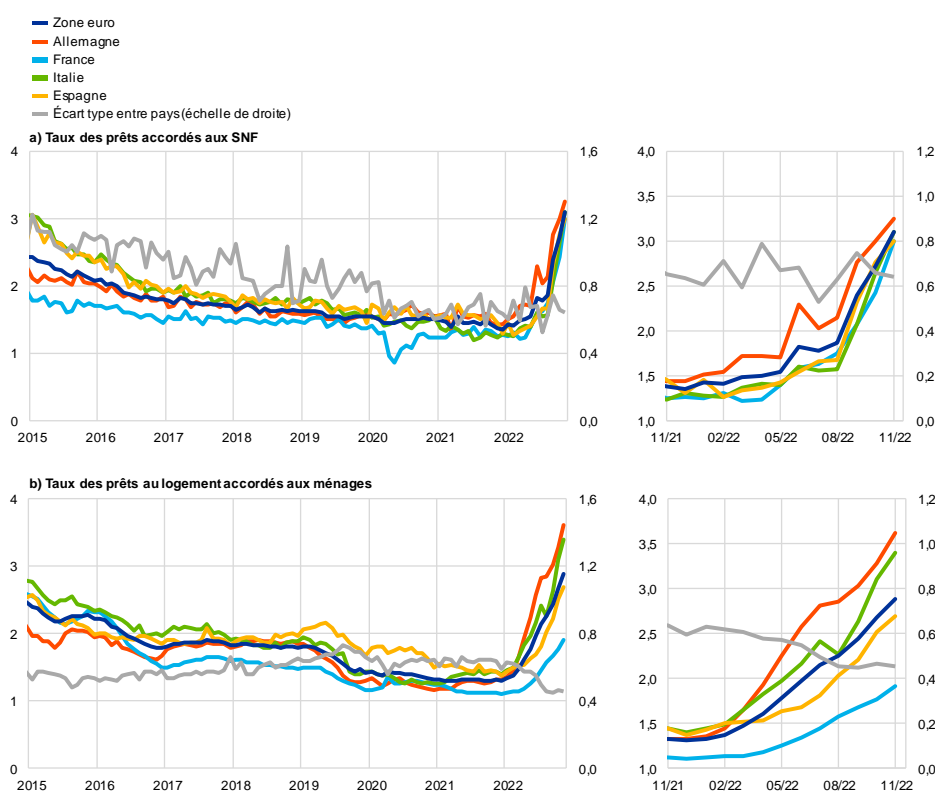
Depuis début 2022, les augmentations des coûts du financement bancaire ont fortement poussé les taux débiteurs à la hausse dans l'ensemble des pays de la zone euro (graphique 17), tandis que les critères d'octroi se sont durcis. Les taux débiteurs bancaires pour les prêts aux sociétés non financières (SNF) ont augmenté, s'établissant à 3,09 % en novembre, un niveau observé pour la dernière fois à l'été 2012. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages se sont également inscrits en hausse, ressortant à 2,88 % en novembre, le niveau le plus élevé depuis l'été 2014. Les augmentations cumulées des taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages se sont ainsi établies à 123 et 157 points de base, respectivement, par rapport à début 2022. Ces hausses ont été plus rapides que lors des cycles précédents, reflétant principalement le rythme plus élevé des

relèvements des taux directeurs. D'après les résultats de l'enquête sur les [anticipations des consommateurs](#) menée en novembre 2022, les consommateurs prévoient que les taux hypothécaires continueront d'augmenter au cours des douze prochains mois et qu'il deviendra plus difficile d'obtenir des prêts immobiliers. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de faible montant et aux prêts de montant élevé s'est resserré en novembre, reflétant les évolutions des taux appliqués aux prêts de montant élevé. La dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée stable, suggérant que la transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE s'effectue sans heurt (graphique 17, parties a et b).

Graphique 17

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

(pourcentages annuels ; écart type)



Source : BCE.

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

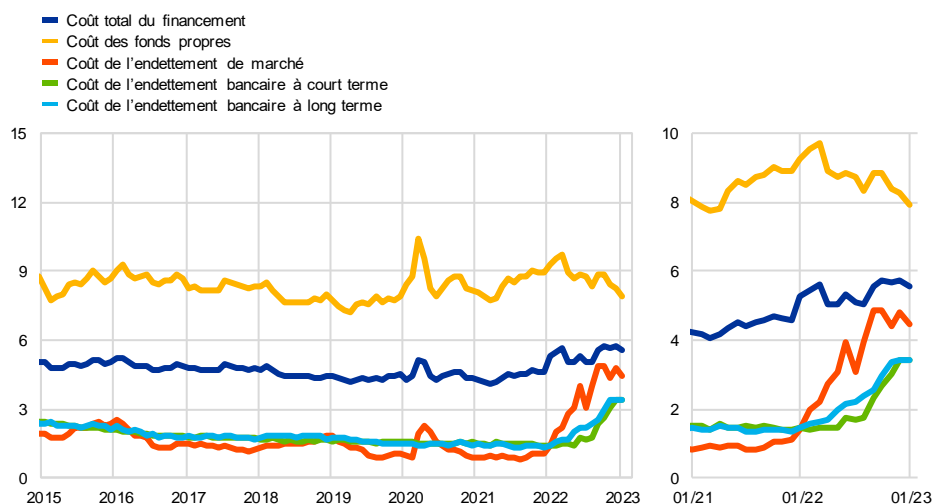
Sur la période allant du 15 décembre 2022 au 1^{er} février 2023, le coût du financement par émission d'actions a diminué pour les SNF, tandis que celui du financement par endettement de marché est resté inchangé. En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût des emprunts auprès des banques, 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 novembre 2022, où il est ressorti à 5,6 %, soit 10 points de base environ au-dessous de son niveau du mois précédent

(graphique 18). Cette baisse résulte de la diminution du coût de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions, qui a plus que compensé une forte hausse du coût du financement par endettement bancaire à court et à long terme. Malgré une baisse par rapport à son pic d'octobre, en novembre 2022, le coût total du financement est resté proche des niveaux élevés observés pour la dernière fois fin 2011. Au cours de la période sous revue, le coût de l'endettement de marché est demeuré stable, dans la mesure où la hausse des taux sans risque, principalement concentrée sur la partie courte de la courbe, a compensé le resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises sur le compartiment des obligations bien notées (*investment grade*) et, plus notablement, sur celui des obligations à rendement élevé (*high-yield*). Le coût des fonds propres a toutefois diminué en raison de la baisse importante de la prime de risque sur actions, qui a plus que compensé l'impact de la hausse des taux sans risque.

Graphique 18

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 1^{er} février 2023 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 27 janvier 2023 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à décembre 2022 pour le coût total de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Selon l'enquête de janvier 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement consentis aux ménages se sont nettement durcis au quatrième trimestre 2022 (graphique 19).

Dans une perspective historique, il s'agit du durcissement le plus important des critères d'octroi depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2011. Dans un contexte d'incertitude élevée, une perception plus élevée des risques liés à la situation économique, une plus faible tolérance au risque des banques et une augmentation des coûts de financement ont été les principaux facteurs à l'origine du durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages. Pour le premier trimestre 2023, les banques

anticipent une poursuite du durcissement des conditions d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages.

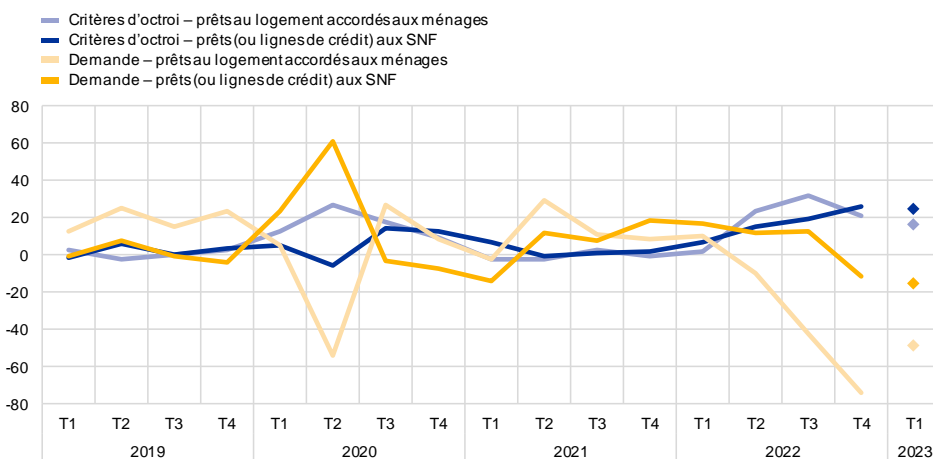
Les banques ont fait état d'une baisse de la demande de prêts des entreprises et, plus encore, des ménages au quatrième trimestre 2022 (graphique 19).

Les banques ont indiqué que la hausse du niveau général des taux d'intérêt a apporté une importante contribution négative à la demande de prêts. La diminution des besoins de financement au titre de l'investissement fixe a de nouveau pesé sur la demande de prêts des entreprises, en ligne avec le ralentissement attendu de l'investissement et malgré la récente amélioration du sentiment économique. Les besoins de financement des stocks et du fonds de roulement ont apporté une contribution positive à la demande de prêts moins élevée qu'aux deux trimestres précédents, ce qui reflète probablement l'atténuation progressive des goulets d'étranglement du côté de l'offre. Selon l'enquête, la demande de prêts au logement a enregistré sa plus forte diminution historique, sous l'effet principalement de la hausse des taux d'intérêt, de la baisse de la confiance des consommateurs et de la détérioration des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel. S'agissant du premier trimestre 2023, les banques ont anticipé à nouveau une baisse de la demande de prêts des entreprises et un recul prononcé de la demande de prêts au logement.

Graphique 19

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

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



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

Notes : Pour les questions sur les critères d'octroi, les « pourcentages nets » correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « légèrement durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légèrement assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour les questions portant sur la demande de prêts, les « pourcentages nets » sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages de banques ayant répondu « augmentation importante » ou « légère augmentation » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2022.

L'enquête suggère également que les banques prévoient que les considérations relatives à la qualité des actifs affecteront leurs politiques de prêts au premier semestre 2023. Les banques ont déclaré que le respect des mesures prudentielles et réglementaires a contribué au durcissement des critères d'octroi et des marges appliqués aux crédits au second semestre 2022. Bien que

leurs ratios de prêts non performants aient eu un impact globalement neutre sur les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et aux ménages au second semestre 2022, les participants à l'enquête prévoient que ces ratios contribueront à un durcissement des critères d'octroi ainsi que des modalités et conditions des prêts au premier semestre 2023. Les banques ont également fait état d'une détérioration modérée de leur accès au financement de détail, cohérent avec la hausse des taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme.

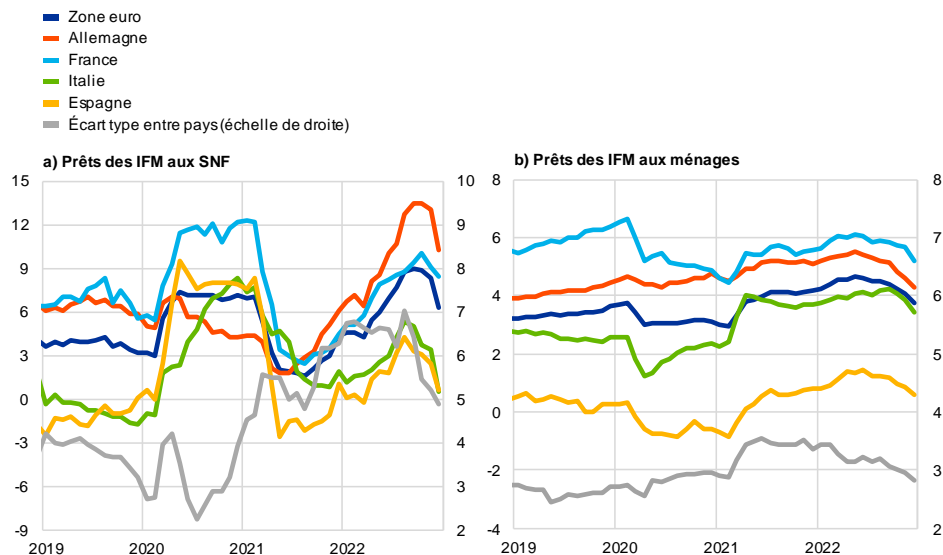
L'activité de prêt bancaire aux entreprises et aux ménages a continué de se ralentir en décembre, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, d'affaiblissement de la demande et de durcissement des critères d'octroi des prêts. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a diminué pour s'établir à 6,3 % en décembre, après 8,3 % en novembre (graphique 20, partie a). Le ralentissement de l'activité de prêt aux entreprises a été généralisé dans les principales économies et a concerné les prêts à court et à long terme. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est également modéré, ressortant à 3,8 % en décembre après 4,1 % en novembre (graphique 20, partie b). Cette évolution s'explique par une diminution de la croissance des prêts au logement, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, de durcissement par les banques des critères d'octroi des prêts et d'affaiblissement de la demande en raison d'une détérioration des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel et d'une faible confiance des consommateurs. Les informations récentes tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui présente des propriétés d'indicateur avancé pour la croissance future des prêts aux entreprises et aux ménages, suggèrent que la dynamique de prêt devrait continuer de se modérer au cours des trimestres à venir ⁸.

⁸ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Quelles informations l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit-elle sur les évolutions futures en matière de prêts ?](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

Graphique 20

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 décembre 2022.

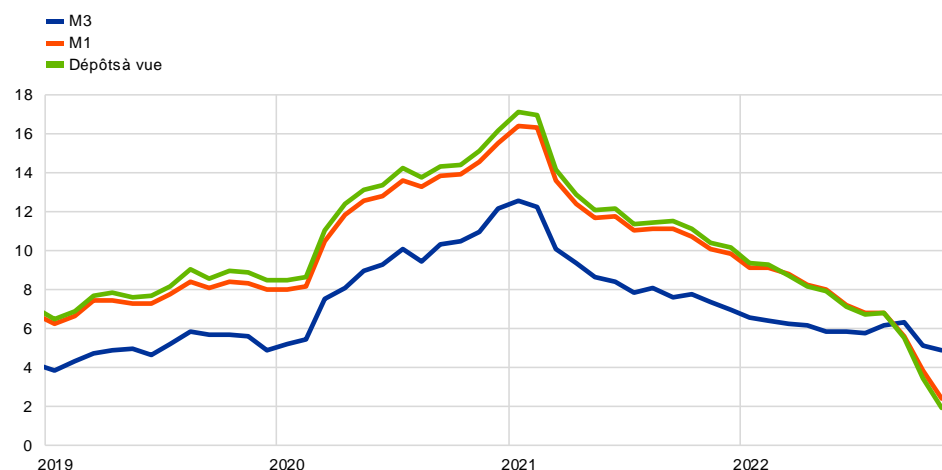
La réallocation des fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme s'est poursuivie en décembre, reflétant la rémunération relative de ces instruments.

Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 0,6 % en décembre, après 1,9 % en novembre (graphique 21). Le fort ralentissement de la croissance des dépôts à vue depuis le deuxième trimestre 2022 s'explique principalement par leur remplacement à grande échelle par des dépôts à terme. Cette réallocation de portefeuille a été déclenchée par la rémunération plus élevée des dépôts à terme par rapport aux dépôts à vue, ce qui est cohérent avec les tendances caractéristiques des cycles de resserrement de la politique monétaire. En ligne avec cette évolution, on tend à observer des déplacements importants dans les juridictions caractérisées par des écarts de rémunération plus importants entre dépôts à terme et dépôts à vue.

Graphique 21

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 décembre 2022.

La modération de la dynamique monétaire s'est poursuivie en décembre, reflétant la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance du crédit. La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) est revenue

à 4,1 % en décembre contre 4,8 % en novembre (graphique 21). Cette tendance baissière s'explique par l'affaiblissement de la dynamique du crédit sur fond d'augmentation des taux d'intérêt. S'agissant des composantes de l'agrégat monétaire large, le délaissement des dépôts à vue a entraîné en décembre une nouvelle diminution prononcée de la croissance de l'agrégat étroit M1, réduisant ainsi encore sa contribution à la croissance annuelle de M3. Les dépôts à terme inclus dans l'agrégat monétaire large ont bénéficié de cette baisse et apporté la plus forte contribution à la croissance de M3. De plus, la hausse des taux d'intérêt a également incité à s'orienter vers les instruments de M3 offrant une rémunération étroitement liée aux taux de marché. Du côté des contreparties, les concours au secteur privé sont restés le principal contributeur à la croissance annuelle de M3. La contribution (annuelle) 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, en décembre, les entrées monétaires (mensuelles) dans la zone euro en provenance du reste du monde ont soutenu la croissance de la monnaie au sens large, dans un contexte de modération des prix de l'énergie.

Encadrés

1 Risques pesant sur le marché du gaz naturel de l'UE au niveau mondial

Jakob Feveile Adolfsen, Marie-Sophie Lappe et Ana-Simona Manu

La guerre menée par la Russie contre l'Ukraine a réduit l'approvisionnement en gaz de l'UE et créé des risques pour l'approvisionnement futur. Fin 2022, la quantité de gaz livrée par la Russie à l'UE est revenue à des niveaux historiquement bas, atteignant environ 20 % des niveaux d'avant-guerre. La baisse des exportations russes de gaz à destination de l'UE a commencé avant la guerre, ce qui s'est traduit par de faibles niveaux de stockage du gaz dès début 2022. L'UE a réagi par la mise en œuvre de mesures d'économie de gaz et la recherche d'autres sources d'approvisionnement en gaz – en particulier en exploitant les marchés du GNL – ce qui a renforcé l'accumulation de stocks de gaz au cours de l'été 2022. Ces mesures ont relativement rassuré sur la sécurité des approvisionnements en gaz pour cet hiver, sous réserve de conditions météorologiques pas trop rigoureuses. Toutefois, l'UE pourrait faire face à des défis plus importants lors de la reconstitution des niveaux de stockage de gaz avant l'hiver 2023-2024. En particulier, l'approvisionnement en gaz provenant de Russie s'étant réduit, l'UE a dû se tourner vers les marchés mondiaux du GNL. Cela a permis d'atténuer des problèmes immédiats d'approvisionnement, mais cela signifie que l'offre et les prix du gaz dans l'UE sont devenus plus sensibles aux fluctuations de la demande d'énergie du reste du monde, en particulier de la Chine. Le présent encadré analyse les risques potentiels au niveau mondial pesant sur les approvisionnements en gaz de l'UE en 2023, qui résultent des modifications de l'offre russe et de la demande chinoise de gaz sur un marché mondial du gaz historiquement tendu.

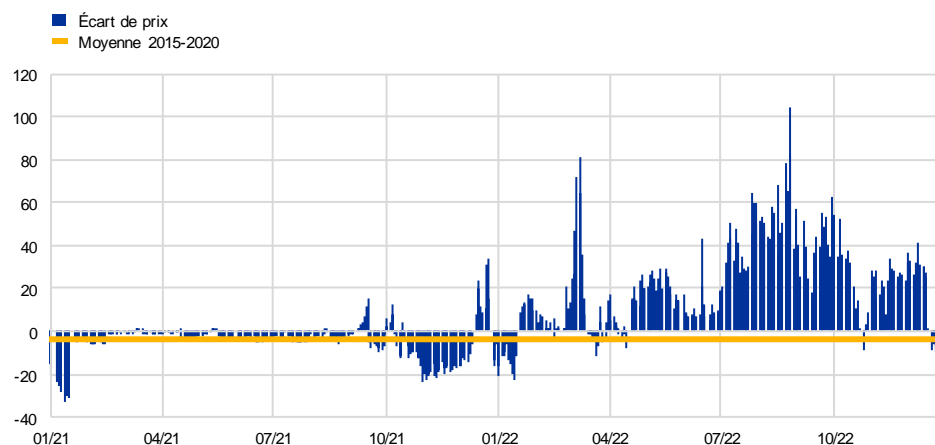
L'offre de la Russie s'étant réduite, l'UE s'est tournée vers les marchés mondiaux du GNL. Dès lors, les marchés du gaz de l'UE et de l'Asie sont devenus de plus en plus interdépendants. Historiquement, les prix du gaz en Asie se négocient avec une prime par rapport à l'UE. En effet, l'Asie dépend davantage du GNL pour couvrir les fluctuations de la demande de gaz, tandis que l'UE a eu accès à un gaz moins cher acheminé par gazoduc, provenant principalement de Russie (graphique A, partie a). La situation a changé après que la Russie a restreint les approvisionnements par gazoduc à destination de l'UE et imposé des tensions sans précédent sur le marché du gaz de l'UE. Pour remplacer le gaz russe, la demande de GNL de l'UE a augmenté au cours des deux dernières années. Par conséquent, la corrélation entre les prix du gaz dans l'UE et en Asie s'est nettement accentuée. En effet, les acheteurs de l'UE sont en concurrence avec les acheteurs asiatiques et doivent donc s'acquitter d'une prime par rapport aux prix asiatiques pour attirer les cargaisons de GNL nécessaires (graphique A, partie b). La corrélation entre les prix du gaz dans l'UE et les prix du gaz aux États-Unis s'est accentuée dans une moindre mesure, le pays produisant la majeure partie du gaz naturel qu'il consomme.

Graphique A

Écart entre les prix du gaz dans l'UE et en Asie et corrélations des prix du gaz

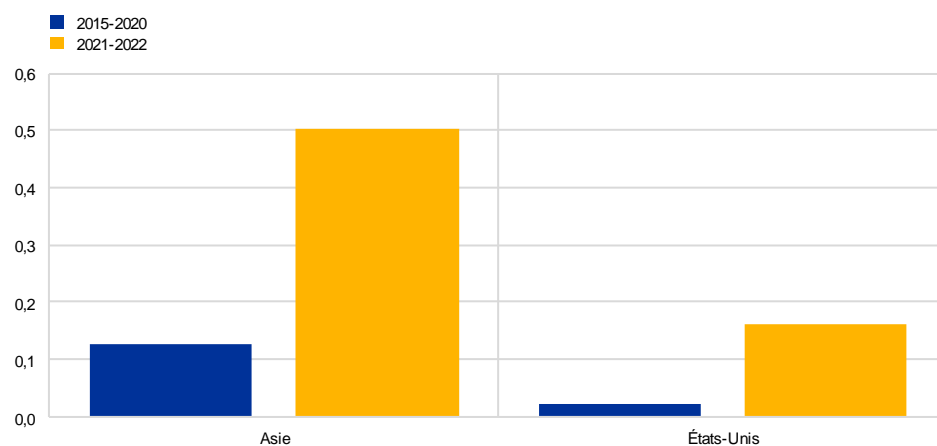
a) Écart entre les prix du gaz dans l'UE et en Asie

(euros/MWh)



b) Corrélations des prix en Asie et aux États-Unis avec les variations des prix du gaz dans l'UE

(coefficient de corrélation)



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a) présente l'écart entre les prix à un mois des indices TTF et JKM. La partie b) présente les corrélations entre les variations quotidiennes des prix à un mois des indices TTF et JKM/Henry Hub.

Un rebond des importations chinoises de GNL pourrait contraindre la capacité de l'UE à sécuriser ses approvisionnements en gaz en 2023. L'UE a pu accroître ses importations de gaz en 2022 notamment en s'acquittant de prix plus élevés, mais également en raison d'une baisse significative de la demande chinoise. En 2022, la demande de GNL de la Chine a été inférieure de 22 milliards de m³ à celle de 2021 (graphique B, partie a). Dans un contexte de baisse de la consommation dans d'autres pays et de développement de la capacité d'exportation mondiale de GNL, principalement aux États-Unis, l'UE a pu importer considérablement plus de GNL que l'année précédente (graphique B, partie b). La baisse des importations chinoises de GNL en 2022 a interrompu une décennie de hausses de la demande chinoise de gaz. Pour partie, la forte baisse de la consommation de gaz pourrait refléter la décision de la Chine de passer à une production d'électricité davantage fondée sur le charbon dans un contexte de

préoccupations liées à la sécurité énergétique. Toutefois, elle a été principalement déterminée par la réduction de la consommation de gaz dans le secteur industriel ¹, durement frappé par les confinements en 2022. En raison de la sortie de la Chine de sa politique zéro COVID fin 2022, la hausse de l'activité économique favorisera probablement un rebond de la demande de GNL, ajoutant des pressions significatives sur le marché mondial du GNL, qui ne devrait pas enregistrer un accroissement important des capacités d'exportation jusqu'à 2025 ². Cela pourrait contraindre la capacité de l'UE à attirer des importations de GNL, notamment parce que la Chine se réserve le droit de décider d'acheter ou non un volume prédéterminé de gaz naturel liquéfié, ce qui représente une part substantielle des cargaisons mondiales de GNL ³.

¹ Le secteur industriel représentait plus de la moitié de la consommation de gaz de la Chine en 2019.

² Il faut 5 ans en moyenne pour mettre en service un nouveau terminal d'exportation de GNL. Par conséquent, les nouveaux projets d'investissement suscités par le niveau actuellement élevé des prix du gaz ne devraient affecter la capacité d'exportation mondiale qu'à une date ultérieure.

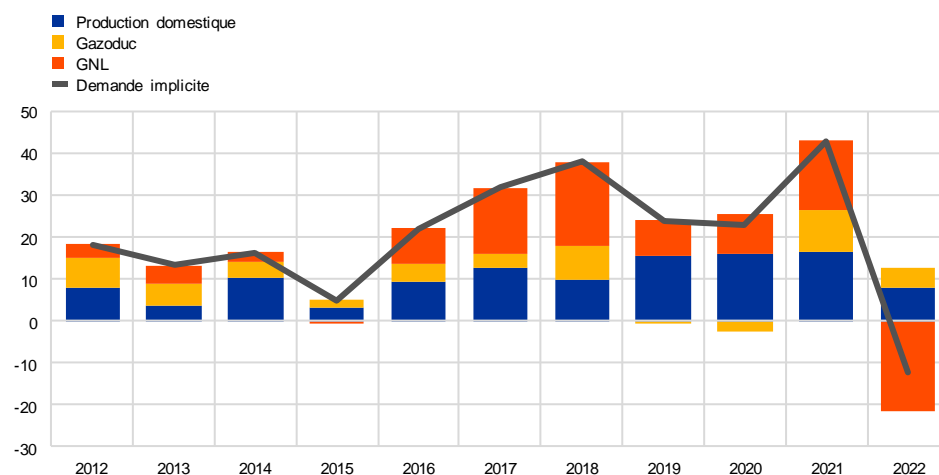
³ Selon l'Agence internationale de l'énergie, la Chine a augmenté le volume prédéterminé de ses importations de GNL pour le porter à 100 milliards de m³ en 2023, ce qui représente 19 % des importations mondiales de GNL.

Graphique B

Évolutions de la demande de gaz de la Chine et des importations mondiales de GNL

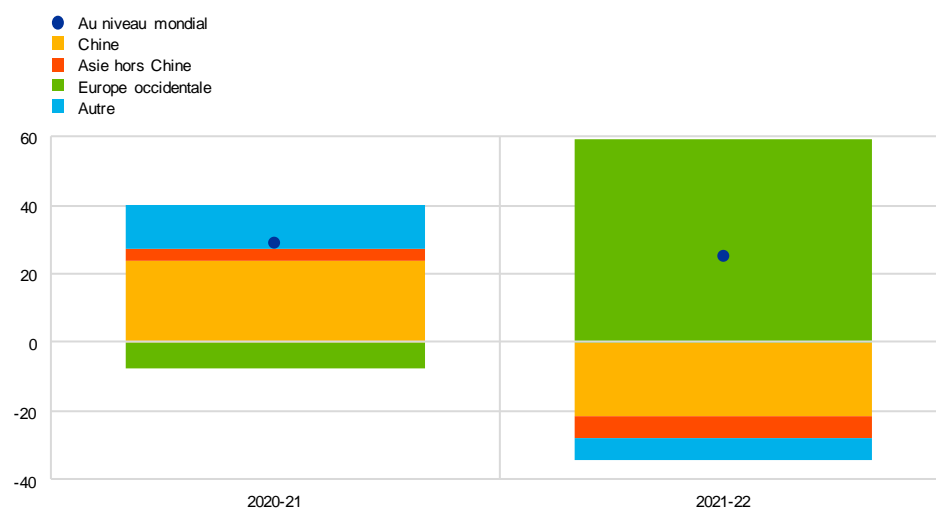
a) Variations annuelles de la demande chinoise de gaz

(milliards de m³)



b) Variations annuelles des importations mondiales de GNL

(milliards de m³)



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Note : Dans la partie b), « Europe occidentale » recouvre la Belgique, la Finlande, la France, Gibraltar, la Grèce, l'Italie, Malte, les Pays-Bas, la Norvège, le Portugal, l'Espagne, la Suède et le Royaume-Uni.

Les risques posés par un rebond de la demande d'énergie de la Chine et l'arrêt complet des exportations russes de gaz vers l'UE sont mis en évidence par deux scénarios illustratifs pour 2023. Du côté de l'offre, un scénario favorable suppose que les flux de gaz russe vers l'UE se maintiennent à leurs niveaux actuels. Les livraisons de gaz russe ayant considérablement diminué en 2022, la Russie livrerait en moyenne environ 40 milliards de m³ de moins de gaz en 2023 qu'en 2022. On suppose également que l'essentiel de l'accroissement des capacités mondiales de GNL en 2023 sera assuré par l'UE. Un scénario adverse suppose l'absence de livraisons de gaz russe par gazoduc à l'UE et un rebond de la demande chinoise d'énergie, ce qui limite la capacité de l'UE à assurer des importations supplémentaires de GNL. Du côté de la demande, dans les deux scénarios,

on suppose que les mesures actuelles d'économie de gaz à l'échelle de l'UE, qui sont actuellement en place seulement jusqu'en mars 2023, sont prolongées jusqu'à fin 2023. On suppose également que l'UE continuera d'exiger que les stocks de gaz soient remplis à 90 % de leur capacité avant l'hiver ⁴.

La sécurité de l'approvisionnement en gaz de l'UE reste vulnérable aux risques pesant sur l'offre mondiale et aux modifications de la demande (graphique C).

Dans le scénario favorable, le marché du gaz naturel de l'UE serait globalement équilibré, tandis que dans le scénario adverse, le déficit en gaz pourrait représenter environ 9 % de la consommation annuelle de gaz de l'UE. Le déficit pourrait se limiter à 4 % si la demande chinoise de GNL reste inchangée au niveau de 2022, ou à 2 % si seuls les risques pesant sur les exportations russes de gaz se concrétisent. Ce déficit pourrait probablement être comblé par le remplacement du gaz par d'autres sources d'énergie, l'accroissement de l'efficacité énergétique et la mise en œuvre d'un déstockage modéré ⁵. Néanmoins, la sécurité de l'UE en gaz en 2023 resterait vulnérable à de nouvelles perturbations de l'approvisionnement en gaz ou à des modifications de la demande. Bien que l'UE ait considérablement réduit sa dépendance vis-à-vis du gaz russe, elle est devenue beaucoup plus sensible aux fluctuations de la demande d'énergie du reste du monde, en particulier de la Chine.

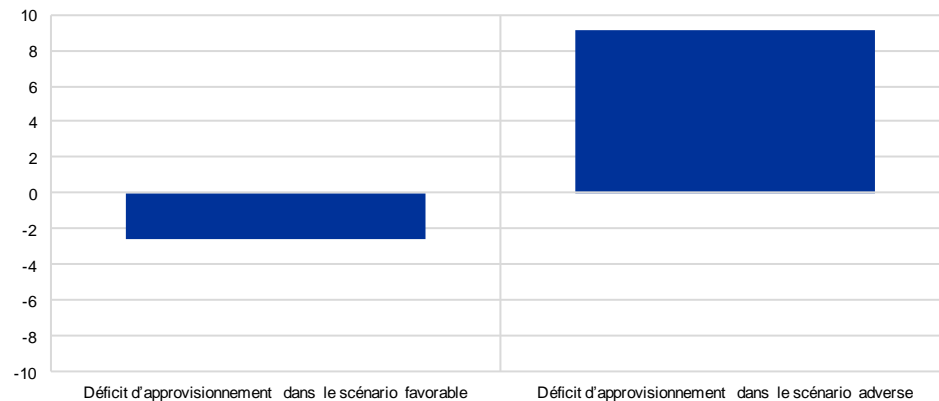
⁴ Contrairement à l'exercice global de projections macroéconomiques (BMPE) de décembre 2022 réalisé par les services de l'Eurosystème, les scénarios présentés dans cet encadré sont partiels, car ils ne s'inscrivent pas dans l'analyse plus large de la zone euro, mais se concentrent sur l'interaction entre les évolutions économiques et la demande de gaz en Chine. Le scénario baissier du BMPE de décembre 2022 couvre cette analyse plus large et se concentre sur les risques pesant sur le solde du commerce extérieur du gaz de la zone euro. Cf. l'encadré intitulé « [Un scénario baissier lié aux réductions de l'approvisionnement énergétique](#) » dans les [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2022](#). Le scénario du BMPE suppose que les pays de la zone euro ne sont pas en mesure d'atteindre l'objectif de 90 % fixé par l'UE pour les stocks de gaz en novembre 2023. Contrairement au scénario BMPE, le présent encadré ne fait pas l'hypothèse d'une diminution rapide des stocks de gaz en raison de températures froides. En effet, les températures actuelles plus douces que les normales impliquent moins de risques pour la sécurité de l'approvisionnement en gaz de l'UE en 2023, depuis la date d'arrêt des données de l'exercice global de projections macroéconomiques de décembre 2022 fixée à fin novembre 2022.

⁵ Cf. le récent rapport de l'Agence internationale de l'énergie intitulé « [How to Avoid Gas Shortages in the European Union in 2023](#) ».

Graphique C

Deux trajectoires possibles pour le déficit d’approvisionnement en gaz naturel de l’UE

(pourcentages de la consommation projetée en 2023)



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

Note : Les hypothèses relatives à la consommation, à la production, aux exportations et aux importations de gaz sont fondées sur les évolutions récentes, le plan d'économie de gaz de l'UE et l'objectif de l'UE en matière de stockage de gaz pour fin octobre 2023.

Le défi que représente pour l’UE la sécurisation d’approvisionnements en gaz suffisants en 2023 dépendra également des conditions météorologiques et de la diminution des stocks de gaz pendant le restant de l’hiver 2022-2023.

Les États membres de l’UE ont économisé plus de gaz au cours de l’hiver 2022-2023 qu’envisagé par le plan d’économie de gaz de l’UE, en partie en raison de la relative douceur des températures. Par conséquent, les niveaux de stockage du gaz sont restés élevés et ont amélioré les perspectives d’approvisionnement en gaz par rapport aux anticipations avant le début de la période de chauffage. Toutefois, si les températures chutent fortement ou en cas de période de froid prolongé au cours des prochains mois, les stocks de gaz pourraient diminuer plus rapidement que prévu dans notre analyse, laissant les marchés du gaz de l’UE dans une situation de plus grande vulnérabilité. Dans le même temps, des températures douces au cours des mois d’hiver pourraient placer l’UE dans une position plus solide pour résister aux défis en 2023, tandis que des températures élevées au cours des mois d’été feraient augmenter la demande de gaz pour la production d’électricité en raison d’un besoin de climatisation accru.

2 Comment la hausse des prix de l'énergie a-t-elle affecté la production industrielle et les importations ?

Francesco Chiacchio, Roberto A. De Santis, Vanessa Gunnella, Laura Lebastard

Cet encadré analyse comment la hausse des prix de l'énergie observée depuis l'automne 2021 a affecté la production industrielle agrégée et les volumes des importations de la zone euro. À l'automne 2021, l'approvisionnement de l'Union européenne (UE) en gaz provenant de Russie a été significativement réduit, ce qui a contribué à la lenteur de la reconstitution des stocks de gaz en Europe avant l'hiver. Entre septembre 2021 et octobre 2022, les prix à la consommation et à la production d'énergie dans la zone euro ont augmenté, en moyenne, de 49,5 % et 93,4 %, respectivement. Sur la même période, la production industrielle (hors construction) et les volumes des importations hors énergie dans la zone euro ont augmenté de 2,3 % et 10,3 %, respectivement. Cet encadré montre que les chocs défavorables sur l'offre d'énergie ont été contrebalancés par l'atténuation simultanée des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, le traitement associé des commandes en attente et la reprise de la demande, qui a bénéficié des effets de la réouverture après la pandémie de coronavirus (COVID-19). Des signes indiquent que les importations, en particulier celles de biens intermédiaires, ont remplacé en partie la production manufacturière domestique dans les secteurs à plus forte intensité énergétique, les importations étant relativement bon marché par rapport à la production domestique.

Une décomposition en biens à forte intensité énergétique et en biens à faible intensité montre qu'alors que la production domestique de biens à forte intensité énergétique s'est ralentie à partir du deuxième trimestre 2022, les importations de ces mêmes biens se sont redressées avant de se stabiliser à la fin de l'année. Ces évolutions sont en ligne avec l'anticipation selon laquelle les chocs défavorables sur l'offre d'énergie accroissent les coûts de production, ce qui peut entraîner une baisse de la production et une augmentation des importations en provenance de pays moins dépendants de la production mondiale d'énergie. La baisse de la production dans le secteur manufacturier à forte intensité énergétique de la zone euro a débuté mi-2022 (graphique A, partie a), tandis que les importations manufacturières de biens à forte intensité énergétique en provenance de l'extérieur de la zone euro ont commencé à augmenter environ un an auparavant (graphique A, partie b) ¹. Les pays de la zone euro ont importé davantage dans les secteurs relativement plus exposés aux hausses des prix de l'énergie auprès de partenaires commerciaux moins affectés par le choc sur les prix de l'énergie. Par exemple, en Allemagne, il semblerait que l'industrie chimique a commencé à importer de l'ammoniaque mi-2022 plutôt que de la produire elle-même, en raison du volume de gaz important nécessaire pour cette production.

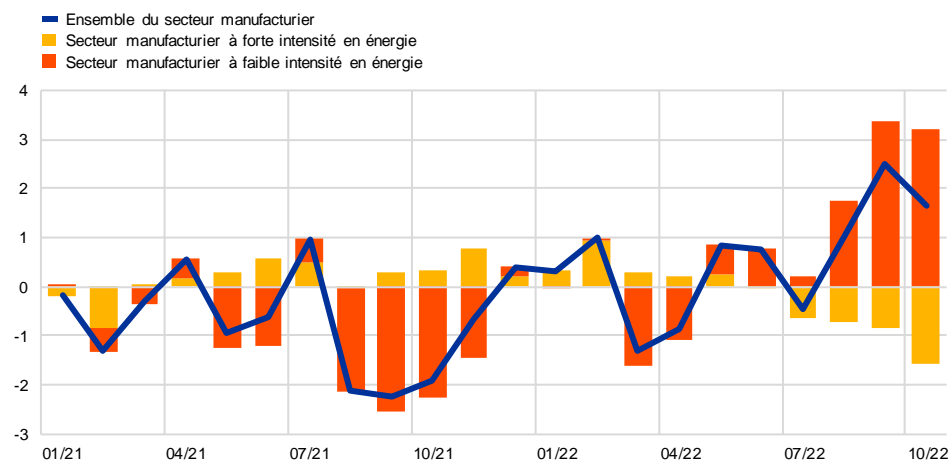
¹ L'intensité en énergie est calculée pour chaque secteur dans chaque pays et correspond à l'énergie utilisée comme intrant (direct et indirect) en pourcentage du total des intrants, en utilisant la base de données entrées-sorties de l'OCDE. Cf. l'encadré intitulé « [La dépendance vis-à-vis du gaz naturel et les risques pour l'activité de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

Graphique A

Production industrielle et importations dans la zone euro

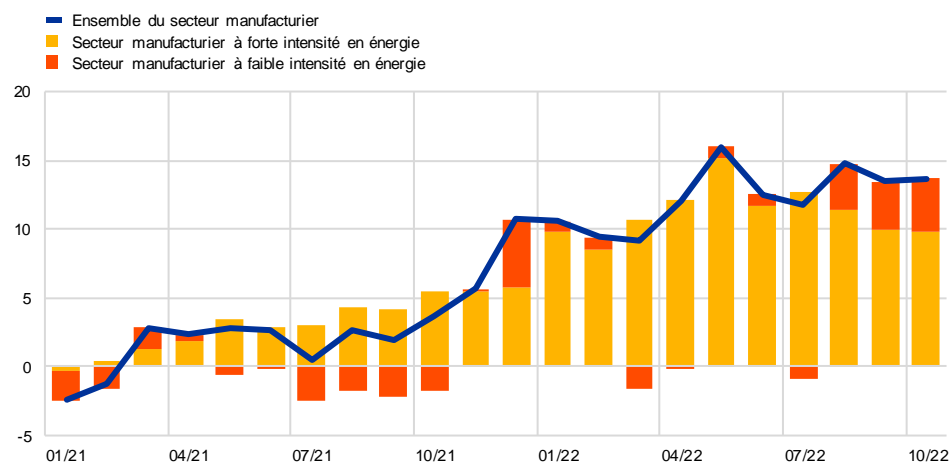
a) Production industrielle dans le secteur manufacturier par sous-secteur

(variations en pourcentage de la production industrielle et contributions en points de pourcentage par rapport à janvier 2020)



b) Volume des importations dans le secteur manufacturier par sous-secteur

(variations en pourcentage des volumes des importations et contributions en points de pourcentage par rapport à janvier 2020)



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

Notes : Les données sont corrigées des variations saisonnières. Les indices relatifs à la production industrielle pour les différents secteurs sont agrégés avec des pondérations en valeur ajoutée. Les importations sont calculées à partir des indices de volume relatifs aux importations de produits manufacturés et des parts des importations au niveau sectoriel. Les secteurs à faible (forte) intensité énergétique sont définis comme ceux qui ont une intensité en énergie plus faible (plus forte) que celle du secteur médian. L'intensité en énergie est calculée comme les intrants énergétiques (directs et indirects) en pourcentage du total des intrants. Les sous-secteurs manufacturiers identifiés comme étant à forte intensité énergétique sont les suivants : fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac ; travail du bois et fabrication d'articles en bois et en liège, à l'exception des meubles ; industrie du papier et du carton et reproduction d'enregistrements ; industrie chimique ; fabrication de produits en caoutchouc ; fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ; métallurgie et fonderie. La cokéfaction et le raffinage sont exclus, car ils font partie du secteur industriel de l'énergie. Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

Outre les coûts de l'énergie, des facteurs tels que la reprise de la demande, l'atténuation des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et la hausse de la concurrence des importations qui en résulte ont joué un rôle essentiel dans la dynamique de la production et des importations domestiques depuis mi-2022. Le renchérissement de l'énergie n'a pas été la seule cause de la forte hausse des volumes des importations. En particulier, les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont atténuées, grâce à l'amélioration logistique de l'activité de porte-conteneurs au niveau mondial et à l'assouplissement des mesures de confinement liées à la pandémie dans certains pays d'Asie exportant des intrants

intermédiaires². Par exemple, dans l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises, les sociétés non financières opérant dans les secteurs de la chimie et de la métallurgie ont déclaré un renforcement de la concurrence des importations à la suite de la baisse récente des prix du fret au niveau mondial et de l'atténuation des perturbations logistiques. La diminution des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement a été un facteur clé de la résistance de la production industrielle et de la hausse des volumes des importations. Les augmentations de la production dans les secteurs à faible intensité énergétique (graphique A, partie a) laissent penser que la reprise de la demande et l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont soutenu la production et les importations en 2022. Dans le même temps, les secteurs producteurs à forte intensité énergétique ont été confrontés à des coûts de l'énergie beaucoup plus élevés en 2022 et cette évolution a été à l'origine de la baisse de la production.

L'analyse empirique confirme que les problèmes liés à l'offre d'énergie et les goulets d'étranglement dans les processus de production ont joué un rôle essentiel dans les évolutions de la production industrielle agrégée et des volumes d'importations agrégés (hors énergie) en 2022. Nous utilisons un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) afin de quantifier le rôle relatif de l'énergie et des chocs liés à la concurrence étrangère par rapport aux autres chocs majeurs tels que les chocs de demande, les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et les autres chocs induits par des coûts à la hausse. L'analyse utilise l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), la production industrielle (hors construction), les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (PMI), les prix à la consommation de l'énergie et les volumes des importations de biens hors énergie. Un choc lié à la concurrence étrangère est défini ici comme un choc qui accroît les volumes des importations et fait baisser la production et les prix domestiques. Selon le modèle, en termes agrégés, la production industrielle réagit rapidement et négativement aux chocs énergétiques, tandis qu'il existe un impact positif marginal sur les volumes des importations hors énergie à court terme. Les résultats suggèrent que les chocs défavorables sur l'offre d'énergie ont entraîné une baisse de la production industrielle de 2 % environ entre septembre 2021 et septembre 2022 (graphique B, partie a). Cette baisse a été en partie contrebalancée par les importations de produits étrangers non énergétiques meilleur marché, qui ont augmenté de 1,4 % en raison du choc énergétique au cours de la même période (graphique B, partie b). À l'inverse, l'impact baissier des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur la production industrielle a sensiblement diminué au premier semestre 2022, et l'atténuation des goulets d'étranglement qui en a résulté a contribué positivement et significativement à la croissance de la production et à la hausse des volumes des

² Pour une analyse détaillée de ces facteurs et de leur impact économique, cf. Lane (P.R.), « *Bottlenecks and monetary policy* », *The ECB Blog*, BCE, 10 février 2022 ; et les encadrés intitulés « *Goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement dans la zone euro et aux États-Unis : où en sommes-nous ?* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2022 ; « *Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 ; « *La pénurie de semi-conducteurs et ses implications pour les échanges commerciaux, la production et les prix dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021 ; « *L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021 ; et « *Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021.

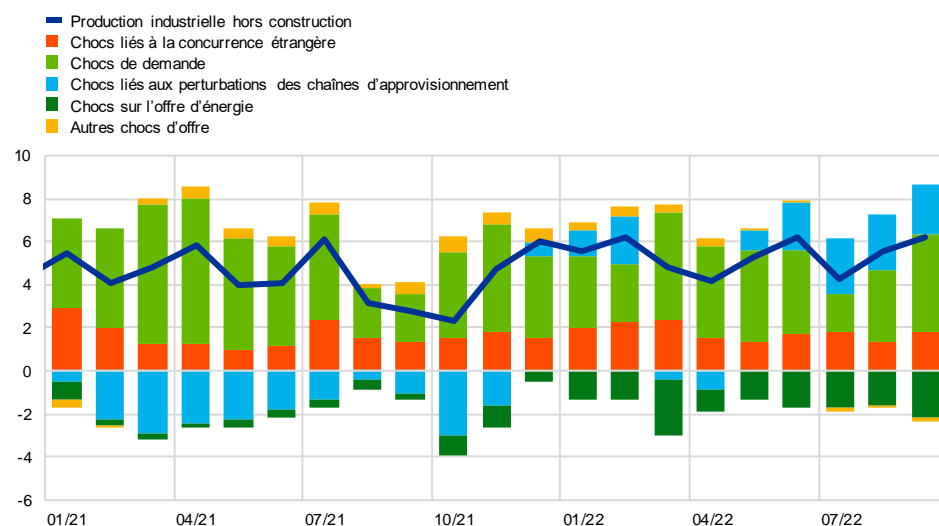
importations au second semestre 2022. Les facteurs de demande, déterminés par la propension des ménages à dépenser après l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie, ont également apporté une contribution positive à la production industrielle et aux importations en 2022.

Graphique B

Contributions des facteurs à la production industrielle agrégée et aux volumes des importations hors énergie dans la zone euro

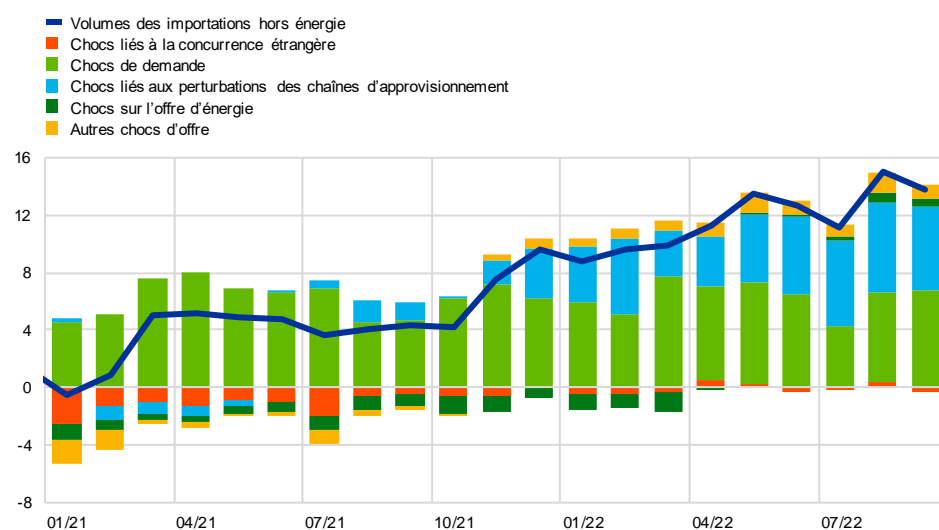
a) Production industrielle (hors construction) dans la zone euro

(écart en pourcentage par rapport au scénario de référence, données cumulées d'octobre 2020 à septembre 2022)



b) Volumes des importations (hors énergie) du secteur manufacturier de la zone euro

(écart en pourcentage par rapport au scénario de référence, données cumulées d'octobre 2020 à septembre 2022)



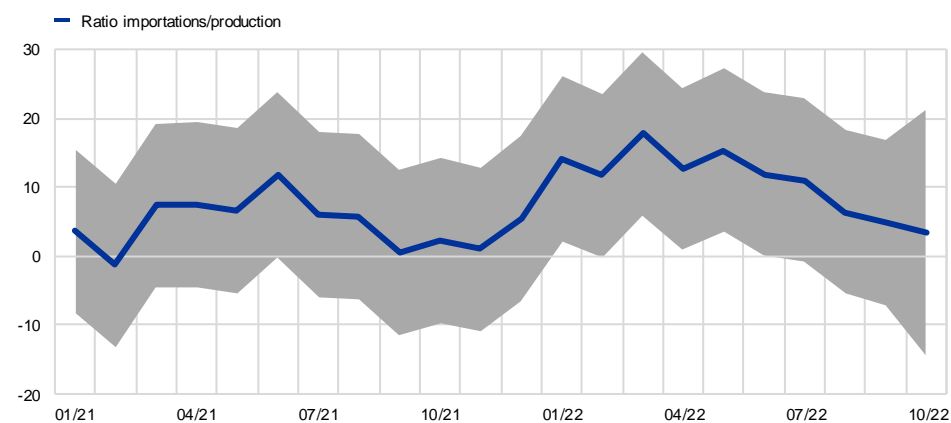
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le modèle est fondé sur les données agrégées pour la zone euro de janvier 1999 à septembre 2022 et les chocs sont identifiés en utilisant la méthode employée dans Antolín-Díaz (J.) et Rubio-Ramírez (J.F.), « *Narrative Sign Restrictions for SVARs* », *American Economic Review*, vol. 108, n° 10, octobre 2018, p. 2802-2829 ; mais avec des restrictions de signe sur leurs contributions comme dans De Santis (R.A.) et Van der Veken (W.), « *Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation* », *Working Paper Series*, n° 2727, BCE, septembre 2022. Les hypothèses de restrictions de signe à l'impact sont les suivantes : les chocs de demande affectent l'IPCH (+) ; la composante énergie de l'IPCH (+), la production industrielle (+), les volumes des importations (+) et les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (-) ; les chocs sur l'offre d'énergie affectent l'IPCH (+), la composante énergie de l'IPCH (+), la production industrielle (-) et les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (-) ; les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement affectent l'IPCH (+), la production industrielle (-) et les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat (-) ; les autres chocs d'offre affectent l'IPCH (+) et la production industrielle (-) ; les chocs survenant à l'étranger affectent l'IPCH (-), la production industrielle (-) et les volumes des importations (+). Les hypothèses de restrictions de narratif sont les suivantes : la contribution la plus importante aux erreurs de prévision concernant les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat en avril 2020 est attribuée aux chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement ; la contribution la plus importante aux erreurs de prévision concernant la composante énergie de l'IPCH en octobre et novembre 2021 est attribuée aux chocs sur l'offre d'énergie. On suppose également que les chocs de demande ont un signe négatif en mars et avril 2020. La production et les volumes des importations représentent les chiffres globaux pour la zone euro, en incluant à la fois les secteurs à forte et à faible intensité énergétique.

L'analyse sectorielle montre que les producteurs des secteurs à forte intensité énergétique ont commencé à remplacer leur propre production par des importations moins chères début 2022. Les producteurs des secteurs à forte intensité en énergie ont réduit leur production et l'ont remplacée par des importations depuis début 2022, ce qui coïncide globalement avec le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Toutefois, en moyenne, cet effet a pris fin à l'automne 2022 (graphique C), mais on observe une hétérogénéité selon les secteurs ³. Ces évolutions ne résultent pas de chocs favorables sur l'offre d'énergie à la fin de la période sous revue, les prix de l'énergie ayant continué d'augmenter jusqu'en octobre 2022, mais de la réaction des variables aux chocs énergétiques à moyen terme. Ces conclusions sont en ligne avec les résultats obtenus à l'aide du modèle SVAR, selon lesquels, même si à court terme, en données agrégées, les effets des chocs énergétiques sont plus importants sur la production industrielle que sur les importations hors énergie, ils sont similaires à moyen terme. En 2022, le ratio importations/production dans les secteurs à forte intensité en énergie a augmenté de 11 % en moyenne par rapport aux secteurs à faible intensité en énergie, les prix à la production de l'énergie ayant augmenté. La hausse des coûts de production domestiques associée au renchérissement de l'énergie semble être à l'origine du remplacement par des importations meilleur marché.

Graphique C
Ratio importations/production industrielle des secteurs à forte intensité énergétique au fil du temps

(différence en pourcentage par rapport aux secteurs à faible intensité en énergie)



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

Notes : 19 pays de la zone euro et 21 secteurs, hors énergie. Étude d'événements comparant le ratio importations/production dans les secteurs à forte intensité énergétique (groupe de traitement) avec les secteurs à faible intensité énergétique (groupe de contrôle). Le mois de référence est janvier 2019. La zone grise correspond à un intervalle de significativité de 95 %. Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

³ Le graphique C présente β_j estimé, calculé en utilisant la spécification économétrique suivante : $\ln\left(\frac{imports}{IP}\right)_{sct} = \sum_{j=1}^{42} \beta_j I[j = t] * HighIntensiveSector_{sc} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct}$, où la variable dépendante est le logarithme népérien du ratio importations/production. Le groupe de traitement (contrôle) représente tous les secteurs au-dessus (au-dessous) de la médiane s'agissant de l'intensité (directe et indirecte) en énergie dans le processus de production. Le modèle économétrique contrôle par le ratio moyen importations/production du secteur dans chaque pays en utilisant des effets fixes pays-secteur ainsi que par les chocs spécifiques aux différents pays en utilisant des effets fixes pays-mois. La base de données inclut 21 secteurs manufacturiers (hors énergie) et 19 pays de la zone euro.

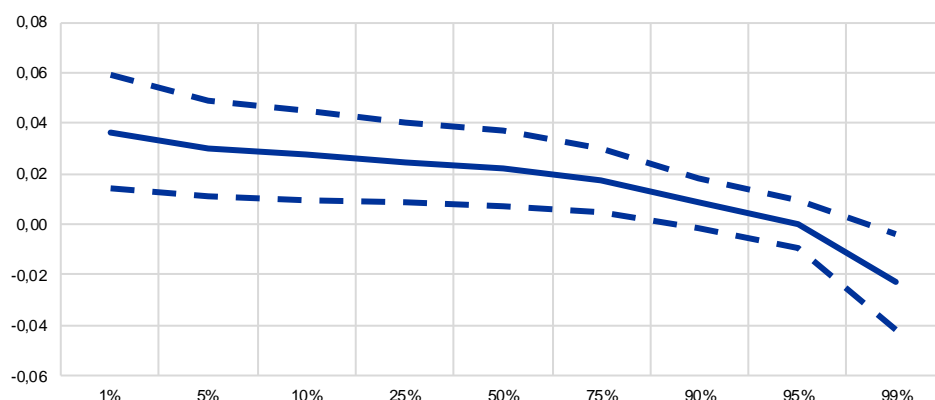
Les données économétriques confirment que les importations ont tendance à remplacer la production domestique quand les coûts de l'énergie sont élevés.

Une analyse sectorielle suggère que la croissance de la production manufacturière dans la zone euro a tendance à se ralentir par rapport à celle des importations si les coûts de l'énergie sont élevés⁴. Cela indique que les importations ont remplacé en partie la production domestique dans les secteurs où les coûts de l'énergie ont augmenté. En utilisant cette estimation et la distribution empirique des percentiles en fonction de leur indice respectif relatif au coût de l'énergie, les secteurs enregistrant la corrélation négative la plus importante entre la production et les importations sont ceux ayant la plus forte intensité énergétique, tels que les activités de production minières et extractives non énergétiques, l'industrie chimique, et les secteurs des produits minéraux non métalliques, des métaux de base et du papier (graphique D), en particulier depuis mi-2021 quand les coûts de l'énergie ont connu une hausse sans précédent.

Graphique D

Effets marginaux des importations sur la production dans les secteurs avec des intensités en énergie différentes (plus le percentile est élevé, plus l'intensité en énergie est élevée).

(axe des abscisses : percentile de la hausse du coût de l'énergie ; axe des ordonnées : coefficient de corrélation)



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

Notes : Résultats obtenus à partir d'une régression en données de panel avec des secteurs au niveau à deux chiffres dans les pays de la zone euro, où la croissance de la production en volume est régressée sur ses retards, sur le niveau de la croissance des importations courante et avec des retards au niveau sectoriel et par pays, sur un indice des coûts de l'énergie (la variation des prix de l'énergie au niveau des pays multipliée par l'intensité en énergie au niveau secteur-pays), sur son interaction avec la croissance des importations et sur un ensemble d'effets fixes (pays-secteur et pays-temps). Les lignes pointillées représentent les intervalles de significativité à 95 %.

Le remplacement par des importations implique une perte nette pour la production domestique de produits intermédiaires, mais il contribue à maintenir la production de produits finis grâce à des intrants moins chers.

Le fait d'importer des produits finis plutôt que de les produire dans le pays devrait

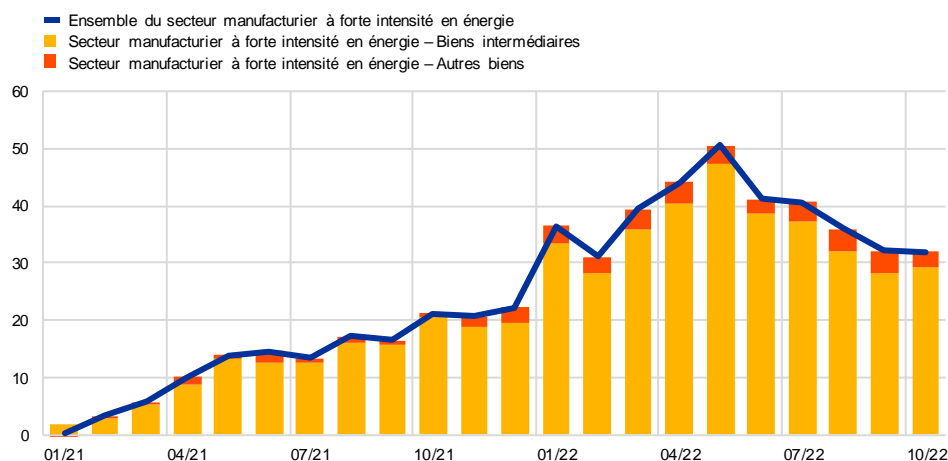
⁴ La croissance de la production en volume est régressée sur ses retards, sur le niveau de la croissance des importations courante et avec des retards au niveau sectoriel et par pays, sur un indice des coûts de l'énergie (la variation des prix de l'énergie au niveau des pays multipliée par l'intensité en énergie au niveau secteur-pays), sur leur interaction et sur un ensemble d'effets fixes (pays-secteur et pays-temps). Les résultats restent robustes à l'utilisation d'autres ensembles d'effets fixes, tels que temps et pays-secteur, pays-temps et secteur-temps, et à l'inclusion d'approximations pour la demande au niveau des pays (par exemple, les prévisions de production de la Commission européenne et les commandes ressortant du PMI) ainsi que pour les prix relatifs des importations et la production. Le panel inclut 22 secteurs dans chacun des 19 pays de la zone euro de janvier 2015 à septembre 2022.

avoir un effet négatif sur les exportations nettes et la valeur ajoutée. Toutefois, le fait d'importer des biens intermédiaires aide les entreprises à continuer de produire des produits finis dans le pays et limite par conséquent l'impact négatif de la hausse des prix de l'énergie. L'effet net sur l'activité économique de la zone euro dépend du type de biens substitués : produits finis ou intermédiaires. Plus les produits importés se situent en aval de la chaîne, plus la perte d'activité économique sera probablement importante dans la mesure où une part plus grande de la production de biens est délocalisée à l'étranger. Le graphique E montre que les évolutions des importations à forte intensité énergétique dans les secteurs à forte intensité énergétique ont été principalement déterminées par les biens intermédiaires, suggérant que le remplacement par des importations a contribué à la résistance de la production domestique.

Graphique E

Importations manufacturières à forte intensité en énergie par type de produit

(variations en pourcentage des volumes des importations et contributions en points de pourcentage par rapport à janvier 2020)



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

Notes : Les données sont corrigées des variations saisonnières. Les importations sont calculées à partir des indices de volumes relatifs aux importations de produits manufacturés et des parts des importations au niveau sectoriel. Les secteurs à faible (forte) intensité énergétique sont définis comme étant ceux qui ont une intensité en énergie plus faible (plus forte) que celle du secteur médian. L'intensité en énergie est calculée comme les intrants énergétiques (directs et indirects) en pourcentage du total des intrants. Les sous-secteurs identifiés comme étant à forte intensité énergétique sont les suivants : fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac ; travail du bois et fabrication d'articles en bois et en liège, à l'exception des meubles ; industrie du papier et du carton et reproduction d'enregistrements ; industrie chimique ; fabrication de produits en caoutchouc ; fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ; métallurgie et fonderie. La cokéfaction et le raffinage sont exclus, car ils font partie du secteur industriel de l'énergie. Les dernières observations se rapportent à octobre 2022.

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

Catherine Elding, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova et Sara Romaniega Sancho

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 73 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 4 et le 12 janvier 2023 ¹.

En termes agrégés, ces contacts indiquent une stagnation globale ou une légère contraction de l'activité au quatrième trimestre, mais avec des différences notables entre les secteurs. De nombreux contacts ont mentionné une contraction des commandes et des ventes liée à un ralentissement des dépenses des ménages et à un ajustement inhabituellement important des stocks en fin d'année. Cependant, d'autres facteurs ont été cités comme soutenant la croissance actuelle dans de nombreux secteurs, dont l'atténuation des contraintes d'offre et la persistance d'effets de rattrapage.

La plupart des sociétés contactées dans le secteur industriel ont fait état d'un recul de l'activité, reflétant la diminution de la demande de nombreux biens de consommation durables, l'affaiblissement de la production dans la construction et l'ajustement des stocks. La demande de biens de consommation électroniques et de nombreux articles ménagers diminue en raison de la hausse des prix (qui comprime les budgets des ménages) et du fait que les achats de ces articles ont souvent eu lieu de façon anticipée pendant la pandémie. L'activité dans la construction (d'immeubles résidentiels en particulier) est de plus en plus affectée par la diminution de la demande résultant de la hausse des coûts des consommations intermédiaires et des taux d'intérêt. Dans le même temps, la réduction des stocks en fin d'année a été plus importante qu'habituellement, en partie car les prix élevés ont rendu le fonds de roulement plus coûteux, mais également car les perturbations antérieures de l'approvisionnement ont conduit les entreprises à détenir des stocks plus importants que d'habitude. Le ralentissement de la demande des consommateurs dans certains secteurs, conjugué à l'ajustement des stocks, a provoqué une contraction particulièrement prononcée de la demande de nombreux biens intermédiaires ainsi que de services liés au transport et au stockage des biens, où les pénuries ont rapidement été remplacées par des capacités excédentaires.

En revanche, la demande de nombreux biens non durables et de services de la part des consommateurs a affiché une plus grande résilience, tandis que l'atténuation des contraintes d'offre a soutenu la production d'automobiles et de biens d'équipement. Les sociétés contactées dans les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail ont fait état de nombreux éléments

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

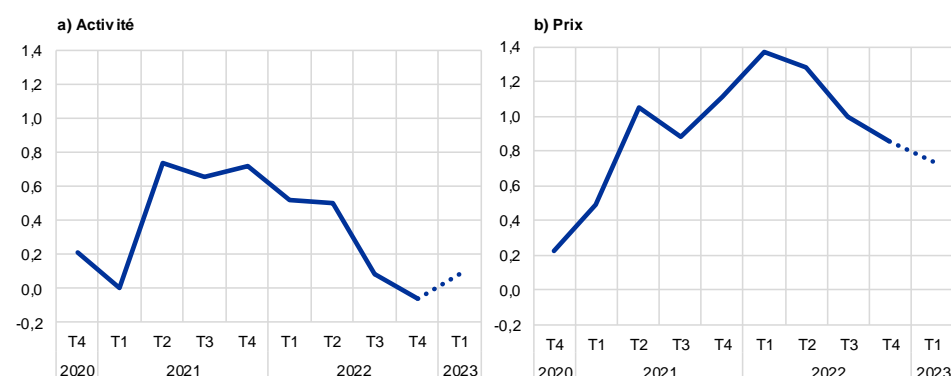
indiquant que les consommateurs réorientaient leur consommation vers des articles moins onéreux. Toutefois, elles ont aussi observé que les consommateurs qui avaient de l'argent étaient disposés à le dépenser, comme le reflètent les ventes de fin d'année, qui ont été bonnes, voire meilleures que prévu. La demande de produits de luxe a été particulièrement forte, tandis que le transport aérien de passagers s'est encore redressé au cours de la période de Noël. Dans le même temps, l'activité dans les secteurs automobile et des biens d'équipement a continué d'être caractérisée par des carnets de commande fournis et des niveaux de production encore déterminés par l'atténuation seulement progressive des contraintes d'offre (liées aux pénuries actuelles de semi-conducteurs et de composants connexes). Ainsi, la plupart des sociétés contactées ont déclaré que pour 2023, les niveaux d'investissement prévus de leur entreprise étaient comparables ou supérieurs à ceux de 2022. Cela reflète en partie un besoin de « rattrapage » de l'investissement après des réductions en 2020-2021, ainsi que la forte impulsion à moyen terme de facteurs tels que la numérisation, la transition énergétique et les efforts pour renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement.

Les perspectives d'activité à court terme sont restées modérées, et les perspectives pour 2023 sont très incertaines, mais il existe un espoir accru que l'activité se redresse au cours de l'année. Les raisons d'être légèrement plus optimistes se fondent sur la récente baisse des prix de l'énergie et sur les niveaux élevés de stockage du gaz (atténuant les préoccupations relatives aux pénuries d'énergie). Cela reflète également le fait que la vigueur persistante de l'emploi, la hausse des salaires et le soutien du gouvernement, conjugués aux premiers signes d'atténuation de l'inflation, mettront fin à la baisse du revenu disponible réel. Par ailleurs, la fin de la politique zéro COVID en Chine stimulera probablement davantage la demande mondiale à partir du printemps.

Graphique A

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

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



Source : BCE.

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

On observe une prudence accrue en ce qui concerne les intentions d'embauche et une atténuation de certaines pénuries de main-d'œuvre, mais pas de changement brutal de la situation sur le marché du travail. De nombreux contacts ont déclaré que leur entreprise surveille de plus près les décisions d'embauche et/ou ont reporté ou revu à la baisse les nouvelles embauches, mais il n'existe que peu ou pas d'éléments suggérant d'importants licenciements. Les entreprises s'emploient plutôt à améliorer la productivité du personnel existant et sont réticentes à laisser partir des salariés qualifiés dont elles auraient besoin à l'avenir. Les agences pour l'emploi ont observé une baisse de la demande de personnel temporaire mais une bonne résistance sur le marché du recrutement en postes permanents. Dans le même temps, un nombre légèrement moins important de contacts ont indiqué des pénuries de main-d'œuvre, qui semblent s'atténuer dans certains secteurs.

Les prix de vente ont continué d'augmenter en termes agrégés mais à un rythme qui se ralentit et avec une plus grande variabilité entre les secteurs ainsi que des perspectives moins certaines. Dans la plupart des secteurs, les prix ont continué d'augmenter au quatrième trimestre 2022 (ou la tendance sous-jacente était encore à la hausse), et de nouvelles hausses des prix ont été mises en œuvre, sont prévues ou seront tentées au premier trimestre 2023. Le taux d'augmentation des prix est demeuré particulièrement élevé dans les secteurs du commerce de détail de produits alimentaires et de l'agro-industrie. Les prix de nombreux biens de consommation et d'équipement et de la plupart des services sont également restés dynamiques car la transmission des tensions antérieures et/ou actuelles sur les coûts (sous l'effet à présent des salaires en particulier) a obligé les entreprises à augmenter leurs prix pour maintenir leurs marges, tandis que dans certains cas, les prix ont augmenté automatiquement via des clauses d'indexation. Les contacts ont également indiqué des tensions à la hausse sur les prix des loyers pour les logements, le marché étant de plus en plus tendu dans de nombreux pays et/ou les clauses d'indexation prenant effet. Les prix de vente ont commencé à baisser (à partir de niveaux très élevés) au cours des derniers mois dans certains secteurs, y compris dans le secteur de l'énergie et dans de nombreuses parties du secteur des biens intermédiaires (acier, produits chimiques, papier, etc.). Les taux de fret au comptant dans le secteur des transports (pour le transport routier, ferroviaire et par conteneurs) ont nettement diminué, même si ces taux ne reflètent pas les prix des contrats à long terme sur lesquels repose la majeure partie de l'activité.

De nombreuses entreprises ont adopté des stratégies de fixation des prix plus dynamiques en 2022 et ont déclaré qu'en 2023, les prix continueront à être révisés plus souvent que d'habitude. La probabilité effective qu'elles augmentent les prix dépendra toutefois de l'évolution – de plus en plus incertaine – des coûts des consommations intermédiaires et (de la sensibilité au prix) de la demande. Malgré une plus forte tension sur les coûts salariaux et une incertitude très élevée concernant la trajectoire future des prix de l'énergie, la plupart des contacts s'attendent à une croissance des prix plus faible en 2023 qu'en 2022.

La croissance des salaires constitue désormais la principale préoccupation en matière de coûts, même si les anticipations salariales sont demeurées

inchangées par rapport à la dernière campagne d'enquête. La plupart des contacts prévoient que la croissance des salaires sera plus élevée en 2023 qu'en 2022. En prenant une moyenne simple des points médians des indications quantitatives fournies, les contacts ont estimé que les salaires moyens ont augmenté de 3,5 % environ en 2022, et anticipent une croissance de 5 % environ en 2023. Certains contacts ont exprimé des préoccupations concernant le fait que, à la différence d'une hausse des prix de l'énergie ou des matières premières, les hausses de salaire sont définitives et ont par conséquent des effets plus durables. D'autres, en revanche, ont fait observer que les hausses de salaire sont inférieures aux taux d'inflation actuels et ne sont donc pas suffisantes pour alimenter une spirale salaires-prix.

Comment les salariés veulent travailler – quelles préférences pour le télétravail après la pandémie

António Dias da Silva, Dimitris Georgarakos et Marco Weißler

Les habitudes en matière de télétravail ont considérablement évolué après le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19) et indiquent une augmentation durable de la préférence pour le travail à distance. Le télétravail n'était pas particulièrement répandu dans la zone euro avant le début de la pandémie en mars 2020. Selon des données d'Eurostat, 85 % des salariés n'avaient jamais télétravaillé en 2019, niveau en légère baisse par rapport aux 92 % enregistrés en 2000 ¹. Le choc de la COVID-19 a entraîné une augmentation soudaine de la demande de politiques de télétravail qui permettraient à la majorité des salariés de travailler à domicile au moins une fois par semaine ². Cette augmentation du télétravail a été rendue possible grâce à des investissements réalisés tant par les employeurs que par les travailleurs. Le présent encadré documente les évolutions du télétravail pendant la pandémie et leurs principaux déterminants ainsi que les anticipations relatives aux préférences en matière de travail. Les évolutions des tendances et des préférences en matière de télétravail ont des conséquences potentiellement importantes pour les évolutions économiques et sociales, notamment en ce qui concerne le marché du travail et les choix en matière de logement ³.

L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES) a interrogé les consommateurs au sujet du télétravail à différents moments entre 2020 et 2022 ⁴. Selon les données de l'enquête CES, plus de 60 % des travailleurs n'avaient jamais télétravaillé avant la pandémie ⁵. Cette part a diminué pour s'établir à moins de 40 % au cours des mois suivant le début de la pandémie. En mai 2022, la majorité des travailleurs de la zone euro ont déclaré avoir travaillé à distance au moins un jour par semaine au cours des trois mois précédents (graphique A). La plupart des travailleurs à distance pratiquaient deux à quatre jours de télétravail par semaine. Les travailleurs ont également été interrogés sur leurs préférences vis-à-vis du télétravail une fois la

¹ Ces chiffres sont comparables à ceux des États-Unis, qui indiquent qu'en 2000, 92,5 % de l'ensemble des travailleurs n'avaient jamais télétravaillé, taux qui a baissé à 90,5 % en 2010 (cf. Mateyka (P.J.), Rapino (M.A.) et Landivar (L.C.), « *Home-Based Workers in the United States: 2010* », *Home Economic Studies*, U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, U.S. Census Bureau, 2012).

² Cf. « *Living, working and COVID-19: First findings – April 2020* », *Covid-19 Series*, Eurofound, 2020.

³ Cf. par exemple, Williamson (H.), « *An Evaluation of the Impacts of Remote Working* », *Irish Government Economic and Evaluation Service Paper*, Department of Enterprise, Trade and Employment, mai 2022.

⁴ Certaines questions spécifiques ont été posées aux consommateurs : le nombre de jours qu'ils exerçaient en télétravail avant et pendant la pandémie ainsi que leurs préférences futures concernant le nombre de jours qu'ils souhaiteraient exercer en télétravail. L'analyse s'appuie sur des réponses fournies par des ménages vivant en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas.

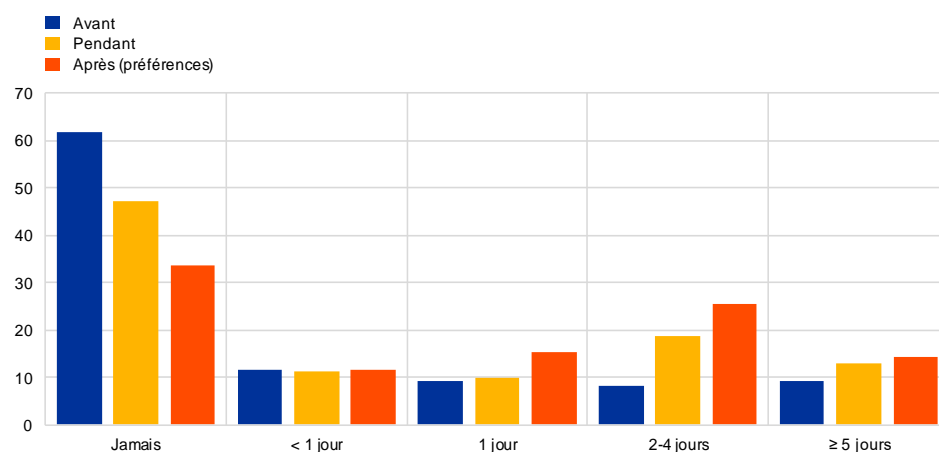
⁵ À la différence d'Eurostat, l'enquête CES a demandé aux participants s'ils faisaient du télétravail avant le début de la pandémie de COVID-19, et pas seulement au cours des quatre semaines précédentes. Cela, conjugué à l'échantillon différent de l'enquête CES, pourrait expliquer pourquoi la part de travailleurs sans expérience du télétravail est plus faible dans l'enquête CES.

pandémie de COVID-19 terminée ; deux tiers environ ont indiqué vouloir au moins un jour de télétravail par semaine et 25 % environ ont affiché une préférence pour un régime de télétravail de deux à quatre jours par semaine. Ces chiffres suggèrent le souhait que les modes de travail hybrides prédominent au-delà des restrictions et des préoccupations sanitaires liées à la pandémie ⁶.

Graphique A

Nombre de jours de télétravail avant et pendant la pandémie de COVID-19 et préférences pour l'avenir

(en pourcentage des participants à l'enquête)



Source : BCE (enquête CES, mai 2022).

Note : Les participants à l'enquête (âgés de 20 à 64 ans) ont été interrogés en mai 2022 au sujet a) du nombre de jours de télétravail par semaine dont ils disposaient avant la pandémie de COVID-19, b) du nombre de jours de télétravail dont ils disposaient au cours d'un mois typique entre février et avril 2022 et c) de leur préférence concernant le nombre de jours de télétravail par semaine après la fin de la pandémie de COVID-19.

En moyenne, les préférences des travailleurs vis-à-vis du télétravail sont globalement alignées sur leur perception de la préférence de leur employeur.

En août 2021, environ 40 % des travailleurs ont indiqué qu'ils souhaitaient faire au moins deux jours de télétravail par semaine après la pandémie et 27 % s'attendaient à ce que leur employeur leur offre cette option (graphique B). 60 % des travailleurs considéraient que leurs préférences en matière de télétravail étaient alignées sur leur perception de la préférence de leur employeur. Toutefois, 30 % des travailleurs avaient en matière de télétravail des préférences supérieures à ce qu'ils prévoyaient que leur employeur leur proposerait. Il y a donc eu des discussions sur la question de savoir si cet écart perçu pourrait accroître la volonté de certains travailleurs de changer d'employeurs, les modalités de travail flexible (y compris la possibilité de faire du télétravail) ayant été citées comme un motif important de recherche d'un nouvel emploi ⁷.

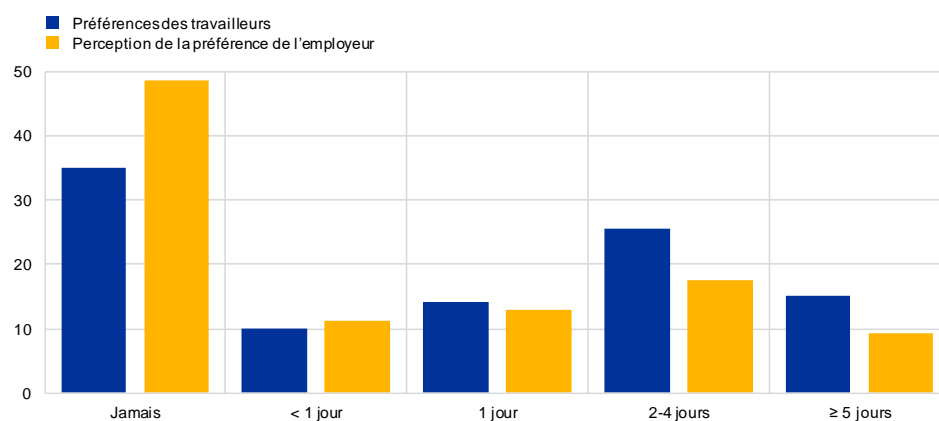
⁶ Les préférences ont été remarquablement stables en données agrégées. À tous les moments de l'enquête pendant la période de COVID-19, environ 40 % des participants souhaitaient télétravailler au moins deux jours après la pandémie. Cependant, cette stabilité des préférences agrégées masque certaines évolutions au niveau individuel ; environ la moitié seulement des travailleurs préférant télétravailler au moins deux jours par semaine en août 2021 ont indiqué la même préférence en mai 2022.

⁷ Cf., par exemple « [Americans are embracing flexible work – and they want more of it](#) », McKinsey & Company, juillet 2022 ; ou Barrero (J.M.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « [Let me work from home, or I will find another job](#) », VOX-EU, 27 juillet 2021.

Graphique B

Préférences des travailleurs en matière de télétravail et perception de la préférence de leur employeur

(en pourcentage des participants à l'enquête)



Source : BCE (enquête CES, août 2021).

Notes : Le graphique montre la préférence des travailleurs vis-à-vis du nombre de jours de télétravail par semaine et leur perception de la préférence de leur employeur. Les données se rapportent aux travailleurs âgés de 20 à 64 ans.

La volonté de certains travailleurs de chercher un emploi et d'en changer pourrait être influencée par leur perception de la politique de télétravail proposée par leur employeur.

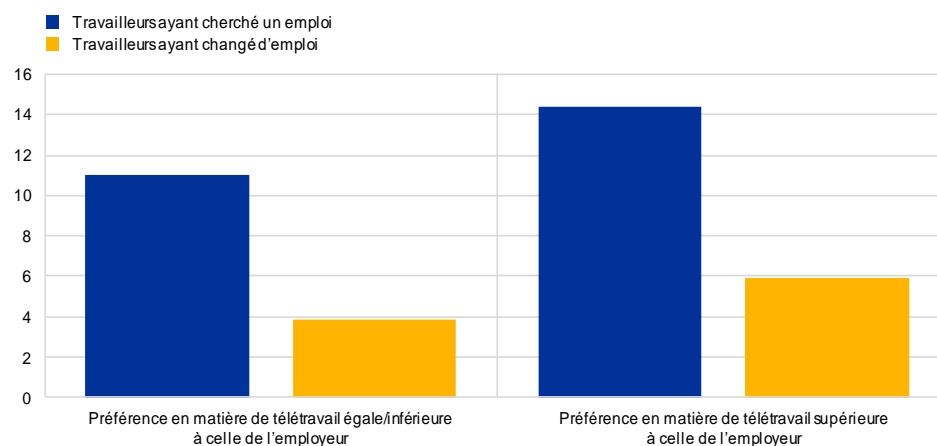
La plus grande prévalence du télétravail a potentiellement accru l'importance du télétravail lors du choix d'un employeur. Si les préférences d'un travailleur en matière de télétravail sont supérieures à ce que son employeur actuel lui propose, cela peut entraîner une volonté accrue de changer d'emploi. Ainsi, nous avons constaté que les travailleurs dont les préférences en matière de télétravail étaient supérieures à leur perception de ce que leur employeur pourrait leur proposer étaient plus susceptibles de chercher un nouvel emploi et d'avoir changé d'emploi au moins une fois après la réalisation de l'enquête (graphique C) ⁸.

⁸ Le groupe de travailleurs dont les préférences en matière de télétravail sont égales ou inférieures à leur perception de la préférence de leur employeur et le groupe dont les préférences sont supérieures à leur perception de la préférence de leur employeur sont très similaires en termes de rémunération, de niveau d'éducation, de revenu du ménage, d'âge ou de durée dans l'ensemble de données du panel.

Graphique C

Préférences en matière de télétravail et capacité à garder le personnel

(en pourcentage des participants à l'enquête)



Source : BCE (enquête CES, juillet 2021, août 2021 et vagues d'enquête suivantes jusqu'à mai 2022).

Note : Le graphique présente la part des travailleurs ayant cherché un emploi avant la date de l'enquête (août 2021) et la part des travailleurs ayant changé d'emploi au cours des neuf mois suivants, ventilées par préférence en matière de télétravail sur la base des déclarations en août 2021. Les données se rapportent aux travailleurs âgés de 20 à 64 ans.

La préférence des travailleurs vis-à-vis du nombre de jours de télétravail par mois a varié considérablement en fonction des caractéristiques de l'emploi et des caractéristiques personnelles⁹. La profession constitue le facteur le plus

important à l'origine des préférences en matière de télétravail. Par exemple, les employés de type administratif préfèrent disposer de 4,5 jours de plus de télétravail par mois que les conducteurs d'installations ou de machines (graphique D). Cela suggère que les caractéristiques de l'emploi ont une forte influence sur les préférences en matière de télétravail. Il convient de noter que la faisabilité d'accomplir un travail à distance – la « télétravaillabilité » d'un emploi – varie significativement entre les différentes professions¹⁰. Cela constitue une contrainte qui se reflète au moins en partie dans les préférences en matière de télétravail indiquées par les travailleurs dans l'enquête. Dans la suite de l'encadré, nous examinons donc les caractéristiques personnelles qui déterminent les préférences en matière de télétravail après avoir tenu compte des contraintes limitantes telles que la profession, le secteur et la taille de l'entreprise.

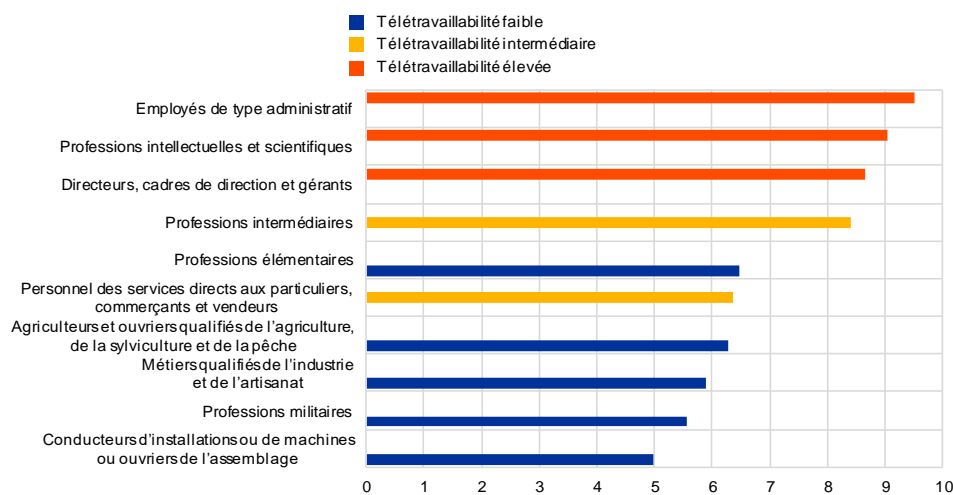
⁹ Pour cette analyse, nous avons recodé les tranches de préférences des jours de télétravail hebdomadaires en jours de télétravail mensuels, en prenant le point médian de la tranche.

¹⁰ Cf., par exemple, Dingel (J.I.) et Neiman (B.), « *How many jobs can be done at home?* », *Journal of Public Economics*, vol. 189, septembre 2020, p. 1-8, ainsi que Bates (C.) et Vivian (L.), « *Postes éligibles au télétravail* », encadré 4 de 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.

Graphique D

Préférences en matière de nombre de jours de télétravail par mois ventilées par profession et par télétravaillabilité

(nombre de jours ouvrés par mois)



Source : BCE (enquête CES, mai 2022).

Notes : Résultats de l'estimation d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires avec comme variable dépendante le nombre de jours ouvrés par mois qu'un travailleur souhaite effectuer en télétravail (max. 20). Nous avons contrôlé par l'âge, le nombre d'enfants dans le ménage, le sexe, le niveau d'éducation, le temps de trajet domicile-travail, le statut d'autoentrepreneur, la taille de l'entreprise, la profession, le secteur et le pays. Les données se rapportent aux travailleurs âgés de 20 à 64 ans. Pour la définition de la télétravaillabilité, cf. Sostero et al., « *Teleworkability and the COVID-19 crisis: a new digital divide?* », JRC Working Paper Series on Labour, Education and Technology, Commission européenne, 2020.

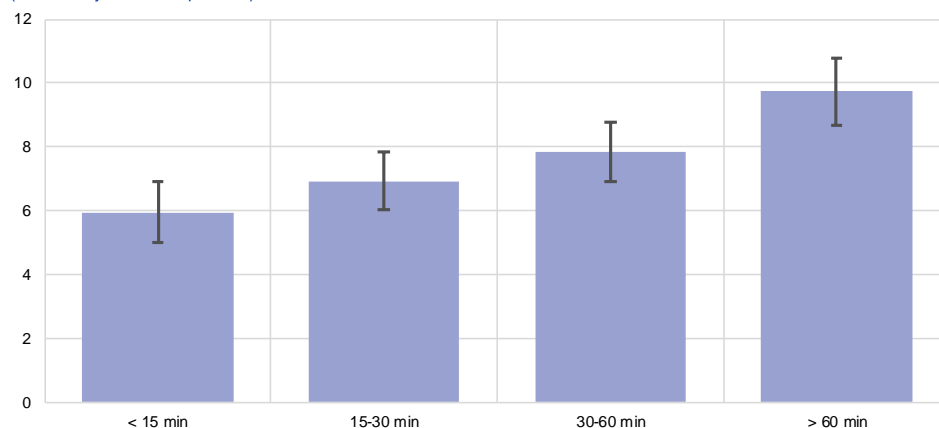
Le temps de trajet entre le domicile et le lieu de travail des travailleurs constitue la caractéristique personnelle la plus importante dans la détermination des préférences en matière de télétravail. Après avoir contrôlé par les caractéristiques propres à l'emploi, le temps de trajet domicile-travail apparaît comme étant le déterminant personnel le plus important dans les préférences en matière de télétravail. Si les caractéristiques telles que la profession ou le secteur sont, dans une large mesure, liées à la possibilité ou non pour un emploi donné d'être exercé à distance, le temps de trajet reflète souvent une préférence personnelle. Les travailleurs pour qui chaque trajet pour se rendre ou revenir du travail est supérieur à une heure préfèrent disposer de dix jours de télétravail par mois, soit quatre jours de plus que ceux dont le temps de trajet est inférieur à 15 minutes (graphique E). Cela correspond à un précédent constat fait aux États-Unis, qui montre que les économies de temps de trajet domicile-travail constituent l'avantage le plus important du télétravail, en particulier pour les femmes et les travailleurs dont le niveau d'éducation est le plus élevé¹¹. Nous avons également constaté le rôle joué par les caractéristiques démographiques : les jeunes, les femmes et les ménages avec des enfants âgés de six ans ou moins indiquent une préférence pour un nombre de jours de télétravail par mois plus élevé. Ces associations sont statistiquement significatives, mais quantitativement faibles.

¹¹ Barrero (J.M.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *SWAA March 2022 Updates* », WFF Research, mars 2022 ; Barrero (J.M.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Why working from home will stick* », NBER Working Paper, n° 28731, National Bureau of Economic Research, avril 2021.

Graphique E

Préférences vis-à-vis du nombre de jours de télétravail par mois ventilées par temps de trajet domicile-travail

(nombre de jours ouvrés par mois)



Source : BCE (enquête CES, mai 2022).

Note : Résultats de l'estimation d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires avec comme variable dépendante le nombre de jours ouvrés par mois qu'un travailleur souhaite effectuer en télétravail (max. 20). Les coefficients sont relatifs aux travailleurs qui n'effectuent jamais de trajets domicile-travail. Nous avons contrôlé par l'âge, le nombre d'enfants dans le ménage, le sexe, le niveau d'éducation, le statut d'autoentrepreneur, la taille de l'entreprise, la profession, le secteur et le pays. Les données se rapportent aux travailleurs âgés de 20 à 64 ans.

Les employeurs et les travailleurs continuent de s'adapter à l'évolution des habitudes en matière de télétravail résultant de la pandémie de COVID-19.

Toutefois, il semble probable que le travail à distance restera nettement plus demandé qu'avant le début de la pandémie.

Les travailleurs indiquent une forte préférence pour le télétravail, et nombre d'entre eux semblent préférer un modèle hybride qui offre entre deux et quatre jours de télétravail par semaine. Nos conclusions suggèrent également que les préférences en matière de télétravail pourraient avoir une incidence sur le comportement de recherche d'emploi des travailleurs. Les caractéristiques propres à l'emploi et les caractéristiques personnelles constituent des facteurs importants dans la détermination des préférences en matière de télétravail. Plus particulièrement, les travailleurs dont le temps de trajet domicile-travail est élevé semblent afficher une nette préférence pour le télétravail et pourraient par conséquent être plus susceptibles de changer d'emploi afin de trouver des conditions de télétravail qui correspondent à leurs préférences.

5 Les politiques liées au climat dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro et l'impact macroéconomique des mesures budgétaires vertes

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Eliza Lis et Yiqiao Sun

À la suite de la conclusion de l'évaluation stratégique de la BCE en 2021, le Conseil des gouverneurs a adopté un plan d'action complet visant à intégrer les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire. Deux des axes d'action présentés dans la feuille de route détaillée qui l'accompagne sont : a) l'introduction d'hypothèses techniques relatives à la tarification du carbone et b) l'évaluation régulière de l'impact des politiques budgétaires liées au climat sur les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE ¹. Le présent encadré résume les mesures budgétaires liées au climat incluses dans le scénario de référence des projections de décembre 2022. Afin de mesurer l'impact macroéconomique des politiques de transition liées au climat, il évalue l'impact des mesures budgétaires vertes sur la production et sur l'inflation dans ce scénario de référence ². L'encadré examine ensuite l'impact potentiel du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE) et des mesures non budgétaires liées au climat, ainsi que les risques qu'ils font peser sur les perspectives d'inflation et de croissance du PIB.

Une mesure budgétaire, qu'elle concerne le volet recettes ou le volet dépenses, est considérée comme faisant partie des politiques relatives au changement climatique dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE si elle a un impact sur l'atténuation ou l'adaptation au changement climatique ou si elle compense les effets des événements météorologiques extrêmes. Les mesures budgétaires discrétionnaires figurant dans les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE sont classées en fonction de leur rapport au changement climatique, avec trois catégories (additives) pour les mesures budgétaires liées au climat.

La première catégorie concerne les mesures qualifiées de « vertes », si elles sont susceptibles d'avoir un impact favorable sur la réduction des émissions de carbone, l'efficacité énergétique ou la mobilité bas carbone, ou si elles financent l'adaptation aux conséquences du changement climatique. Il s'agit par exemple d'augmentations des taxes énergétiques et de subventions aux voitures électriques ou à la rénovation des bâtiments.

¹ BCE, « [Annexe : Feuille de route détaillée](#) », jeudi 8 juillet 2021.

² L'impact des mesures visant à compenser les prix élevés de l'énergie, dont une grande partie est préjudiciable à la transition écologique, est évalué dans un article distinct intitulé « [Fiscal policy and high inflation](#) », *Economic Bulletin*, Issue 2, BCE, 2023.

La deuxième catégorie concerne les mesures qualifiées de « préjudiciables à la transition verte » en raison de leur impact défavorable. Il s'agit par exemple de mesures destinées à compenser les prix élevés de l'énergie, telles que des subventions permettant le plafonnement des prix ou des réductions de taxes (sur l'énergie), qui entraînent une baisse des prix de l'énergie.

La troisième catégorie concerne les mesures liées aux événements météorologiques extrêmes, qui compensent les effets des inondations, des incendies de forêt, des vagues de chaleur et des sécheresses. Il s'agit par exemple des aides d'urgence, de la reconstruction des infrastructures détruites et de l'indemnisation des pertes privées non assurées.

Une quatrième catégorie comprend les mesures budgétaires qui ne relèvent d'aucune des trois catégories précédentes et qui sont considérées comme neutres ou indéterminées vis-à-vis du climat. Cela comprend les mesures qui ne ciblent pas spécifiquement les objectifs mentionnés ci-dessus (comme des modifications générales de la TVA ou des transferts en espèces aux ménages) ou qui bénéficient à des secteurs spécifiques sans objectifs précis en matière de climat (par exemple, les subventions générales aux compagnies ferroviaires).

La feuille de route de l'évaluation stratégique a pour objectif d'évaluer l'impact des politiques budgétaires liées au climat sur les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, et non de couvrir l'ensemble des politiques climatiques de tous les pays de la zone euro. Les mesures budgétaires qui entrent dans le cadre des projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE relèvent de décisions discrétionnaires des gouvernements. À titre d'exemple, cela signifie qu'elles incluent les hausses des recettes fiscales dues aux modifications du taux d'imposition, mais excluent les hausses des recettes fiscales dues à l'augmentation des prix. Les évolutions des prix des quotas SEQE-UE vendus aux enchères, pas plus que les mesures non budgétaires liées au climat (par exemple, la réglementation), ne sont incluses dans cette classification ³.

Les mesures budgétaires vertes apportent une légère relance budgétaire.

C'est ce qui ressort du scénario de référence des projections de décembre 2022, dans lequel la légère relance budgétaire est plus marquée en 2022 (graphique A). Les mesures budgétaires actuelles liées aux événements météorologiques extrêmes devraient avoir un effet marginal dans l'ensemble de la zone euro sur l'horizon de projection. Toutefois, leur effet est plus important dans les pays récemment touchés par des événements météorologiques extrêmes, comme les inondations de 2021 en Belgique, en Allemagne, au Luxembourg et aux Pays-Bas ⁴. L'impact climatique des mesures budgétaires vertes n'est pas nécessairement proportionnel à l'impact macroéconomique, certaines mesures pouvant atténuer le changement climatique

³ Dans les statistiques des finances publiques, les recettes du SEQE-UE sont comprises dans les taxes énergétiques, qui sont incluses dans les prévisions budgétaires de l'Eurosystème.

⁴ Les événements météorologiques extrêmes sont de plus en plus susceptibles d'avoir un impact sur les perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme. Si ces événements sont difficiles à prévoir et ont donc tendance à être inclus dans les projections de manière rétrospective, leur impact budgétaire peut s'étendre sur plusieurs années, car les dépenses de réhabilitation peuvent s'étendre sur plus d'un an et ont tendance à s'inverser sur l'horizon de projection.

plus efficacement que d'autres. En outre, certaines mesures contrebalancent l'impact macroéconomique d'autres mesures, par exemple lorsqu'une hausse de la taxation du carbone sert à financer des dépenses liées au climat.

Actuellement, les mesures budgétaires préjudiciables à la transition écologique l'emportent nettement sur les mesures vertes. Les importantes mesures de soutien face à la crise de l'énergie qui ont un impact direct sur les incitations à utiliser les combustibles fossiles constituent l'essentiel de ces mesures préjudiciables. Ces mesures, qui incluent des réductions des taxes énergétiques et des aides fiscales pour le plafonnement des prix de l'énergie, ont été adoptées par tous les gouvernements de la zone euro en réponse à la crise de l'énergie. Toutefois, elles devraient s'éteindre après 2023 dans la plupart des pays ⁵. Les mesures de compensation des prix de l'énergie qui n'affectent pas directement les incitations à utiliser des combustibles fossiles, par exemple les transferts aux ménages, ne sont pas classées comme préjudiciables à la transition verte.

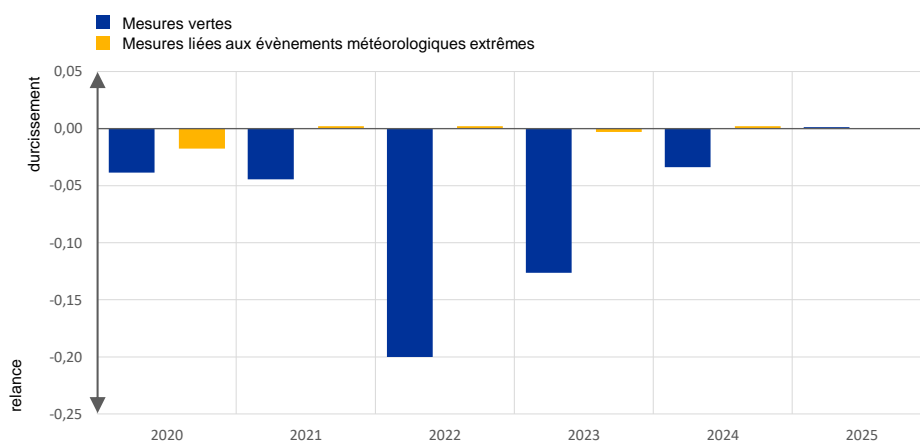
⁵ BCE, « [Projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro](#) ».

Graphique A

Mesures budgétaires liées au changement climatique dans les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE

a) Mesures budgétaires liées à l'atténuation et à l'adaptation au changement climatique et aux phénomènes météorologiques extrêmes

(en pourcentage du PIB)



b) Mesures budgétaires préjudiciables à la transition verte

(en pourcentage du PIB)



Source : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2022.

Notes : Les mesures sont qualifiées de « vertes » si elles sont susceptibles d'avoir un impact favorable sur la réduction des émissions de carbone, sur l'efficacité énergétique ou sur la mobilité bas carbone, ou si elles financent l'adaptation aux conséquences du changement climatique. Les mesures sont qualifiées de « préjudiciables à la transition verte » si elles ont un impact défavorable.

Les mesures vertes devraient globalement avoir un très faible impact sur la croissance du PIB en volume de la zone euro sur l'horizon de projection (graphique B, partie a). Si la relance agrégée est la plus forte en 2022, l'impact s'inverse pour devenir une contraction, mais d'ampleur négligeable, à partir de 2024. Dans l'ensemble, la combinaison de mesures vertes est expansionniste sur l'ensemble de l'horizon de projection. Les mesures du côté des recettes, dont l'impact tend à être plus persistant, ont un effet de contraction sur toutes les années. Dans l'ensemble, les incidences sur le PIB incluses dans les projections de décembre 2022 suggèrent que l'effet multiplicateur des mesures budgétaires vertes est nettement inférieur à un.

Les mesures budgétaires vertes ont une incidence à la hausse limitée, mais légèrement croissante sur le scénario de référence des perspectives d'inflation (graphique B, partie b). Au niveau agrégé de la zone euro, selon les estimations, elles contribueraient à la hausse de l'IPCH à hauteur de 0,05 point de pourcentage en 2022, 0,06 point de pourcentage en 2023, 0,08 point de pourcentage en 2024 et 0,11 point de pourcentage en 2025. Cet impact à la hausse est fortement contrebalancé par l'impact sur l'inflation de nombreuses mesures qualifiées de « préjudiciables à la transition écologique », telles que les plafonnements des prix. Dans l'ensemble, les mesures budgétaires visant à compenser le niveau élevé des prix de l'énergie et de l'inflation devraient atténuer la hausse de l'IPCH total de 1,1 point de pourcentage en 2022 et de 0,5 point de pourcentage en 2023, et leur retrait devrait exercer une pression à la hausse sur l'inflation à hauteur de 0,7 point de pourcentage en 2024 et de 0,4 point de pourcentage en 2025 ⁶.

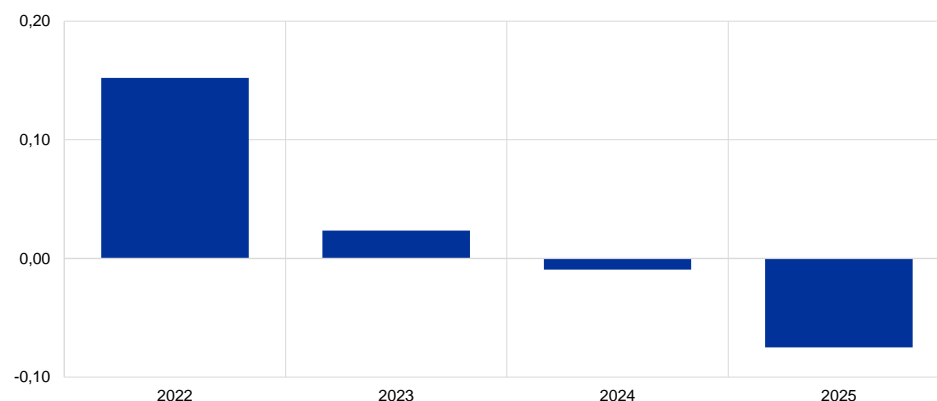
⁶ *Ibid.*

Graphique B

Impact des mesures budgétaires vertes sur le PIB et sur l'inflation sur l'horizon de projection

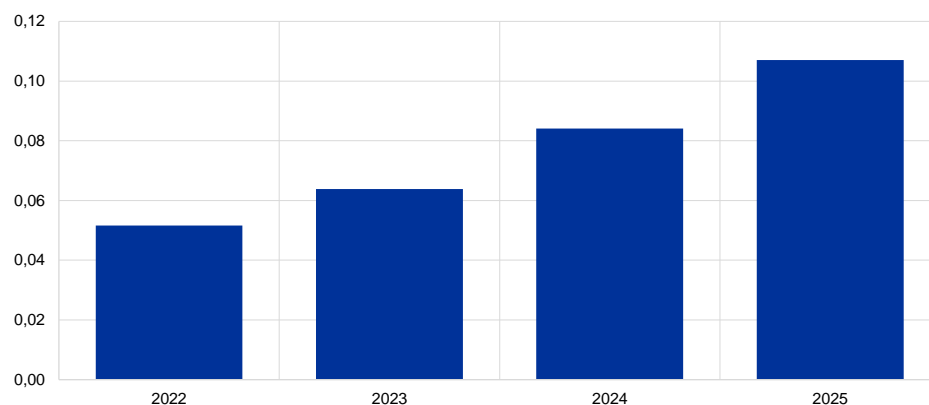
a) Croissance du PIB en volume

(écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)



b) IPCH

(écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources: Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2022 ; Eurostat et calculs de la BCE.

Au-delà de l'impact des mesures budgétaires vertes nationales, l'augmentation des prix des quotas dans le cadre du SEQE-UE et les mesures prévues dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » peuvent présenter des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse pour les perspectives d'inflation. L'augmentation des prix des quotas dans le cadre du SEQE-UE peut entraîner une hausse des prix de gros de l'électricité, exerçant ainsi une pression à la hausse sur les prix de l'électricité au détail. Toutefois, sur la base des prix des contrats à terme du SEQE-UE comme hypothèses sous-jacentes, la contribution des variations des prix des quotas SEQE-UE aux variations des prix de gros de l'électricité sur l'horizon de projection serait marginale, limitant ainsi leur impact sur la composante prix de l'électricité de l'IPCH et, par conséquent, sur l'IPCH total. Au-delà des perspectives de référence, les hausses des prix des quotas SEQE-UE supérieures à celles impliquées par les courbes des contrats à terme et les modifications prévues du SEQE-UE actuel (y compris l'extension du périmètre des émissions) pourraient exercer des tensions directes croissantes sur les coûts pour l'inflation mesurée par les composantes énergie, biens industriels non

énergétiques et services de l'IPCH⁷. Par exemple, l'introduction progressive d'un SEQUE-UE distinct pour les émissions des secteurs de la construction et des transports peut avoir un impact direct à la hausse sur la composante énergie de l'IPCH et sur l'IPCH total. Toutefois, l'introduction progressive de quotas pour les émissions des secteurs de la construction et des transports ne se fera qu'au-delà de l'horizon de projection actuel, c'est-à-dire après 2025⁸. En revanche, une réglementation ciblant une part croissante d'énergies renouvelables pourrait progressivement exercer des pressions à la baisse sur la composante énergie de l'IPCH. Si une forte incertitude entoure à la fois la rapidité de l'augmentation de la capacité des énergies renouvelables et la réforme annoncée du marché de l'électricité de l'UE, ces facteurs, considérés ensemble, devraient présenter un risque à la baisse sur les prix de l'énergie vers la seconde moitié de la décennie.

Les politiques en matière de changement climatique dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » comporteraient non seulement d'importants avantages non économiques, mais devraient également contribuer à éviter les pertes économiques dues à des risques physiques croissants à plus long terme. Les effets à court terme sur l'activité réelle de la mise en place des politiques de transition sont considérés comme négatifs, mais contenus, tandis qu'il y a des avantages à éviter les effets macroéconomiques négatifs des incidents climatiques que ces politiques contribuent à atténuer. L'impact à long terme sur le PIB en volume agrégé pourrait même être positif compte tenu des besoins considérables en investissements verts. L'impact sur la croissance potentielle pourrait également être positif, bien qu'il soit entouré d'incertitudes importantes et qu'il dépende de la stratégie de politique choisie. En effet, le paquet réduit les dommages économiques liés au changement climatique et favorise une transformation structurelle plus rapide vers une économie européenne plus verte. Dans le même temps, pour tirer pleinement parti de cette transformation, il est nécessaire de recourir à des mesures complémentaires visant à encourager les investissements verts et l'innovation, ainsi qu'à favoriser une réallocation rapide des ressources.

⁷ Outre ces effets sur le niveau des prix des composantes individuelles, l'impact de ces politiques pourrait également se manifester à travers d'autres canaux macroéconomiques, ce qui pourrait affecter l'impact net sur l'inflation.

⁸ Conseil de l'Union européenne, « [Ajustement à l'objectif 55 : le Conseil et le Parlement parviennent à un accord provisoire sur le système d'échange de quotas d'émission de l'UE et le fonds social pour le climat](#) », communiqué de presse, 18 décembre 2022.

6 Évaluation actualisée des projections d'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE

Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Adrian Page et Marcel Tírpák

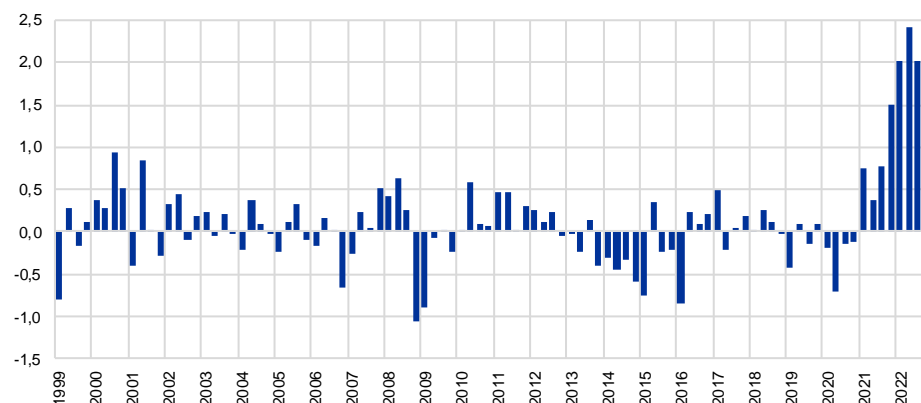
L'exactitude des projections relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour la zone euro s'est détériorée à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie avant de s'améliorer au dernier trimestre 2022. L'inflation dans la zone euro a surpris à la hausse à plusieurs reprises en 2021 et 2022. En avril 2022, la BCE a publié une analyse des raisons expliquant ces surprises et a comparé les résultats de ces projections avec les prévisions élaborées par d'autres institutions et par le secteur privé ¹. Après cette publication, la performance des projections à court terme établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour le trimestre suivant a tout d'abord continué de se détériorer à la suite des envolées des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires liées à l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Au cours des trimestres suivants, tout en continuant de surprendre constamment à la hausse, l'ampleur des erreurs s'est réduite avant de revenir, au dernier trimestre 2022, dans la fourchette des erreurs de projection absolues observées avant la pandémie (graphique A).

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022. Cf. également l'article intitulé « [La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019. De plus, une [base de données complète regroupant les précédentes projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE](#) est à la disposition du public via l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*) de la BCE, ce qui permet aux chercheurs d'évaluer facilement la performance des projections. Les processus et les outils utilisés pour établir les projections des services de l'Eurosystème et de la BCE sont présentés dans un [guide](#) qui est également disponible sur le site internet de la BCE.

Graphique A

Erreurs de projection à un trimestre relatives à la hausse de l'IPCH dans les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis 1999

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE.

Notes : Les erreurs sont définies comme la valeur effective moins la projection sur le trimestre qui suit la publication des projections. Par exemple, la dernière observation représente la valeur effective pour le quatrième trimestre 2022 moins la valeur prévue pour ce trimestre dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE.

Les autres institutions internationales et les prévisionnistes privés ont sous-estimé l'inflation à court terme dans des proportions analogues. Le graphique B présente les erreurs de projection à un trimestre pour la zone euro dans les projections établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE par rapport à celles provenant de divers autres prévisionnistes ². Le tableau général caractérisé par des sous-estimations importantes dans les projections d'inflation à un trimestre a été commun à tous les prévisionnistes depuis début 2022, les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE se situant globalement au milieu de la fourchette des projections. En faisant de telles comparaisons, il est important de noter les informations qui étaient disponibles au moment où chaque prévision a été établie. Le graphique B sélectionne les publications émanant de chaque prévisionniste qui ont été produites à la date la plus proche de la date d'arrêt des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE. Malgré cela, les différences restantes s'agissant des dates de publication impliquent que certains prévisionnistes, tels que ceux interrogés par le Consensus économique, disposaient souvent d'un mois supplémentaire de données relatives à l'IPCH (et d'autres indicateurs importants tels que les prix des matières premières énergétiques) pour le trimestre en cours par rapport aux autres prévisionnistes, tandis que certains, comme la Commission européenne, tendaient à disposer d'un mois de données de moins. Ces différences (indiquées par des flèches dans le graphique B) peuvent expliquer certaines des

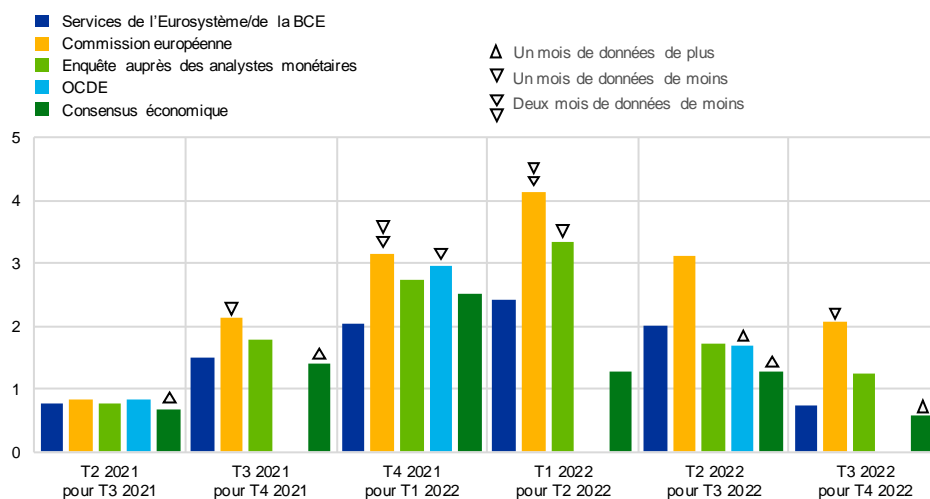
² Même si le Fonds monétaire international (FMI) publie également régulièrement des projections relatives à la zone euro dans le cadre de ses *Perspectives de l'économie mondiale*, ces projections ne sont pas publiées trimestriellement et ne figurent pas dans le graphique B. Le FMI a publié une analyse de ses propres erreurs de prévision de l'inflation dans les *Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2022*. Cette analyse a montré que les services du FMI avaient également fortement sous-estimé l'inflation dans leurs prévisions en 2021 et 2022. De telles sous-estimations ont été communes aux différentes économies avancées et émergentes, les surprises à la hausse en 2021 étant liées à une reprise de la demande plus rapide qu'attendu, tandis qu'en 2022, les erreurs ont été relativement concentrées sur les composantes non sous-jacentes liées aux chocs sur l'offre d'énergie et de produits alimentaires à la suite de la guerre en Ukraine.

variations dans la performance des prévisions, en particulier en 2022, quand les hausses séquentielles de l'inflation étaient particulièrement fortes.

Graphique B

Erreurs de prévision à un trimestre pour les projections relatives à la hausse de l'IPCH dans la zone euro, par prévisionniste

(en points de pourcentage)



Sources : Projections des services de l'Eurosystème/de la BCE, Consensus économique, enquête auprès des analystes monétaires (enquête SMA), Commission européenne, OCDE et Eurostat.
 Notes : Pour les autres prévisionnistes, les erreurs sont présentées pour les publications dont la date d'arrêt correspondante est la plus proche de celle des projections des services de l'Eurosystème/de la BCE. Pour l'enquête SMA, la médiane des participants à l'enquête est présentée. Les flèches indiquent les différences en mois de données disponibles relatives à l'IPCH au moment de la date d'arrêt de chaque publication par rapport aux projections des services de l'Eurosystème/de la BCE. Une flèche vers le haut indique un mois de données supplémentaire, une flèche vers le bas un mois de données de moins et deux flèches vers le bas, deux mois de données de moins. Les projections trimestrielles de l'OCDE ne sont disponibles que deux fois par an et par conséquent, aucune erreur n'est présentée pour le premier et le troisième trimestre.

Les erreurs concernant les hypothèses conditionnelles pour les prix des matières premières énergétiques continuent de représenter une part significative, mais en diminution, de l'ensemble des erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE (graphique C).

Comme pour les projections élaborées par toutes les autres grandes institutions, celles établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE dépendent d'un ensemble d'hypothèses techniques relatives à l'évolution des principales variables financières et non financières. Ces hypothèses, telles que l'évolution future des prix des matières premières énergétiques, sont « techniques » dans le sens où elles sont considérées comme exogènes aux projections et sont définies, dans la plupart des cas, à partir de mesures extraites des instruments de marché telles que les prix des contrats à terme. Ainsi, celles-ci ne sont pas ajustées en fonction d'une évaluation par les experts des services de l'Eurosystème/de la BCE. Une conclusion importante de l'analyse des erreurs dans les projections relatives à l'inflation publiée par la BCE en avril 2022 a été que les erreurs dans ces hypothèses, en particulier pour les prix des matières premières énergétiques, représentaient, en moyenne, environ trois quarts des erreurs globales jusqu'au premier trimestre 2022. Depuis lors, les hypothèses conditionnelles ont continué de jouer un rôle important, quoiqu'en diminution, dans les erreurs relatives à l'inflation aux deuxième et troisième trimestres 2022 et, pour le quatrième trimestre 2022, elles

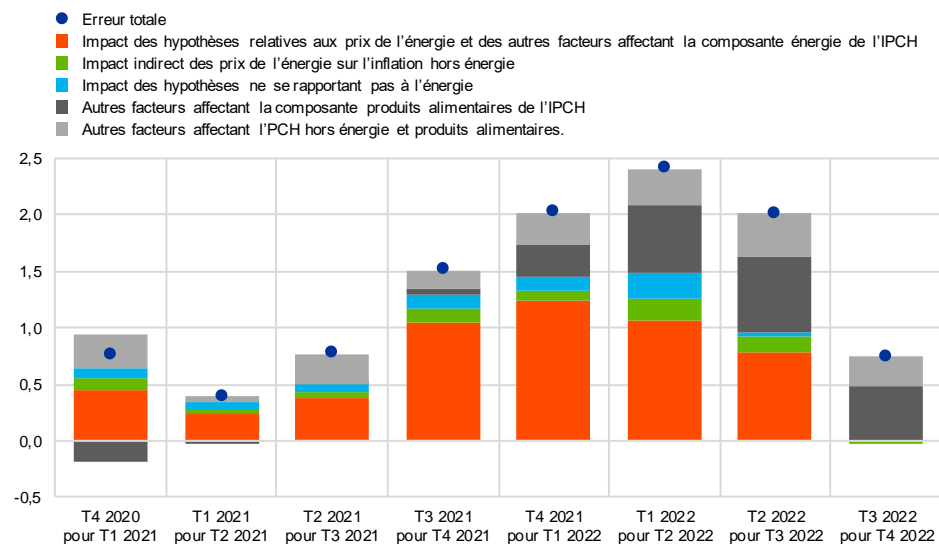
n'ont eu qu'un rôle négligeable (cf. les barres rouges, vertes et bleues du graphique C). Au cours des deux dernières années, les hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques ont dans l'ensemble fortement surpris à la hausse pour tous les trimestres à l'exception du quatrième trimestre 2022 (graphique D). Compte tenu du découplage entre les prix de gros du gaz et de l'électricité et les prix du pétrole, il est apparu clairement au cours de l'année 2021 que les prix du pétrole ne suffisaient plus comme indicateur pour prévoir la hausse des prix de l'énergie³. En conséquence, des outils plus granulaires ont dû être développés dans un contexte de forte hausse des prix du gaz et de l'électricité. Les nouvelles hypothèses techniques – également fondées sur les prix des contrats à terme – pour les prix du gaz et de l'électricité ont toutefois été beaucoup plus larges et plus erratiques que celles relatives aux prix du pétrole, avec des sous-estimations considérables au second semestre 2021 et au troisième trimestre 2022, et des surestimations importantes au dernier trimestre 2022. La contribution des erreurs liées aux prix à la consommation de l'énergie (synthétisée par les barres rouges dans le graphique C) a été constamment importante, reflétant en partie la complexité de la transmission des prix de gros du gaz et de l'électricité aux prix à la consommation, processus dans lequel la réglementation, les mesures budgétaires adoptées par les pays de la zone euro pour compenser les prix élevés de l'énergie, les types de contrats et les autres facteurs liés à la fixation et à la mesure des prix impliquent une répercussion plus hétérogène et plus incertaine que dans le cas de la transmission des prix du pétrole aux prix des carburants pour le transport. Même si la transmission des prix du gaz et de l'électricité est généralement plus tardive, sa vitesse s'est peut-être accélérée au cours de l'année dernière. Cette évolution peut avoir contribué aux importantes sous-estimations de la hausse des prix à la consommation. De plus, les prévisionnistes peuvent avoir surestimé l'impact des mesures budgétaires pour réduire l'inflation.

³ Cf. l'encadré 3 des « [Projections macroéconomiques de décembre 2021 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) » publiées sur le site internet de la BCE le 16 décembre 2021.

Graphique C

Décomposition des récentes erreurs de prévision à un trimestre relatives à la hausse de l'IPCH dans les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE

(en points de pourcentage)



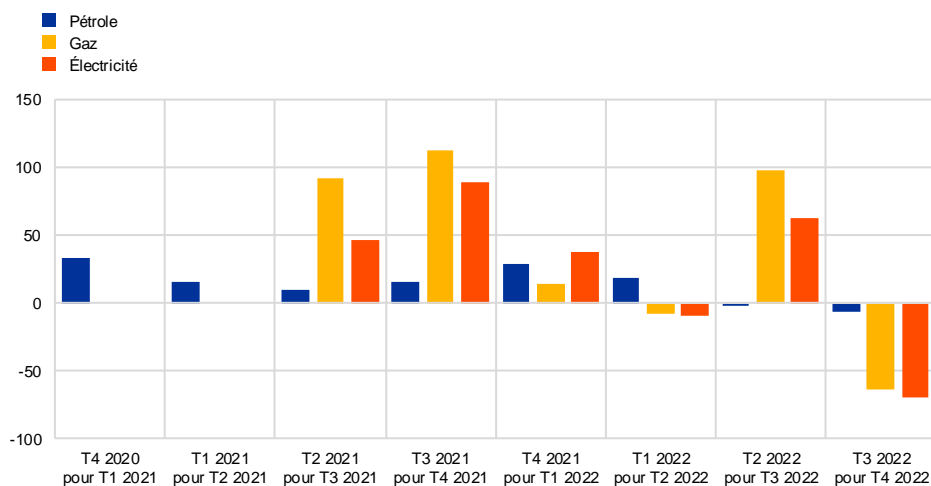
Source : Calculs de la BCE.

Notes : La rubrique « Erreur totale » correspond à la valeur effective moins la projection. La rubrique « Impact indirect des prix de l'énergie sur l'inflation hors énergie » correspond à la somme des effets indirects des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité (pour le pétrole, ils sont fondés sur les élasticités tirées des modèles macroéconomiques des services de l'Eurosystème, et pour le gaz et l'électricité, ils sont calculés en faisant l'hypothèse d'une élasticité proportionnelle au choc sur le prix du pétrole). La rubrique « Impact des hypothèses non liées à l'énergie » représente les hypothèses relatives aux taux d'intérêt à court et à long terme, aux cours boursiers, à la demande étrangère, aux prix à l'exportation des concurrents, aux prix des produits alimentaires et au taux de change.

Graphique D

Erreurs de prévision à un trimestre pour les hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques

(en pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs des services de la BCE.

Note : Les hypothèses relatives aux prix de l'électricité et du gaz sont disponibles à partir du deuxième trimestre 2021.

Au cours de l'année 2022, la part des erreurs non liées aux prix des matières premières énergétiques ou aux autres hypothèses fondées sur les élasticités standard a augmenté. Les barres gris clair et gris foncé du graphique C indiquent la

contribution des erreurs dans les composantes hors produits alimentaires et énergie et produits alimentaires de l'IPCH, respectivement, qui ne peuvent être expliquées par des erreurs dans les hypothèses fondées sur les élasticités standard. Celles-ci ont représenté une part croissante des erreurs de projection globales depuis le premier trimestre 2022, atteignant 50 % pour le troisième trimestre 2022 et près de 100 % pour le quatrième trimestre. Ces erreurs pourraient être liées aux répercussions plus rapides que prévu des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales ainsi qu'à la reprise économique plus forte que prévu et aux effets associés de la réouverture post-pandémie, affectant principalement la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie. Si ces facteurs ont été identifiés comme étant des moteurs de l'inflation dans l'analyse réalisée par les services de la BCE, leur impact précis et leur persistance ont été difficiles à modéliser et à prévoir compte tenu de leur caractère exceptionnel. En liaison avec cette évolution, le marché du travail de la zone euro a également été plus dynamique que prévu, le chômage surprenant constamment à la baisse, et les salaires à la hausse, pour la plupart des exercices de projection au cours des deux dernières années. De plus, les erreurs peuvent également refléter les effets indirects des flambées des prix de l'énergie sur l'inflation hors énergie et, en particulier, sur la hausse des prix des produits alimentaires, au-delà de ce que prennent en compte les modèles fondés sur les évolutions historiques, compte tenu également du découplage entre les prix du gaz et ceux du pétrole, les prix du gaz jouant un rôle important dans les coûts de production des produits alimentaires. Les effets non linéaires liés à l'ampleur exceptionnelle et à la composition des chocs sur les prix des matières premières (avec un rôle plus important joué par le gaz et l'électricité) peuvent avoir entraîné une transmission beaucoup plus rapide que celle suggérée par les modèles fondés sur les relations historiques. De plus, l'environnement d'inflation élevée peut avoir facilité une revalorisation et nécessité une nouvelle fixation des prix plus rapide que dans les hypothèses des modèles standard.

Les services de l'Eurosystème et de la BCE continuent de réévaluer leurs techniques de projection et de fournir des analyses supplémentaires pour éclairer les projections en période d'incertitude élevée. L'amélioration des modèles de prévision des services de l'Eurosystème et de la BCE est un processus continu qui se déroule via des échanges réguliers au sein de divers forums techniques de l'Eurosystème. Toutefois, lors des périodes où l'économie est confrontée à des chocs exceptionnels – tels que ceux qui se sont produits ces dernières années – il est important de souligner l'incertitude qui entoure les projections de référence. Les erreurs de projection sont liées non seulement aux limites des modèles pour prendre en compte la transmission de ces chocs, mais également aux hypothèses relatives à leur évolution future. Par exemple, après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, même si leurs projections de référence sont restées conditionnées aux anticipations moyennes des marchés concernant l'évolution future des prix de gros de l'énergie, les services de l'Eurosystème et de la BCE ont identifié d'importants risques à la hausse si les approvisionnements en provenance de Russie venaient à être significativement réduits. Ces risques et ces incertitudes ont été pris en compte via des analyses axées sur le risque, des scénarios alternatifs et d'autres analyses de sensibilité. Ces analyses supplémentaires apportent une contribution importante aux décisions

de politique monétaire de la BCE, qui vient s'ajouter aux projections de référence et aux autres analyses réalisées par les services de l'Eurosystème et de la BCE.

La substitution entre émissions de titres de créance et prêts bancaires : éléments tirés de l'enquête SAFE

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

Cet encadré examine dans quelle mesure la détérioration récente des conditions de financement sur les marchés obligataires incite les entreprises à remplacer les émissions d'obligations par des prêts bancaires et si cette substitution affecte les prêts consentis aux autres entreprises. Avec la normalisation progressive de la politique monétaire, les coûts de financement des entreprises ont augmenté. Lors de la dernière campagne de l'[enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement \(enquête SAFE\)](#), les entreprises de la zone euro ont déclaré que leur besoin d'émettre des obligations a davantage augmenté que la demande des investisseurs, entraînant une hausse généralisée des écarts de financement par émission d'obligations d'entreprise. Même si dans l'enquête SAFE, la proportion d'entreprises qui émettent des obligations est relativement faible (environ 9 % entre 2009 et 2022) par rapport au nombre d'entreprises qui utilisent des produits bancaires (un peu plus de 50 %), une détérioration des conditions de financement sur les marchés obligataires pourrait avoir des répercussions plus larges sur les conditions d'attribution de prêts bancaires aux entreprises ¹. Les émetteurs d'obligations étant généralement de grandes entreprises capables de se tourner vers d'autres sources de financement, en particulier les prêts bancaires, cette substitution peut entraver l'octroi de prêts à d'autres entreprises n'ayant pas accès aux marchés des obligations d'entreprise ². Par conséquent, cet encadré analyse les principales caractéristiques des émetteurs d'obligations de la zone euro, examine si la détérioration des conditions sur les marchés obligataires les incite à remplacer les émissions d'obligations par des prêts bancaires et étudie si, au sein des pays de la zone euro, cette détérioration est associée à une dégradation des conditions d'attribution de prêts bancaires aux PME.

Dans le contexte du processus en cours de normalisation de la politique monétaire, les entreprises de la zone euro ont indiqué un creusement de leur écart de financement par émission de titres de créance, évolution historiquement associée à une hausse de la demande de prêts bancaires (graphique A). Dans le contexte du processus en cours de normalisation de la politique monétaire, les rendements des obligations d'entreprise ont fortement augmenté pendant la dernière campagne de l'enquête SAFE (qui couvre la période d'avril à septembre 2022), tant en termes absolus que par rapport aux autres

¹ Dans cet encadré, une détérioration des conditions sur les marchés d'obligations d'entreprise se définit comme le creusement de l'écart de financement par émission de titres de créance (différence entre la variation de la demande et la variation de l'offre de financement par émission de titres de créance), comme déclaré par les entreprises participant à l'enquête SAFE.

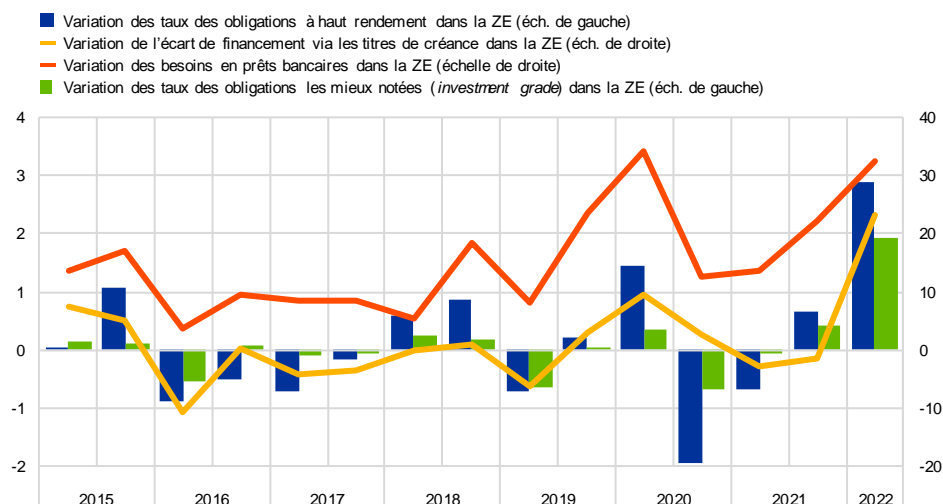
² Cf. « *Taxonomy of financing patterns of euro area SMEs and real effects* » dans « *Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities* » *Occasional Paper Series*, n° 270, BCE, version révisée en décembre 2021.

sources de financement par endettement des entreprises³. Historiquement, une hausse des rendements des obligations d'entreprise tend à être corrélée à des creusements généralisés des écarts de financement pour les obligations d'entreprise déclarés dans l'enquête SAFE (graphique A). De plus, la proportion nette d'entreprises déclarant une augmentation de leur écart de financement par émission d'obligations et le pourcentage net d'entreprises indiquant un besoin accru de prêts bancaires tendent à évoluer parallèlement, indiquant peut-être que les entreprises considèrent les deux sources de financement comme substituables. Ainsi, lors de la dernière vague d'enquête, en termes nets, alors que 29 % des entreprises émettant des obligations ont déclaré un creusement de leur écart de financement via les titres de créance, 32 % d'entre elles ont fait état d'un besoin accru de prêts bancaires. S'agissant des volumes agrégés, en 2022, les émissions d'obligations d'entreprise ont baissé et la croissance du crédit aux entreprises a elle aussi commencé à se ralentir⁴.

Graphique A

Évolutions des écarts de financement via les titres de créance, de la demande de prêts bancaires et des rendements des obligations d'entreprise

(points de pourcentage (échelle de gauche) et pourcentage net d'entreprises)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) et IBOXX. Notes : Pourcentage net d'entreprises indiquant un creusement de l'écart de financement via les titres de créance et une hausse des besoins en prêts bancaires dans l'enquête SAFE. Seules sont incluses les entreprises déclarant les prêts bancaires et les titres de créance comme sources de financement importantes. Les variations des rendements des obligations d'entreprise de la zone euro sont fondées sur le rendement moyen au cours des campagnes d'enquête, qui couvrent chacune six mois.

Les obligations d'entreprise sont plus souvent émises par de grandes entreprises rentables, dont la structure de financement tend à être plus diversifiée.

En s'appuyant sur un modèle probit, le graphique B montre le lien entre différentes caractéristiques des entreprises et la probabilité d'émettre des

³ Cf. également la section 5, « Conditions de financement et évolutions du crédit », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2022.

⁴ Cf. « Évolutions monétaires dans la zone euro : novembre 2022 », communiqué de presse, BCE, 29 décembre 2022.

obligations ^{5 6}. Comme le montre le graphique, être une moyenne ou une grande entreprise constitue une caractéristique notable des émetteurs d'obligations. De fait, la fréquence des émissions d'obligations d'une entreprise de taille moyenne ou grande (plus de 50 salariés) sera en moyenne plus élevée de 4 points de pourcentage que celle des entreprises plus petites. Les entreprises déclarant une hausse récente de leurs bénéfices, de l'investissement ou du nombre de salariés tendent également à émettre des obligations plus souvent que les autres. De plus, les entreprises comptant sur une source de financement supplémentaire auront une probabilité supérieure de 4 points de pourcentage en moyenne de recourir à l'émission d'obligations, impliquant qu'en général, les obligations ne constituent pas leur seule source de financement ⁷. Une structure de financement diversifiée évite la dépendance excessive aux prêts bancaires, dans la mesure où les entreprises peuvent les remplacer par d'autres sources de financement, en particulier les émissions d'obligations. Cela est bénéfique, en particulier en cas de contraction du crédit (*credit crunch*) ou en période d'intense aversion des banques pour le risque, comme pendant la crise financière mondiale ⁸.

⁵ Outre les caractéristiques individuelles des entreprises, le développement du système financier et la croissance économique d'un pays sont souvent positivement liés au recours au financement de marché, cf. De Jong (A.), Kabir (R.) et Nguyen (T.), « *Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 9, p. 1954-1969, septembre 2008.

⁶ La spécification économétrique est détaillée dans les notes du graphique B.

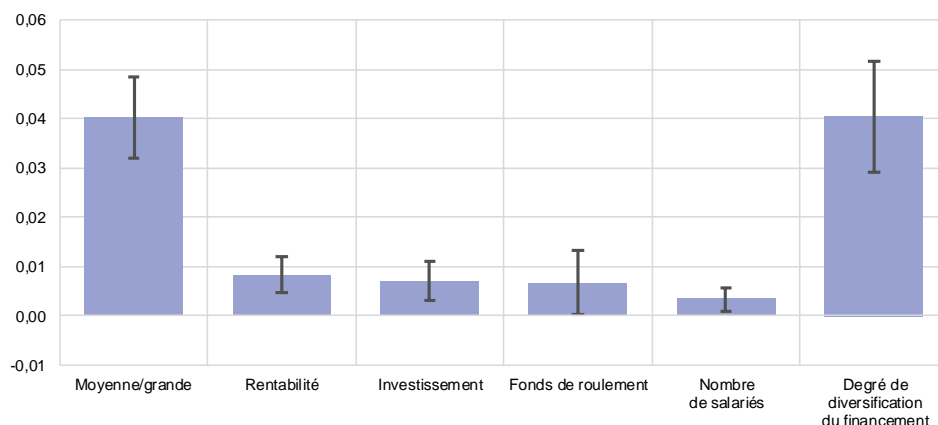
⁷ Dans l'enquête SAFE, les entreprises indiquent qu'elles recourent aux bénéfices non distribués, aux prêts bancaires, aux découverts bancaires, au crédit-bail/affacturage, aux prêts subventionnés, aux crédits commerciaux, aux titres de créance et aux actions, par ordre d'importance. La probabilité pour une entreprise d'émettre des obligations s'accroît avec le degré de diversification. De fait, la probabilité du recours aux obligations est nettement plus élevée quand les entreprises déclarent plus de quatre instruments financiers différents, et atteint 8 points de pourcentage et 14 points de pourcentage avec cinq et six sources de financement différentes, respectivement.

⁸ Pour plus d'éléments, cf. « [Les structures de financement par la dette des entreprises et la transmission des chocs dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

Graphique B

Impacts marginaux des caractéristiques des entreprises sur l'émission de titres de créance

(effets marginaux moyens avec intervalles de confiance à 95 %)



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

Notes : Effet marginal moyen sur l'émission de titres de créance, sur la base de régressions probit, d'une variation de 0 à 1 de variables muettes qui ne prennent que ces deux valeurs et d'une variation unitaire de la variable mesurant le nombre d'instruments financiers. La variable dépendante est une variable muette égale à 1 si les entreprises déclarent les titres de créance comme source importante de financement et les ont utilisées comme telles. La régression inclut cinq variables muettes explicatives, chacune d'elles étant égale à 1 si les entreprises ont déclaré, respectivement : (1) plus de 50 salariés (moyenne-grande) et des hausses antérieures (2) des bénéfices, (3) de l'investissement en immobilisations corporelles, (4) du fonds de roulement et (5) du nombre de salariés. Le degré de diversification du financement est mesuré par le nombre d'instruments financiers utilisés par l'entreprise (de un à huit). Les effets fixes par secteur, par pays et temporels sont inclus dans toutes les spécifications. Les résultats sont pondérés afin de garantir leur représentativité. Les fourchettes présentées sont des intervalles de confiance à 95 % fondés sur des erreurs type regroupées par pays. L'échantillon inclut l'ensemble des campagnes de l'enquête SAFE, qui couvrent la période allant de mars 2009 à septembre 2022.

Les entreprises émettrices d'obligations tendent à remplacer les émissions d'obligations par des prêts bancaires à mesure de la détérioration des conditions sur les marchés obligataires, mesurée par le creusement des écarts de financement pour les obligations dans l'enquête SAFE.

Le récent creusement de l'écart de financement via les titres de créance et la demande accrue de prêts bancaires par les émetteurs d'obligations pourraient indiquer un phénomène de substitution entre les instruments financiers. De la même manière, les banques de la zone euro ont déclaré, en particulier s'agissant des grandes entreprises, que le processus de remplacement au détriment des titres de créance a entraîné une hausse de la demande de prêts bancaires au deuxième et au troisième trimestre 2022⁹. Pour étudier le phénomène de substitution entre les émissions d'obligations et les prêts bancaires, seules sont prises en compte les entreprises déclarant comme importantes ces deux sources de financement dans l'enquête SAFE. On utilise un modèle probit pour estimer l'effet d'un creusement des écarts de financement obligataire sur la probabilité que les entreprises déclarent une hausse de leurs besoins en prêts bancaires¹⁰. Afin de garantir que les résultats ne sont pas déterminés par des périodes particulières, l'échantillon est scindé en cinq phases distinctes du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE, qui coïncident également avec les modifications de l'orientation globale de la politique monétaire.

⁹ Cf. « *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2022* », BCE, octobre 2022, et « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2022* », BCE, juillet 2022.

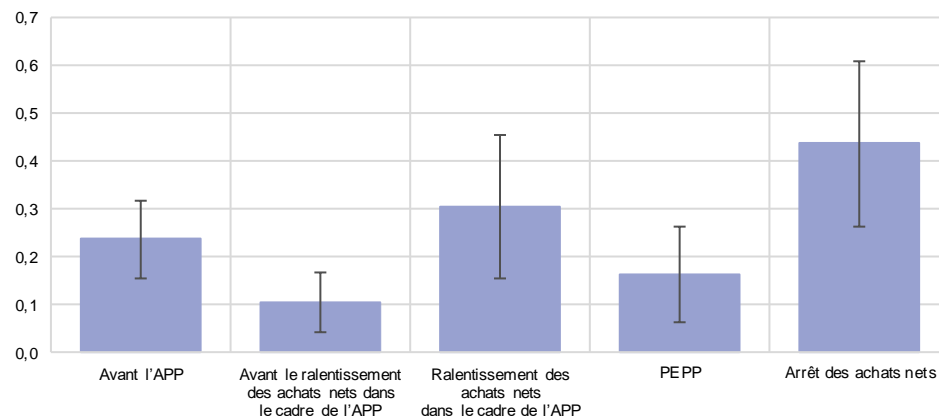
¹⁰ La spécification économétrique est détaillée dans les notes du graphique C.

Précisément : (1) avant l'APP (mars 2009 à septembre 2015), (2) avant le ralentissement des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP (octobre 2015 à septembre 2018), (3) pendant le ralentissement des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP (octobre 2018 à septembre 2019), (4) pendant le PEPP (octobre 2019 à mars 2022) et (5) à l'arrêt des achats nets (avril à septembre 2022) ¹¹. Pour l'ensemble des sous-périodes, les effets de substitution estimés sont statistiquement significatifs et positifs : les entreprises déclarent un besoin accru de prêts bancaires quand leurs écarts de financement pour les titres de créance se creusent. Tandis que, selon les estimations, l'effet de substitution est plus faible pendant les périodes de hausse des achats nets réalisés dans le cadre des programmes d'achats d'actifs de la BCE, c'est-à-dire (2) et (4), ce n'est que pendant la période la plus récente, à savoir l'arrêt des achats nets (5), qu'il est nettement plus élevé. Les différences dans les degrés de substitution estimés pourraient indiquer que le processus de remplacement au détriment des obligations peut dépendre d'évolutions suffisamment défavorables des marchés obligataires. D'importants achats nets d'actifs par la BCE soutiennent une amélioration des conditions sur le marché obligataire, ou en limitent au moins la détérioration, ce qui peut entraîner une baisse du nombre d'entreprises substituant des prêts bancaires aux émissions d'obligations.

Graphique C

Effet d'un creusement de l'écart de financement obligataire sur les besoins en prêts bancaires à l'échelle des entreprises, par sous-période

(effets marginaux moyens avec intervalles de confiance à 95 %)



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

Notes : Effets marginaux moyens, spécifiques à chaque sous-période, d'un creusement de l'écart de financement via les titres de créance sur la probabilité d'une hausse des besoins en prêts bancaires. Les effets sont fondés sur un modèle probit dans lequel la variable dépendante est égale à un si l'entreprise déclare un besoin accru de prêts bancaires, les variables de régression étant la direction de la variation de l'écart de financement obligataire, de la disponibilité des prêts bancaires et de la rentabilité de l'entreprise (où 1 indique une hausse, 0, une absence de variation, et - 1 une baisse de la mesure respective). Le modèle inclut également les effets fixes par taille, par secteur, par pays et temporels de l'entreprise. Les données sont repondérées afin de garantir leur représentativité. Les coefficients relatifs à la variation de l'écart de financement sont spécifiques à chaque sous-période (par le biais de l'interaction avec les variables muettes spécifiques à chaque sous-période), les sous-périodes considérées étant avant l'APP (mars 2009 à septembre 2015), avant le ralentissement des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP (octobre 2015 à septembre 2018), pendant le ralentissement des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP (octobre 2018 à septembre 2019), pendant le PEPP (octobre 2019 à mars 2022) et à l'arrêt des achats nets (avril à septembre 2022). Les fourchettes présentées sont des intervalles de confiance à 95 % fondés sur des erreurs type regroupées par pays.

¹¹ Il est à noter que chaque campagne de l'enquête SAFE couvre six mois, qu'il convient d'assigner à la même période de sous-échantillonnage. La période « arrêt des achats nets » va donc d'avril à septembre 2022, bien qu'il ait été mis fin aux achats nets d'actifs en juillet 2022.

Un creusement de l'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise dans les pays de la zone euro est associé à une détérioration des conditions d'attribution de prêts bancaires aux PME, ce qui pourrait s'expliquer par des effets d'éviction (graphique D).

La substitution en faveur des prêts bancaires opérée par les émetteurs d'obligations d'entreprise pourrait avoir des implications plus larges si leur demande accrue de prêts évince l'octroi de prêts à d'autres entreprises, telles que les PME. S'il est difficile d'isoler de manière empirique les effets d'éviction, la relation de forme réduite entre les variations de l'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise à l'échelle du pays et les conditions d'octroi de prêts bancaires aux PME individuelles de ce même pays, telles qu'estimées ici à l'aide d'un modèle probit, donne cependant une indication ¹². Le modèle est estimé à l'aide de trois différentes variables dépendantes muettes : (1) la disponibilité des prêts bancaires, (2) la volonté des banques de consentir des prêts et (3) les taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires. Les variables muettes sont égales à un si l'entreprise individuelle a déclaré une hausse et zéro sinon. Dans chaque cas, le modèle suggère une relation statistiquement significative entre l'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise à l'échelle du pays et les conditions d'attribution de prêts bancaires aux PME. Une hausse généralisée de 10 points de pourcentage de l'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise à l'échelle du pays, telle que mesurée dans l'enquête SAFE, implique que la probabilité pour les PME dudit pays de déclarer une hausse de la disponibilité des prêts bancaires diminue de 0,4 point de pourcentage et que la probabilité de déclarer une plus forte volonté des banques de consentir des prêts diminue de 0,7 point de pourcentage ¹³. Dans le même temps, un creusement comparable de l'écart de financement obligataire à l'échelle du pays est associé à une augmentation de 0,8 point de pourcentage de la probabilité que les PME déclarent des taux appliqués aux prêts bancaires plus élevés. Ces effets sont significatifs au plan économique : dans la dernière campagne d'enquête SAFE, l'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise a augmenté de 25 points de pourcentage en termes nets pour les entreprises qui ont également recours aux prêts bancaires. Sur la base des estimations présentées plus haut, cette augmentation serait associée à des variations de la proportion de PME déclarant une hausse de la disponibilité des prêts bancaires, de la volonté des banques de consentir des prêts et des taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires d'environ – 1 point de pourcentage, – 1,75 point de pourcentage et 2 points de pourcentage, respectivement. Cela correspond à environ 5 %, 8 % et 7 % des moyennes des échantillons respectifs. Si ces résultats ont pu être déterminés par l'évolution générale des conditions de financement (qui affectent simultanément les conditions sur les marchés obligataires et les conditions d'octroi des prêts bancaires), ils

¹² L'écart de financement par émission d'obligations d'entreprise à l'échelle du pays est calculé comme une moyenne pondérée pour les entreprises qui considèrent les obligations et les prêts bancaires comme une source de financement importante. Le modèle probit est estimé pour les PME qui déclarent que les prêts bancaires sont une source de financement importante, contrairement aux obligations d'entreprise.

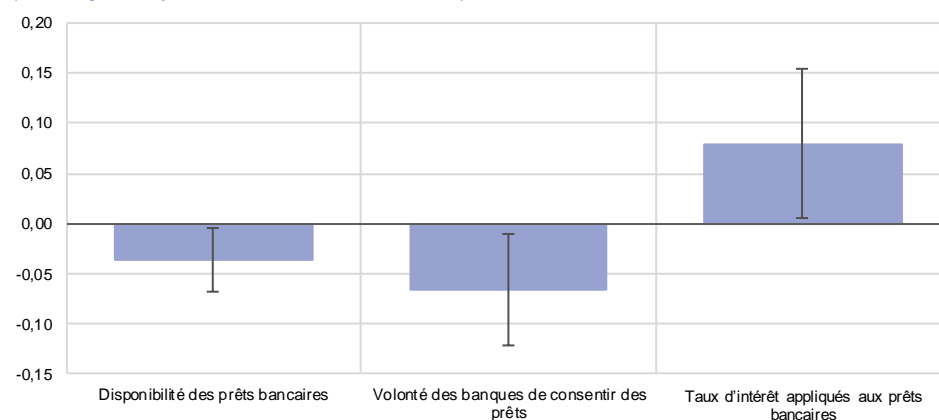
¹³ L'écart de financement d'une entreprise individuelle prend la valeur 1 (-1) si les besoins en titres de créance augmentent (diminuent) tandis que la disponibilité diminue (augmente). Les entreprises peuvent également déclarer une absence de variation (0). Par conséquent, une variation de 10 points de pourcentage de l'écart de financement à l'échelle du pays correspond à une hausse nette de 10 % du nombre d'émetteurs d'obligations déclarant un besoin accru de titres de créance et une moindre disponibilité de ces titres.

suggèrent également que les détériorations des conditions sur les marchés des obligations d'entreprise ont des répercussions sur les entreprises qui n'émettent pas d'obligations. De la même manière, selon plusieurs études, le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE a également bénéficié aux entreprises qui n'émettent pas d'obligations, les contraintes des banques en matière de prêts étant assouplies quand les émetteurs d'obligations ont moins recours aux prêts bancaires ¹⁴. De fait, la détérioration de la situation sur les marchés des obligations d'entreprise pourrait également contribuer au durcissement des conditions d'attribution des prêts aux entreprises.

Graphique D

Effet d'un creusement de l'écart de financement obligataire à l'échelle du pays sur les conditions d'attribution des prêts bancaires aux PME

(effets marginaux moyens avec intervalles de confiance à 95 %)



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

Notes : Effet marginal moyen d'une hausse d'une unité de l'écart de financement via les titres de créance à l'échelle du pays (différence entre la variation de la demande et la variation de l'offre) sur les conditions d'attribution des prêts bancaires déclarées par les PME sur la base de régressions probit. L'écart de financement via les titres de créance à l'échelle du pays est calculé comme la moyenne pondérée des entreprises qui considèrent comme importants les titres de créance et les prêts bancaires. Le modèle est estimé à l'aide de trois variables dépendantes différentes : (1) la disponibilité des prêts bancaires, (2) la volonté des banques de consentir des prêts et (3) les taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires. Dans tous les cas, la variable dépendante est une variable muette égale à 1 si les entreprises déclarent une hausse. Le modèle est estimé pour les PME qui considèrent les prêts bancaires comme une source de financement importante, contrairement aux obligations. Le modèle contrôle par l'évolution du besoin en prêts bancaires et par la variation des bénéfices déclarés à l'échelle de l'entreprise, ainsi que par des variables muettes qui prennent en compte le pays, le secteur et la campagne d'enquête. Les fourchettes présentées sont des intervalles de confiance à 95 % fondés sur des erreurs type regroupées par pays. L'échantillon inclut l'ensemble des campagnes d'enquête SAFE, soit la période allant de mars 2009 à septembre 2022.

¹⁴ Cf., par exemple, Betz (F.) et de Santis (R. A.), « *ECB corporate QE and the loan supply to bank dependent firms* », *Working Paper Series*, n° 2314, septembre 2019 et Arce (Ó.), Gimeno (R.) et Mayordomo (S.) (2021b), « *Making room for the needy: the credit reallocation effects of the ECB's corporate QE* », *Review of Finance*, vol. 25, n° 1, février 2021, p. 43-84.

Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	6,1	5,9	7,6	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2022	.	.	.	.	3,0	.	.	.	8,0	9,1	2,5	.	8,4
2022 Q1	0,6	-0,4	0,6	-0,5	1,3	0,6	7,9	5,6	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1	
Q2	-0,3	-0,1	0,1	1,1	-2,4	0,9	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0	
Q3	1,3	0,8	-0,3	-0,2	3,9	0,3	10,4	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3	
Q4	.	0,7	.	.	0,0	0,1	.	.	7,1	10,8	3,8	.	10,0	
2022 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.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,5	7,1	10,7	3,8	.	10,1	
Dec.	-	-	-	-	-	-	.	.	6,5	10,5	4,0	.	9,2	
2023 Jan. ³⁾	-	-	-	-	-	-	8,5	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,2	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,7	12,6
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	.	.	.
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,6	3,2	-0,2
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,1	-0,2	0,5
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	0,0	1,7
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	.	.	.
2022 July	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	1,0	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	2,8
Sep.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,2	46,5	0,8	0,0	1,7
Oct.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	0,0	-0,6	0,5
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,2	-1,4	-0,9
Dec.	48,0	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,8	46,6	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
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	11 046,7	5 924,6	2 565,7	2 515,9	1 222,5	683,7	603,0	40,5	409,8	5 187,5	4 777,7
2021	12 313,6	11 835,1	6 289,0	2 718,0	2 701,7	1 367,6	762,6	564,3	126,4	478,5	6 069,6	5 591,1
2021 Q4	3 176,2	3 093,6	1 642,1	692,7	707,0	355,0	194,2	156,0	51,8	82,6	1 634,6	1 552,0
2022 Q1	3 232,9	3 148,2	1 678,9	701,1	718,2	371,6	200,3	144,4	50,1	84,8	1 713,7	1 628,9
Q2	3 296,4	3 229,1	1 727,5	708,5	741,5	383,1	208,0	148,5	51,5	67,3	1 828,0	1 760,8
Q3	3 343,9	3 330,4	1 771,0	715,7	778,2	387,7	214,6	174,0	65,5	13,6	1 893,8	1 880,3
<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>												
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,1	-0,7	2,1	1,5	-9,5	-	-	1,5	-0,7
Q2	0,9	1,0	1,1	-0,1	1,0	-0,3	2,1	2,4	-	-	1,8	2,2
Q3	0,3	1,4	0,8	0,2	3,6	-0,8	1,8	16,8	-	-	1,7	4,2
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,7	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	5,8	9,5	-7,5	-	-	10,5	8,3
2022 Q1	5,5	5,6	7,9	3,1	3,6	4,2	2,1	4,3	-	-	8,7	9,3
Q2	4,3	4,4	5,5	0,8	2,8	1,4	3,0	5,8	-	-	7,9	8,5
Q3	2,3	3,5	1,8	0,6	7,3	1,1	7,3	22,8	-	-	7,8	10,7
Q4	1,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,3	1,1	-	-
Q2	0,9	1,0	0,6	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	0,1	-1,1	-	-
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<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	-	-
2022 Q1	5,5	5,4	4,0	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,1	0,1	-	-
Q2	4,3	4,3	2,8	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
Q3	2,3	3,4	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,7	-1,0	-	-
Q4	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
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	11 042,1	188,1	2 166,2	594,8	1 996,5	586,1	497,1	1 242,7	1 285,9	2 151,7	333,1	1 271,5
2021 Q4	2 836,8	50,1	555,3	152,0	536,6	149,5	124,8	313,0	330,7	540,3	84,4	339,4
2022 Q1	2 892,4	51,6	576,3	158,1	545,6	150,5	124,9	315,7	335,7	547,5	86,6	340,5
Q2	2 955,7	54,3	591,8	161,5	571,1	154,0	126,8	318,7	341,4	546,3	90,0	340,6
Q3	3 012,5	56,4	597,9	162,7	589,5	154,6	128,9	324,8	346,6	558,6	92,6	331,4
<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	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,3	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,2
2022 Q1	0,9	-0,8	0,5	2,3	0,9	0,8	0,1	1,0	1,1	0,9	2,1	-1,7
Q2	0,7	-1,1	0,6	-0,7	1,8	2,0	0,2	0,2	1,0	-0,3	4,3	1,9
Q3	0,6	0,4	0,7	-1,7	1,2	0,0	-0,2	-0,1	0,3	1,4	2,8	-2,6
<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	0,0	-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	5,4	-0,4	1,8	4,6	14,1	6,6	0,5	3,2	6,4	1,9	17,3	6,7
Q2	4,4	-2,0	2,1	1,6	11,1	7,0	0,6	2,4	5,2	1,1	16,3	3,7
Q3	2,5	-1,5	2,3	0,2	4,5	5,1	0,0	1,5	3,3	1,1	6,7	0,7
<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	0,6	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	5,4	0,0	0,4	0,3	2,4	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
Q2	4,4	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	0,4	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 ¹⁾

(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	2,8	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	2,3	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	4,6	4,0	-0,3	7,3
Q3	2,5	2,8	1,1	-1,4	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,1	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	1,5	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	2,0	-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	0,3	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,2	-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 ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ³⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100,0		80,1		19,9		51,3		48,7			
2020	160,960	3,5	12,832	8,0	3,0	10,281	7,0	2,552	18,1	6,580	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,322	3,4	12,629	7,7	3,2	10,179	6,8	2,450	16,8	6,430	7,4	6,199	8,1	2,4
2022	.	.	11,150	6,7	.	8,892	5,9	2,258	14,7	5,615	6,4	5,536	7,1	.
2022 Q1	165,398	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,2	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
Q2	166,050	3,1	11,084	6,7	2,7	8,843	5,9	2,241	14,6	5,570	6,3	5,514	7,1	3,2
Q3	166,161	3,0	11,165	6,7	2,5	8,797	5,8	2,369	15,3	5,613	6,3	5,552	7,1	3,1
Q4	.	.	11,013	6,6	.	8,715	5,8	2,298	14,8	5,538	6,2	5,474	7,0	.
2022 July	.	.	11,036	6,6	.	8,784	5,8	2,252	14,7	5,544	6,3	5,492	7,1	.
Aug.	.	.	11,075	6,7	.	8,769	5,8	2,306	14,9	5,536	6,3	5,539	7,1	.
Sep.	.	.	11,067	6,7	.	8,737	5,8	2,330	15,1	5,555	6,3	5,512	7,1	.
Oct.	.	.	10,966	6,6	.	8,690	5,8	2,276	14,7	5,490	6,2	5,475	7,0	.
Nov.	.	.	11,025	6,6	.	8,717	5,8	2,308	14,8	5,563	6,3	5,462	7,0	.
Dec.	.	.	11,048	6,6	.	8,737	5,8	2,311	14,8	5,562	6,3	5,486	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 ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings				Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-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	5,2	5,1	0,8	7,9	9,5	13,3	-3,1
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,1
2022 Q1	-0,2	-0,2	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
Q2	0,4	0,6	-0,1	-0,2	2,3	-0,5	2,0	1,0	-2,8	2,9	7,9	.	-16,3
Q3	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,3	-0,7	-1,7	-0,8	3,6	.	2,2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	16,3
2022 July	-2,5	-2,7	-1,9	-5,0	-0,9	0,3	2,0	-0,8	-1,7	-0,9	2,1	.	-6,4
Aug.	2,8	3,2	-0,6	7,9	2,0	-0,6	1,5	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	.	4,4
Sep.	5,1	6,1	-1,9	14,1	5,2	-4,0	0,9	0,1	-2,0	0,8	3,7	.	10,3
Oct.	3,4	4,6	-3,1	9,4	9,0	-8,1	1,9	-2,6	-3,9	-2,4	2,2	.	14,9
Nov.	2,0	3,5	-3,3	8,8	5,5	-10,7	1,3	-2,8	-4,6	-2,3	4,4	.	17,9
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	16,1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 July	-2,1	-2,1	-1,0	-4,5	2,1	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-0,2	1,0	.	1,3
Aug.	1,7	2,7	-0,6	3,4	1,9	-0,1	-1,0	0,0	-0,7	0,3	2,0	.	11,9
Sep.	0,8	1,3	-0,7	2,1	2,5	-2,0	0,4	0,8	0,5	1,3	-0,8	.	7,4
Oct.	-1,9	-1,8	-1,5	0,0	-0,3	-3,5	1,0	-1,5	-1,2	-1,9	-0,1	.	1,7
Nov.	1,0	1,3	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-0,8	0,8	-0,9	1,6	1,0	.	2,9
Dec.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1

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	98,5	-5,2	80,6	-11,6	-15,3	-8,6	5,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,6	-13,2	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	111,1	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,0	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,6	.	-21,9	5,2	-3,9	9,5	.	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q1	111,5	11,8	82,5	-13,7	9,4	0,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,3	6,9	82,4	-22,4	5,4	-5,1	12,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,2	1,5	81,9	-26,8	2,7	-6,0	7,9	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	94,9	-1,5	.	-24,5	3,2	-5,3	4,9	.	47,1	45,9	49,0	48,2
2022 Aug.	98,1	1,2	-	-24,9	4,2	-4,6	8,6	-	49,6	46,5	49,8	49,0
Sep.	94,4	-0,2	-	-28,7	1,5	-7,5	5,5	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Oct.	93,6	-1,0	81,4	-27,5	2,8	-6,3	3,8	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
Nov.	94,7	-1,9	-	-23,9	2,7	-6,4	4,1	-	47,1	46,0	48,5	47,8
Dec.	96,3	-1,5	-	-22,2	4,1	-3,4	6,8	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	.	.	-	-20,9	.	.	.	-	48,8	48,9	.	.

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,5	3,9	7,0	5,2	47,7	24,2	75,2	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,6	5,0	4,2	46,1	24,6	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,5	3,5	16,9	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	7,9	3,0
2021 Q4	17,7	95,8	0,8	3,5	15,8	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	14,2	3,0
2022 Q1	16,0	95,6	0,0	3,0	16,7	6,3	9,1	48,7	25,8	78,8	4,7	15,0	3,0
Q2	14,7	95,4	-0,4	2,7	16,2	3,5	8,7	48,6	24,4	77,5	4,7	-4,2	3,2
Q3	14,1	94,7	-0,4	2,6	10,6	2,1	7,6	48,6	23,7	77,6	4,7	30,8	3,5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	1 224,1	1 212,8	11,2	684,3	676,6	294,4	256,0	209,2	208,6	36,1	71,7	28,0	20,2
Q2	1 274,1	1 313,3	-39,2	719,1	745,3	304,7	267,9	210,3	215,4	39,9	84,7	115,8	11,8
Q3	1 330,3	1 436,2	-105,9	753,3	808,8	312,1	318,3	224,5	223,4	40,4	85,8	19,9	16,7
2022 June	433,8	443,3	-9,4	245,2	255,8	103,0	90,7	72,5	67,9	13,2	29,0	8,4	3,7
July	433,8	466,0	-32,2	243,4	263,6	103,3	100,0	73,9	73,5	13,3	29,0	7,2	5,4
Aug.	445,6	484,2	-38,6	253,3	277,1	103,9	104,1	74,7	73,4	13,7	29,5	5,2	5,2
Sep.	450,9	486,0	-35,1	256,6	268,1	105,0	114,2	75,9	76,5	13,5	27,3	7,4	6,1
Oct.	445,7	446,2	-0,5	255,8	258,3	103,2	90,1	74,7	73,1	12,0	24,7	5,0	3,3
Nov.	447,3	433,7	13,6	258,0	250,5	102,4	84,7	74,8	71,7	12,2	26,8	7,0	3,6
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Nov.	5 122,0	5 232,5	-110,5	2 890,5	2 953,3	1 209,4	1 099,8	868,1	858,9	154,0	320,6	220,6	93,1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Nov.	39,3	40,1	-0,8	22,2	22,6	9,3	8,4	6,7	6,6	1,2	2,5	1,7	0,7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	12,1	33,0	636,5	323,4	115,9	186,2	524,0	659,2	404,8	98,1	148,4	452,0	72,2
2022 Q1	17,2	40,8	676,6	343,5	124,4	196,5	554,6	720,0	454,6	104,8	151,6	481,0	85,6
Q2	20,2	45,5	715,6	361,5	126,5	216,6	575,2	809,8	525,8	111,6	163,7	516,5	107,9
Q3	20,1	47,1	734,0	369,4	133,3	218,8	591,9	855,9	560,6	116,9	168,8	532,5	102,5
2022 June	19,8	44,0	241,9	122,2	43,3	72,7	194,1	274,5	178,7	38,2	55,0	174,4	40,1
July	13,0	43,4	237,3	119,7	42,8	71,0	189,7	276,8	182,9	36,9	54,3	172,1	37,0
Aug.	24,0	53,5	246,5	124,1	44,8	73,2	198,7	292,3	191,1	40,1	57,3	182,1	33,6
Sep.	23,5	44,8	250,2	125,5	45,6	74,6	203,5	286,7	186,6	39,9	57,2	178,3	31,9
Oct.	17,9	30,7	249,0	124,8	45,8	73,8	202,4	277,1	175,3	39,5	58,3	178,6	33,7
Nov.	17,2	20,3	251,5	.	.	.	204,2	266,7	.	.	.	173,1	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	0,5	7,4	105,2	111,3	98,4	103,1	104,1	114,7	117,0	114,1	113,9	116,4	133,7
2022 Q1	2,5	10,1	107,0	108,0	104,6	110,9	106,9	116,7	117,5	119,7	115,3	119,5	131,0
Q2	2,7	10,8	107,7	107,3	102,3	117,9	106,8	121,3	123,3	124,9	119,8	123,0	143,4
Q3	2,7	13,8	106,2	105,3	105,5	113,0	105,7	123,0	125,2	124,4	119,9	122,5	138,5
2022 May	9,5	16,9	111,3	110,7	103,2	122,8	110,8	123,7	125,5	128,2	123,3	125,3	142,0
June	1,3	9,1	106,0	105,5	102,6	115,2	105,1	120,4	122,3	124,2	117,2	122,0	149,8
July	-3,7	8,4	103,3	103,6	102,8	109,8	101,8	120,0	122,0	118,5	116,9	120,6	141,0
Aug.	6,1	18,9	106,7	105,2	105,9	113,7	106,4	125,4	128,0	129,4	121,5	124,1	136,6
Sep.	6,2	14,3	108,5	107,1	107,8	115,6	108,8	123,6	125,5	125,3	121,2	122,8	137,8
Oct.	2,7	7,5	107,0	106,5	106,3	112,1	106,3	120,3	119,0	124,2	122,7	122,9	144,4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,7	3,4	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	4,1	1,3	7,1	1,0	8,2	7,1
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8
Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,8	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5
2022 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	1,2	1,3	0,3	2,9	0,8	9,9	10,4
Oct.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,9	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1
Nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	-0,4	0,4	-1,9	0,4	10,2	9,1
Dec.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,2	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4
2023 Jan. ³⁾	120,1	8,5	5,2	.	4,2	.	.	.	.	-0,9	.	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi-cation	Recreation and personal care	Miscel-laneous	
	Total	Processed food	Unpro-cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2022 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	
Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8	
2022 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.	13,6	13,6	13,8	14,5	6,1	34,9	3,0	2,2	5,6	-0,7	6,9	2,8	
Dec.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0	
2023 Jan. ³⁾	14,1	14,9	11,6	.	6,9	17,2	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	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	12,3	9,2	0,0
Q3	163,2	41,2	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	.	8,6	107,9	11,9	6,8	.
2022 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	7,8	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
Aug.	165,0	43,5	17,5	14,6	20,0	7,8	14,1	.	8,6	117,3	-	-	-
Sep.	167,6	41,9	16,9	14,5	19,0	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
Oct.	162,5	30,5	16,2	14,0	17,5	7,6	15,3	.	9,3	64,9	-	-	-
Nov.	161,0	27,1	14,4	13,1	15,3	7,6	15,3	.	9,1	55,7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-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
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	95,0	18,3	29,5	9,0	19,6	29,1	9,9
2022 Q1	112,2	3,5	5,5	4,8	2,6	7,3	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	113,4	4,3	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,7	4,4	7,2	7,4	4,1	7,5	13,5	19,6	98,3	14,8	30,8	1,5	15,5	28,6	2,3
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	86,6	5,6	14,4	-2,3	5,6	13,6	-3,1
2022 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,5	31,4	3,7	15,9	28,1	3,2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,8	25,6	-1,7	12,8	27,4	-1,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-0,1	6,1	-5,6	-1,4	3,8	-7,0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	.	.	.	.	.	.

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	7,8	-	-5,2	32,3	56,7	56,3	-	49,7
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
2022	48,2	53,0	27,2	42,6	71,5	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q1	50,8	49,3	23,8	39,3	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	45,8	54,1	27,3	40,6	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	41,2	52,5	29,4	41,5	78,0	65,8	74,3	63,7	62,0
2022 Aug.	43,7	53,0	26,4	38,4	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
Sep.	48,6	54,4	28,4	41,8	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
Oct.	44,8	56,1	30,1	44,7	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
Nov.	40,4	51,5	29,8	42,9	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3
Dec.	38,4	49,8	28,3	37,1	78,5	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	.	.	.	.	.	56,3	.	61,6	.

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,1	2,5	2,6	2,3	2,6	2,3	2,2
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,3	0,9	1,2	1,4	1,5
2021 Q4	119,6	2,5	2,1	3,4	2,7	2,0	1,6
2022 Q1	108,5	3,7	2,7	7,3	4,3	2,6	2,9
Q2	119,2	3,8	3,2	6,0	3,9	3,5	2,5
Q3	112,4	2,8	2,1	5,3	2,5	3,6	2,9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
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	-1,1	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,1	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	1,3	-6,9
2022 Q1	112,6	2,0	2,3	4,0	3,1	-0,7	2,6	3,1	4,8	2,5	2,5	-4,8
Q2	112,9	2,9	4,9	3,4	5,6	1,5	1,8	4,2	5,7	3,7	3,2	-6,2
Q3	114,1	3,3	3,1	1,8	6,1	1,9	4,0	4,0	8,1	3,9	3,8	-0,2
Compensation per employee												
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	5,1	3,8	1,6	4,5
2022 Q1	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,9	3,1	3,8	5,6	4,6	2,8	8,4
Q2	115,4	4,7	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,7	5,7	5,6	2,9	6,8
Q3	116,7	3,9	3,4	2,7	3,3	4,8	3,1	4,4	5,3	4,9	3,4	5,3
Labour productivity per person employed												
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	2,5	-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	101,6	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,3	12,3
2022 Q1	101,8	2,4	1,0	0,3	1,1	8,7	0,5	0,6	0,8	2,0	0,3	13,9
Q2	102,3	1,7	-1,3	0,7	-1,6	6,3	0,9	0,5	-0,1	1,8	-0,3	13,8
Q3	102,3	0,6	0,2	0,9	-2,6	2,9	-0,8	0,4	-2,6	1,0	-0,3	5,5
Compensation per hour worked												
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	0,6	0,6	0,2
2021 Q4	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,7	2,2	2,6	0,0
2022 Q1	116,5	1,3	3,2	3,5	3,2	-2,4	3,0	4,2	3,1	2,0	3,4	0,0
Q2	116,9	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	3,9	6,3	4,7	4,8	4,7	2,7
Q3	118,6	2,9	3,3	1,6	3,0	2,7	2,7	4,0	4,1	3,4	3,7	3,8
Hourly labour productivity												
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	104,7	2,1	3,3	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	1,7	-0,7	-0,1	-1,7	0,4	1,1	-3,5	-0,2	0,8	3,3
Q2	104,5	0,6	0,0	1,1	-0,9	1,1	1,8	2,1	-2,1	1,1	1,3	8,4
Q3	104,9	-0,2	-0,1	-0,1	-2,4	1,3	-1,6	0,3	-4,4	-0,2	0,0	3,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022	-0,01	0,10	0,36	0,69	1,11	2,40	-0,02
2022 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
Dec.	1,57	1,73	2,07	2,57	3,03	4,74	-0,04
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 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
Dec.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Jan.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41

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 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
Dec.	418,3	3 884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3 912,4	27 214,7
2023 Jan.	439,8	4 092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3 960,7	26 606,3

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years	Over 10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,57	2,66	2,83	3,06	2,41	2,90	2,67
Nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,42	6,55	7,12	3,96	2,93	3,05	3,30	2,55	3,10	2,89
Dec. ^(a)	0,07	0,80	1,39	1,91	5,99	15,99	6,65	6,45	7,03	3,99	3,07	3,16	3,29	2,60	3,18	2,94

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 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.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,98	3,52	3,62	2,74	3,02	2,76	2,45	2,76	2,82	2,73
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,38	3,07	2,88	3,31	3,30	3,11
Dec. ^(a)	0,19	1,80	2,61	3,21	3,74	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,60	3,27	3,41

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1 485,4	429,9	126,2	52,1	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 409,9	428,8	132,0	49,6	87,6	761,5	671,7	387,5	138,7	79,8	26,4	31,8	137,3	104,6
2022 July	1 328,0	422,7	140,2	50,4	104,3	660,8	600,3	510,7	199,6	122,1	57,4	55,4	133,7	87,5
Aug.	1 323,6	420,1	139,0	49,1	105,6	658,9	597,7	471,3	188,2	114,2	49,5	45,3	123,6	92,0
Sep.	1 363,1	448,6	143,4	48,9	102,2	668,9	602,4	559,0	219,1	134,4	56,9	65,5	140,0	104,1
Oct.	1 354,5	460,8	143,2	51,2	100,4	650,1	589,9	557,8	248,1	134,3	57,9	57,7	117,7	91,1
Nov.	1 393,5	485,0	139,4	48,9	97,0	672,1	623,0	609,3	267,6	142,8	63,2	49,5	149,5	129,2
Dec.	1 350,9	481,3	135,6	46,5	87,5	646,6	606,0	402,9	166,5	132,0	59,1	37,8	66,6	57,2
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19 373,1	4 062,0	3 232,0	1 271,1	1 542,4	10 536,6	9 749,6	.	.	.	.	.	.	.
2021	20 060,8	4 173,1	3 570,1	1 359,8	1 593,7	10 723,8	9 902,9	316,9	66,6	82,9	32,2	24,0	143,4	129,9
2022 July	19 234,3	4 134,7	3 558,4	1 375,2	1 451,5	10 089,8	9 309,7	236,7	52,0	61,0	31,8	8,6	115,1	110,4
Aug.	18 652,0	4 033,4	3 506,9	1 367,8	1 409,7	9 702,1	8 949,5	186,8	53,5	43,4	10,5	8,4	81,5	75,5
Sep.	18 159,9	3 980,2	3 476,8	1 348,0	1 361,0	9 341,8	8 611,1	320,5	94,9	75,2	27,8	19,3	131,1	121,0
Oct.	18 276,8	4 017,8	3 502,5	1 343,3	1 361,5	9 395,0	8 669,0	333,4	79,6	73,6	24,1	12,5	167,7	159,6
Nov.	18 651,5	4 078,4	3 565,7	1 352,7	1 406,5	9 600,9	8 862,8	330,6	77,6	88,1	32,8	30,6	134,3	120,7
Dec.	18 133,5	3 985,8	3 532,0	1 361,4	1 382,7	9 232,9	8 521,2	199,3	59,7	58,4	29,0	11,4	69,8	67,4

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations			
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government								
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20 858,5	4 491,9	3 358,3	1 323,2	1 638,7	11 369,6	10 469,0	8 501,2	468,9	1 354,2	6 677,1	6 677,1	6 677,1	6 677,1
2021	21 470,6	4 601,9	3 702,1	1 409,3	1 681,3	11 485,3	10 574,6	10 348,6	609,3	1 580,2	8 158,1	8 158,1	8 158,1	8 158,1
2022 July	20 562,3	4 557,4	3 698,6	1 425,7	1 555,7	10 750,6	9 910,0	8 903,5	482,1	1 355,6	7 064,9	7 064,9	7 064,9	7 064,9
Aug.	19 975,6	4 453,5	3 645,8	1 416,9	1 515,3	10 361,0	9 547,2	8 484,5	475,5	1 311,2	6 696,9	6 696,9	6 696,9	6 696,9
Sep.	19 523,0	4 428,8	3 620,2	1 396,8	1 463,3	10 010,7	9 213,4	7 917,4	460,6	1 231,4	6 224,8	6 224,8	6 224,8	6 224,8
Oct.	19 631,3	4 478,7	3 645,7	1 394,5	1 461,9	10 045,0	9 258,9	8 470,8	506,9	1 292,0	6 671,2	6 671,2	6 671,2	6 671,2
Nov.	20 045,0	4 563,4	3 705,1	1 401,6	1 503,6	10 272,9	9 485,9	9 054,7	540,0	1 401,3	7 112,8	7 112,8	7 112,8	7 112,8
Dec.	19 484,4	4 467,1	3 667,6	1 407,9	1 470,2	9 879,5	9 127,2	8 727,9	534,3	1 377,0	6 816,0	6 816,0	6 816,0	6 816,0
Growth rate ¹⁾														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 July	3,5	2,6	7,3	5,9	2,6	2,8	3,2	0,9	-0,4	3,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Aug.	3,5	2,6	7,4	4,9	3,0	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Sep.	3,3	3,7	5,9	2,7	2,2	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Oct.	3,3	4,7	4,0	1,1	1,3	2,8	3,3	0,4	-1,1	2,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Nov.	3,8	5,5	4,9	1,3	0,9	3,1	3,7	0,2	-1,3	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Dec.	3,7	5,7	4,3	0,2	1,0	3,1	3,7	0,3	-1,6	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,8	119,5	93,9	
2021	99,6	93,5	93,3	88,8	71,4	86,2	120,9	94,3	
2022	95,5	90,7	93,2	.	.	.	116,8	90,8	
2022 Q1	96,5	91,4	92,6	84,9	69,3	82,8	118,8	92,5	
Q2	95,6	90,3	93,1	83,4	67,1	81,3	116,5	90,2	
Q3	94,0	89,2	92,2	81,9	64,8	80,0	114,5	88,9	
Q4	95,9	91,7	94,8	.	.	.	117,3	91,6	
2022 Aug.	93,6	88,8	91,8	-	-	-	114,2	88,6	
Sep.	94,2	89,8	92,8	-	-	-	114,6	89,3	
Oct.	94,8	91,0	93,8	-	-	-	115,5	90,6	
Nov.	96,0	91,9	94,6	-	-	-	117,2	91,7	
Dec.	97,0	92,2	96,0	-	-	-	119,2	92,5	
2023 Jan.	97,3	92,2	96,4	-	-	-	119,9	92,7	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2023 Jan.	0,4	0,0	0,4	-	-	-	0,6	0,2	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2023 Jan.	0,7	1,1	4,4	-	-	-	1,0	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	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q1	7,121	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
Q2	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2022 Aug.	6,888	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
Sep.	6,951	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
Oct.	7,069	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
Nov.	7,317	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
Dec.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059
2023 Jan.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077
			<i>Percentage change versus previous month</i>								
2023 Jan.	-0,9	-1,3	0,0	-2,9	-1,6	0,3	1,5	0,0	2,0	1,0	1,7
			<i>Percentage change versus previous year</i>								
2023 Jan.	1,7	-2,1	0,0	10,4	8,1	3,2	5,6	-0,4	8,2	-4,2	-4,8

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2021 Q4	32 244,0	32 189,2	54,7	11 944,4	9 753,9	12 864,4	14 684,3	-98,5	6 476,6	7 751,0	1 057,0	15 909,5
2022 Q1	32 253,5	32 035,3	218,1	12 017,8	9 926,0	12 337,4	14 002,7	-57,3	6 852,8	8 106,7	1 102,8	16 357,4
Q2	32 032,2	31 599,1	433,1	12 383,0	10 169,1	11 511,6	13 107,0	-19,6	7 035,1	8 323,0	1 122,1	16 454,9
Q3	32 162,4	31 683,1	479,4	12 698,9	10 477,4	11 188,0	12 790,6	-8,0	7 147,8	8 415,1	1 135,8	16 582,8
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q3	246,1	242,4	3,7	97,2	80,2	85,6	97,9	-0,1	54,7	64,4	8,7	126,9
<i>Transactions</i>												
2021 Q4	222,3	195,8	26,5	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	189,0	2,9	-
2022 Q1	371,0	377,5	-6,5	56,6	42,4	-18,0	30,4	-1,6	334,8	304,8	-0,9	-
Q2	-32,5	-57,2	24,7	64,4	-47,9	-127,4	-86,2	28,9	-0,7	76,8	2,3	-
Q3	2,6	52,8	-50,2	68,7	86,7	-184,4	-6,0	44,1	66,8	-27,9	7,4	-
2022 June	-96,7	-125,1	28,3	-44,9	-39,6	-39,1	26,8	-0,1	-14,4	-112,3	1,8	-
July	87,8	80,0	7,8	22,3	35,2	-33,9	-70,4	11,6	86,1	115,2	1,6	-
Aug.	125,2	133,2	-8,0	44,9	74,9	-32,3	28,6	14,9	95,6	29,7	2,2	-
Sep.	-210,3	-160,4	-50,0	1,5	-23,4	-118,2	35,8	17,6	-114,9	-172,8	3,6	-
Oct.	125,7	111,5	14,2	4,6	-3,0	-10,4	37,6	7,2	120,6	76,9	3,8	-
Nov.	6,1	19,1	-13,1	15,7	12,9	43,5	52,8	2,9	-56,6	-46,5	0,6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Nov.	232,6	249,8	-17,2	107,2	-37,3	-240,4	79,4	82,7	270,7	207,7	12,3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Nov.	1,8	1,9	-0,1	0,8	-0,3	-1,8	0,6	0,6	2,1	1,6	0,1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1 363,7	8 876,3	10 240,0	1 026,7	2 449,4	3 476,1	13 716,1	101,8	627,0	4,4	733,2	14 449,3
2021	1 469,7	9 784,0	11 253,8	916,1	2 506,4	3 422,5	14 676,2	118,0	647,5	21,7	787,2	15 463,4
2022 ^(a)	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
2022 Q1	1 520,4	9 918,2	11 438,6	936,6	2 519,3	3 456,0	14 894,6	123,2	591,2	44,7	759,1	15 653,7
Q2	1 528,0	10 048,6	11 576,6	972,9	2 529,6	3 502,5	15 079,1	115,9	609,1	64,6	789,7	15 868,8
Q3	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 175,8	2 551,8	3 727,5	15 443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16 211,0
Q4 ^(a)	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
2022 July	1 531,7	10 105,3	11 637,0	1 002,3	2 537,7	3 540,0	15 177,0	125,2	593,7	30,7	749,6	15 926,6
Aug.	1 536,4	10 184,2	11 720,6	1 031,8	2 546,8	3 578,6	15 299,2	123,7	595,5	38,4	757,7	16 056,9
Sep.	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 175,8	2 551,8	3 727,5	15 443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16 211,0
Oct.	1 541,2	10 022,3	11 563,4	1 253,3	2 556,2	3 809,6	15 373,0	125,0	619,7	19,5	764,2	16 137,2
Nov.	1 541,1	9 907,6	11 448,8	1 327,0	2 551,5	3 878,5	15 327,3	138,8	640,5	38,5	817,8	16 145,1
Dec. ^(a)	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
Transactions												
2020	139,2	1 243,9	1 383,2	-33,8	86,3	52,5	1 435,7	19,6	111,0	1,3	131,9	1 567,6
2021	107,4	898,7	1 006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	21,2	14,5	47,8	998,8
2022 ^(a)	68,7	-3,5	65,1	426,2	56,9	483,1	548,2	3,7	6,3	73,7	83,8	632,0
2022 Q1	50,7	126,5	177,2	23,8	10,5	34,3	211,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	183,1
Q2	7,6	111,3	118,8	30,6	10,6	41,2	160,0	-8,6	18,0	17,0	26,4	186,3
Q3	10,1	117,9	128,0	160,5	21,9	182,4	310,4	2,6	-11,0	39,3	30,9	341,3
Q4 ^(a)	0,3	-359,2	-358,9	211,4	13,9	225,3	-133,5	4,8	55,5	-5,5	54,8	-78,7
2022 July	3,7	45,7	49,4	25,8	8,0	33,8	83,2	8,3	-15,4	14,5	7,3	90,5
Aug.	4,7	85,4	90,1	27,9	9,0	36,9	127,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	138,0
Sep.	1,7	-13,3	-11,6	106,8	4,9	111,7	100,1	-3,8	2,5	13,9	12,7	112,8
Oct.	3,1	-150,8	-147,7	79,9	3,2	83,2	-64,5	5,0	21,6	-28,9	-2,3	-66,8
Nov.	-0,1	-99,5	-99,6	78,7	-4,6	74,1	-25,5	14,6	20,8	16,6	52,0	26,5
Dec. ^(a)	-2,8	-108,8	-111,6	52,8	15,3	68,1	-43,5	-14,8	13,1	6,8	5,1	-38,5
Growth rates												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,4	367,7	6,5	6,9
2022 ^(a)	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 Q1	9,4	8,7	8,8	-5,7	2,0	-0,2	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	6,0	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
Q3	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
Q4 ^(a)	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 July	7,4	6,7	6,8	5,9	2,1	3,2	5,9	3,8	-5,1	101,2	1,6	5,7
Aug.	7,1	6,7	6,8	10,9	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,8	3,4	6,1
Sep.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
Oct.	6,0	3,4	3,8	30,1	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,7	65,2	3,1	5,1
Nov.	5,4	1,9	2,4	38,5	1,9	11,9	4,6	8,2	-0,7	237,2	8,5	4,8
Dec. ^(a)	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1

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
Outstanding amounts													
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	1 087,6	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	1 225,3	227,8	546,3
2022 (p)	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
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	1 256,3	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	1 309,6	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	1 476,0	243,9	551,9
Q4 (p)	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
2022 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	1 335,9	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	1 364,7	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	1 476,0	243,9	551,9
Oct.	3 409,2	2 821,3	446,9	131,7	9,3	8 384,9	5 613,6	384,7	2 385,6	1,1	1 350,8	255,0	557,1
Nov.	3 395,5	2 767,8	487,9	131,8	8,1	8 378,0	5 581,6	412,9	2 382,5	1,0	1 343,3	250,4	557,7
Dec. (p)	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
Transactions													
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	137,8	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	142,2	-9,5	46,6
2022 (p)	122,1	-87,7	205,6	5,7	-1,4	297,0	167,7	73,1	56,1	0,1	43,8	7,9	12,6
2022 Q1	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	30,5	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	42,6	-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	127,8	11,4	-18,5
Q4 (p)	2,5	-109,1	112,8	1,3	-2,6	25,7	-60,7	73,4	13,2	-0,1	-157,1	-7,1	7,0
2022 July	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,9	-0,2	8,6	0,1	19,4	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	36,0	-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	72,4	6,1	-14,7
Oct.	29,7	-29,0	59,7	-1,6	0,6	14,0	-5,5	15,1	4,4	0,1	-122,9	11,3	5,3
Nov.	-5,6	-48,2	43,5	0,1	-1,1	-4,5	-30,4	29,0	-3,0	0,0	2,4	-3,9	0,7
Dec. (p)	-21,6	-31,9	9,6	2,8	-2,1	16,2	-24,8	29,4	11,8	-0,2	-36,5	-14,6	1,0
Growth rates													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,8	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,0	-4,0	9,4
2022 (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
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	12,2	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
Q4 (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
2022 July	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,6	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	14,7	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.	6,0	1,4	51,1	1,8	2,6	4,1	5,0	1,1	2,5	7,6	6,8	8,4	7,4
Nov.	5,3	-0,9	66,8	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,3	2,2	7,9	6,6	8,7	6,8
Dec. (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3

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) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 323,0	11 911,0	12 289,7	4 706,6	6 132,9	904,7	166,8	1 547,5	864,5
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,6	12 332,2	12 716,4	4 861,4	6 373,6	937,4	159,7	1 582,3	888,1
2022 ^(p)	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6
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	6 503,0	1 000,6	5 478,2	15 180,6	12 788,3	12 926,2	5 020,4	6 552,7	1 051,7	163,6	1 561,3	830,9
Q3	6 360,0	1 002,3	5 333,3	15 420,7	13 050,1	13 185,0	5 165,7	6 612,6	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
Q4 ^(p)	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6
2022 July	6 537,0	998,0	5 514,8	15 252,9	12 857,0	12 991,3	5 068,7	6 576,3	1 052,0	160,0	1 564,5	831,4
Aug.	6 426,8	998,3	5 404,3	15 320,4	12 941,4	13 073,2	5 132,6	6 595,7	1 060,1	153,0	1 548,9	830,1
Sep.	6 360,0	1 002,3	5 333,3	15 420,7	13 050,1	13 185,0	5 165,7	6 612,6	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
Oct.	6 378,6	996,3	5 358,0	15 410,4	13 039,3	13 172,9	5 187,6	6 621,2	1 071,0	159,5	1 537,2	833,8
Nov.	6 423,0	994,5	5 403,5	15 439,6	13 041,2	13 191,0	5 164,4	6 630,8	1 096,3	149,7	1 561,1	837,4
Dec. ^(p)	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6
Transactions												
2020	1 039,9	13,5	1 026,3	733,4	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	561,9	473,9	507,3	176,0	261,8	46,2	-10,2	78,8	9,2
2022 ^(p)	178,4	10,1	167,3	627,6	619,4	667,8	267,7	240,6	124,3	-13,1	14,6	-6,3
2022 Q1	100,4	4,3	96,1	197,3	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
Q2	68,6	-0,9	69,5	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
Q3	-36,4	1,9	-38,6	223,9	233,6	238,0	139,2	58,2	39,4	-3,2	-9,2	-0,5
Q4 ^(p)	45,8	4,8	40,3	-3,9	-36,0	5,5	-18,8	25,9	-28,8	-14,3	19,1	13,0
2022 July	-15,4	-2,7	-12,8	53,4	60,2	59,7	45,2	21,1	-1,8	-4,3	-5,0	-1,8
Aug.	-27,0	0,8	-27,7	85,6	92,9	93,2	63,7	19,4	16,8	-7,0	-8,4	1,1
Sep.	6,0	3,9	1,9	84,9	80,6	85,1	30,3	17,8	24,5	8,1	4,2	0,1
Oct.	11,4	-6,0	17,4	-5,2	-3,7	-2,3	25,4	10,0	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
Nov.	7,6	-2,0	9,0	38,3	16,9	32,7	-16,2	12,7	29,9	-9,5	19,6	1,9
Dec. ^(p)	26,8	12,8	14,0	-37,0	-49,2	-24,9	-28,0	3,2	-21,2	-3,2	9,3	2,9
Growth rates												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022 ^(p)	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,7	-1,2	6,6	-1,7
Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,2	6,0	4,6	13,7	7,8	5,0	-2,8
Q3	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
Q4 ^(p)	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6
2022 July	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,9	4,3	-2,7
Aug.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,9	-0,7	3,7	-3,0
Sep.	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
Oct.	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,1	11,4	3,1	0,9	-1,8
Nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,2	7,3	4,0	12,2	-6,4	2,8	-0,9
Dec. ^(p)	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4 706,6	4 828,7	893,8	1 009,1	2 803,6	6 132,9	6 402,6	700,7	4 725,1	707,1
2021	4 861,4	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 ^(a)	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
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	949,8	1 028,3	3 042,2	6 552,7	6 742,3	709,0	5 138,6	705,1
Q3	5 165,7	5 136,5	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
Q4 ^(a)	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
2022 July	5 068,7	5 041,2	962,2	1 042,0	3 064,6	6 576,3	6 763,4	711,3	5 159,5	705,4
Aug.	5 132,6	5 098,2	987,6	1 063,0	3 082,0	6 595,7	6 784,7	711,5	5 178,7	705,5
Sep.	5 165,7	5 136,5	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
Oct.	5 187,6	5 153,9	1 006,4	1 077,5	3 103,7	6 621,2	6 811,7	715,4	5 202,0	703,8
Nov.	5 164,4	5 144,3	993,1	1 072,8	3 098,5	6 630,8	6 824,7	716,7	5 210,3	703,8
Dec. ^(a)	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
Transactions										
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
2022 ^(a)	267,7	304,2	80,1	76,5	111,1	240,6	248,6	21,6	217,5	1,5
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	139,2	139,7	55,4	39,6	44,3	58,2	59,0	4,0	55,0	-0,8
Q4 ^(a)	-18,8	4,4	-36,4	17,5	0,1	25,9	34,7	5,0	21,7	-0,9
2022 July	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,1	19,3	2,1	20,7	-1,7
Aug.	63,7	58,8	26,6	21,7	15,5	19,4	22,0	0,0	19,1	0,3
Sep.	30,3	36,7	17,8	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
Oct.	25,4	24,0	-0,4	10,6	15,2	10,0	11,7	2,4	8,3	-0,7
Nov.	-16,2	-4,0	-12,6	-0,9	-2,7	12,7	17,7	2,1	8,9	1,7
Dec. ^(a)	-28,0	-15,5	-23,4	7,8	-12,4	3,2	5,3	0,5	4,5	-1,8
Growth rates										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 ^(a)	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
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
Q4 ^(a)	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
2022 July	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,4	5,3	-0,3
Aug.	7,8	8,7	18,7	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,2	0,0
Sep.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
Oct.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,1	4,2	3,3	4,8	0,0
Nov.	7,3	8,3	14,1	10,0	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dec. ^(a)	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6 883,7	1 837,3	37,1	1 997,3	3 011,9	1 372,6	391,9	128,5	136,8
2022 ^(p)	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
2022 Q1	740,2	6 882,8	1 848,2	35,9	1 988,7	3 010,1	1 361,1	346,4	160,7	164,4
Q2	757,5	6 801,3	1 843,8	31,6	2 008,6	2 917,3	1 313,5	430,6	166,5	157,3
Q3	642,5	6 782,7	1 801,9	31,5	2 096,5	2 852,9	1 319,0	536,5	148,0	146,7
Q4 ^(p)	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
2022 July	741,2	6 902,2	1 833,1	31,2	2 059,4	2 978,6	1 345,4	434,7	173,4	159,7
Aug.	649,5	6 827,1	1 813,2	31,9	2 080,4	2 901,6	1 362,0	424,3	157,4	145,7
Sep.	642,5	6 782,7	1 801,9	31,5	2 096,5	2 852,9	1 319,0	536,5	148,0	146,7
Oct.	676,4	6 745,2	1 789,3	30,8	2 101,2	2 824,0	1 280,2	489,7	144,4	156,1
Nov.	692,3	6 792,4	1 788,1	30,8	2 109,6	2 863,9	1 307,3	459,9	161,2	170,6
Dec. ^(p)	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
Transactions										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	117,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-110,0	-8,3	-4,3
2022 ^(p)	-75,8	38,9	-90,1	-5,3	15,5	118,7	-72,5	-138,5	10,5	17,9
2022 Q1	-19,0	-28,3	-19,5	-1,3	-25,0	17,5	-32,6	-129,2	32,0	34,7
Q2	17,2	20,0	-8,1	-4,2	-16,0	48,3	-60,9	5,5	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-4,1	-47,0	-0,1	-2,2	45,2	-26,3	60,9	-18,6	-10,6
Q4 ^(p)	41,0	51,3	-15,5	0,4	58,7	7,8	47,3	-75,7	-10,2	1,0
2022 July	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,2	15,6	-4,6	38,3	6,8	2,4
Aug.	-91,7	-8,2	-20,6	0,7	4,7	7,0	30,6	-51,2	-16,0	-14,0
Sep.	-7,1	6,8	-13,8	-0,4	-1,6	22,6	-52,2	73,8	-9,5	1,0
Oct.	33,9	-10,0	-11,9	0,1	12,7	-10,9	4,4	-53,4	-3,6	9,4
Nov.	15,4	37,3	1,9	0,1	33,8	1,5	11,7	21,6	16,9	14,5
Dec. ^(p)	-8,4	24,0	-5,4	0,2	12,2	17,1	31,2	-43,9	-23,4	-22,9
Growth rates										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022 ^(p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 Q1	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	19,6	30,3
Q2	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Q4 ^(p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 July	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	30,2	25,1
Aug.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	25,0	18,0
Sep.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Oct.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,2	-2,2	3,9	-	-	2,4	9,6
Nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
Dec. ^(p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7

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 Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 Q1	-4,0	.	.	.	.	-2,5
Q2	-2,8	.	.	.	.	-1,3
Q3	-2,6	.	.	.	.	-1,0

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 Q4	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
2022 Q1	47,2	46,5	13,3	13,2	15,2	0,7	51,2	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
Q2	47,4	46,7	13,6	13,2	15,1	0,7	50,3	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6
Q3	47,5	46,8	13,7	13,2	15,0	0,7	50,1	45,6	9,9	5,8	1,6	23,2	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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	93,0	2,9	13,4	76,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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	0,9	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,5	-7,3	4,4
Q2	-3,7	1,3	0,9	1,2	0,9	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,4	-5,8	3,7
Q3	-4,3	1,0	0,4	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,2	0,2	-0,1	-5,8	2,8

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 ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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.	14,0	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	13,2	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,2	1,8	1,9	0,7	0,5	
Nov.	14,4	13,1	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5	
Dec.	14,2	12,9	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	1,9	1,0	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 Q4	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2022 Q1	-4,8	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,4	-5,1	-6,5	0,0	
Q2	-4,0	-1,7	-0,6	0,1	-2,4	-4,6	-3,9	-5,3	1,3	
Q3	-3,7	-1,9	-0,2	1,2	-2,1	-3,8	-4,0	-4,9	2,6	
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 Q4	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,1	
2022 Q1	109,0	67,4	17,2	53,1	189,6	117,4	114,6	152,1	102,0	
Q2	108,3	67,2	16,7	51,2	183,5	116,1	113,1	150,4	95,3	
Q3	106,3	66,6	15,8	49,0	178,2	115,6	113,4	147,3	91,6	
	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 Q4	-7,0	-1,0	0,8	-7,5	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,8
2022 Q1	-5,2	0,0	0,8	-7,5	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,1
Q2	-3,6	1,0	0,9	-6,7	0,1	-1,5	0,2	-3,1	-3,8	-1,6
Q3	-3,2	0,9	0,7	-5,5	0,5	-1,9	1,1	-2,7	-3,7	-1,3
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 Q4	43,6	43,7	24,5	55,2	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,3
2022 Q1	41,7	39,8	22,6	56,2	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,2
Q2	41,6	39,6	25,3	53,9	50,8	82,6	123,4	73,5	60,3	71,7
Q3	39,9	37,3	24,6	53,2	49,0	81,3	120,1	72,3	58,6	70,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2023**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 1^{er} février 2023.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-23-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général