



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 3 / 2022



Sommaire

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	19
4 Évolutions sur les marchés financiers	24
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	28
Encadrés	36
1 Implications de la détérioration des termes de l'échange pour le revenu réel et le compte des transactions courantes	36
2 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	40
3 Les déterminants récents de l'épargne sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages	43
4 Le salaire minimum et son rôle dans la croissance des salaires en zone euro	50
5 Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?	56
6 Le rôle de la spéculation dans la récente hausse des prix des quotas d'émissions de gaz à effet de serre dans l'UE	66
7 La levée progressive des mesures d'assouplissement des garanties prises en réponse à la pandémie	72
Articles	77
1 Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?	77
2 Inégalités économiques et confiance du public dans la Banque centrale européenne	94
Statistiques	S1

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

L'agression de l'Ukraine par la Russie est source de terribles souffrances. Elle a également des répercussions sur l'économie, en Europe et au-delà. Le conflit, ainsi que l'incertitude qui l'entoure, pèsent lourdement sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Les perturbations des échanges commerciaux causent de nouvelles pénuries de matériaux et d'intrants. La flambée des prix de l'énergie et des matières premières réduit la demande et freine la production. L'évolution de l'économie dépendra fondamentalement de la suite du conflit, des retombées des sanctions en vigueur et d'éventuelles mesures supplémentaires. Cela étant, l'activité économique reste soutenue par la réouverture de l'économie après la crise de la COVID-19. L'inflation s'est fortement accélérée et restera élevée au cours des prochains mois, principalement en raison de la vive hausse des coûts de l'énergie. Les tensions inflationnistes se sont intensifiées dans de nombreux secteurs.

Lors de sa réunion du 14 avril 2022, le Conseil des gouverneurs a estimé que les informations disponibles depuis sa réunion de mars avaient renforcé son anticipation selon laquelle les achats nets d'actifs au titre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) devraient prendre fin au troisième trimestre. Dans la période à venir, la politique monétaire de la BCE dépendra des données disponibles et de l'évolution de l'évaluation des perspectives. Dans le contexte actuel de forte incertitude, le Conseil des gouverneurs n'écartera aucune option et conservera progressivité et flexibilité dans la conduite de la politique monétaire. Il prendra toute mesure nécessaire afin de remplir le mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix et de contribuer à la sauvegarde de la stabilité financière.

Activité économique

L'activité économique mondiale a continué de bien résister début 2022, les données d'enquêtes indiquant que le variant Omicron du coronavirus (COVID-19) pourrait n'avoir qu'un impact de courte durée sur les économies avancées. Toutefois, la guerre entre la Russie et l'Ukraine ainsi que les nouvelles mesures liées à la pandémie en Asie devraient peser sur l'économie mondiale et entraînent de nouvelles pénuries de matériaux et d'intrants. La situation géopolitique et la pandémie exercent également un frein aux échanges commerciaux. Dans le même temps, l'atténuation différée des perturbations des chaînes d'approvisionnement et l'impact économique de la guerre devraient accentuer les tensions inflationnistes au niveau mondial. Étant donné le poids plus élevé des matières premières dans les paniers de consommation des économies de marché émergentes (EME), l'impact sur l'inflation devrait être plus significatif dans ces économies que dans les économies avancées.

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 % au dernier trimestre 2021. Selon les estimations, la croissance est demeurée faible au premier trimestre 2022, en raison principalement des restrictions liées à la pandémie.

Plusieurs facteurs suggèrent une prolongation de l'atonie de la croissance au cours de la période à venir. La guerre en Ukraine pèse déjà sur la confiance des entreprises et des consommateurs, notamment du fait de l'incertitude qu'elle suscite. La forte augmentation des prix de l'énergie et des matières premières accroît le coût de la vie pour les ménages et les coûts de production pour les entreprises. La guerre a entraîné de nouveaux goulets d'étranglement, tandis que de nouvelles mesures contre la pandémie prises en Asie contribuent aux difficultés observées dans la chaîne d'approvisionnement. Certains secteurs peinent de plus en plus à se procurer les intrants nécessaires, ce qui perturbe la production. Cela étant, des facteurs agissant en sens inverse, comme les mesures budgétaires destinées à compenser ces difficultés et la possibilité, pour les ménages, de recourir à l'épargne accumulée pendant la pandémie, soutiennent la reprise en cours. En outre, la réouverture des secteurs ayant le plus pâti de la pandémie ainsi que le dynamisme du marché du travail, avec un plus grand nombre de personnes disposant d'un emploi, continueront de favoriser les revenus et les dépenses.

Un soutien budgétaire et monétaire reste crucial, en particulier dans cet environnement géopolitique difficile. Par ailleurs, une mise en œuvre réussie des plans d'investissement et de réforme prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* accélérera les transitions énergétique et écologique, ce qui devrait renforcer la croissance et la capacité de résistance à long terme de la zone euro.

Inflation

L'inflation a augmenté, ressortant à 7,5 % en mars, après 5,9 % en février. Les prix de l'énergie ont augmenté depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et sont aujourd'hui supérieurs de 45 % à leur niveau d'il y a un an. Ils restent la principale raison du fort taux d'inflation. Les indicateurs tirés d'instruments de marché suggèrent que les prix de l'énergie demeureront élevés à court terme, mais qu'ils se modéreront dans une certaine mesure ensuite. Les prix des produits alimentaires ont aussi nettement progressé, sous l'effet d'importants coûts de transport et de production, en particulier le renchérissement des engrais, liés en partie à la guerre en Ukraine.

Les hausses de prix sont désormais plus généralisées. Les coûts de l'énergie accroissent les prix dans de nombreux secteurs. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la normalisation de la demande à mesure de la réouverture de l'économie continuent également d'exercer des tensions haussières sur les prix. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux supérieurs à 2 % au cours des derniers mois. Étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie, il est difficile de savoir combien de temps l'augmentation de ces indicateurs persistera.

La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer et le chômage a reculé en février à un point bas historique de 6,8 %. Les offres d'emploi dans de nombreux secteurs signalent toujours une forte demande de main-d'œuvre, alors que la progression des salaires reste globalement modérée. À terme, le retour de l'économie à son plein potentiel devrait favoriser une hausse plus rapide des salaires. Si diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées des marchés financiers et d'enquêtes auprès d'experts ressortent, pour la plupart, à environ 2 %, les premiers signes de révision de ces mesures à un niveau supérieur à l'objectif doivent être surveillés de près.

Évaluation des risques

Les risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance se sont nettement accrus en raison de la guerre en Ukraine. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre pourrait avoir une incidence encore plus marquée sur le climat économique et accentuer davantage les contraintes d'offre. La persistance de coûts élevés de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande et freiner la consommation et l'investissement plus fortement que prévu.

Les risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation se sont également exacerbés, à court terme en particulier. Les risques entourant les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent des révisions des anticipations à un niveau supérieur à l'objectif, des hausses de salaire plus prononcées qu'attendu et une dégradation durable des conditions de l'offre. Toutefois, un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix.

Conditions financières et monétaires

Les marchés financiers ont été très volatils depuis le début de la guerre et l'adoption de sanctions financières. Les taux d'intérêt de marché ont augmenté sous l'effet des variations des perspectives concernant la politique monétaire, l'environnement macroéconomique et la dynamique d'inflation. La hausse des coûts de financement des banques s'est poursuivie. À ce stade, cependant, les marchés monétaires n'ont pas subi de tensions graves, et le système bancaire de la zone euro n'a souffert d'aucune pénurie de liquidité.

S'ils restent à de bas niveaux, les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages commencent à refléter la remontée des taux de marché. L'activité de prêt aux ménages se maintient, particulièrement pour l'achat de logements. Les flux de financements aux entreprises se sont stabilisés.

La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro signale, globalement, un durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits au logement au premier trimestre de l'année, les prêteurs s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans un environnement incertain. Le durcissement des critères d'octroi devrait se prolonger

dans les mois à venir, sous l'effet de la prise en compte par les banques des retombées économiques négatives de l'agression de l'Ukraine par la Russie et du renchérissement de l'énergie.

Conclusion

En résumé, la guerre en Ukraine a de sérieuses répercussions sur l'économie de la zone euro et a notablement accru l'incertitude. Les effets économiques de la guerre dépendront de la suite du conflit, des retombées des sanctions en vigueur et d'éventuelles mesures supplémentaires. L'inflation s'est fortement accélérée et restera élevée au cours des prochains mois, principalement en raison de la vive hausse des coûts de l'énergie. Le Conseil des gouverneurs suit de très près les incertitudes actuelles et les données qui lui parviennent en ce qui concerne leurs implications pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Le calibrage de la politique de la BCE continuera de tenir compte des données et de refléter l'évolution de l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives. Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat et de façon souple si besoin, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion de politique monétaire du 14 avril 2022, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets mensuels dans le cadre de l'APP s'élèveraient à 40 milliards d'euros en avril, à 30 milliards en mai et à 20 milliards en juin. Le Conseil des gouverneurs a estimé que les informations disponibles depuis sa dernière réunion renforçaient son anticipation selon laquelle les achats nets d'actifs au titre de l'APP devraient prendre fin au troisième trimestre. Le calibrage des achats nets qui seront effectués au troisième trimestre tiendra compte des données et de l'évolution de l'évaluation des perspectives par le Conseil des gouverneurs.

Le Conseil des gouverneurs entend également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,50 %.

Toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira quelque temps après la fin des achats nets du Conseil des gouverneurs au titre de l'APP et sera progressive. L'évolution des taux directeurs de la BCE restera déterminée par la

forward guidance du Conseil des gouverneurs et par son engagement stratégique à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels jusqu'à ce qu'il constate que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection et durablement sur le reste de son horizon de projection, et qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

En cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà des montants provenant du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de la politique monétaire dans l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore des retombées de la pandémie. Les achats nets au titre du PEPP pourraient aussi reprendre, si nécessaire, pour contrer des chocs négatifs liés à la pandémie.

Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave pas la transmission harmonieuse de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire. Comme annoncé, il s'attend à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prennent fin en juin de cette année. Le Conseil des gouverneurs va également évaluer le caractère approprié du calibrage de son système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation des banques dans un environnement d'excédents de liquidité abondants.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat et de façon souple si besoin, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. La pandémie a montré que, en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des achats d'actifs a contribué à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et a renforcé l'efficacité des efforts déployés par le Conseil des gouverneurs pour atteindre son objectif. Dans le cadre du mandat du Conseil des gouverneurs, en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix.

1 Environnement extérieur

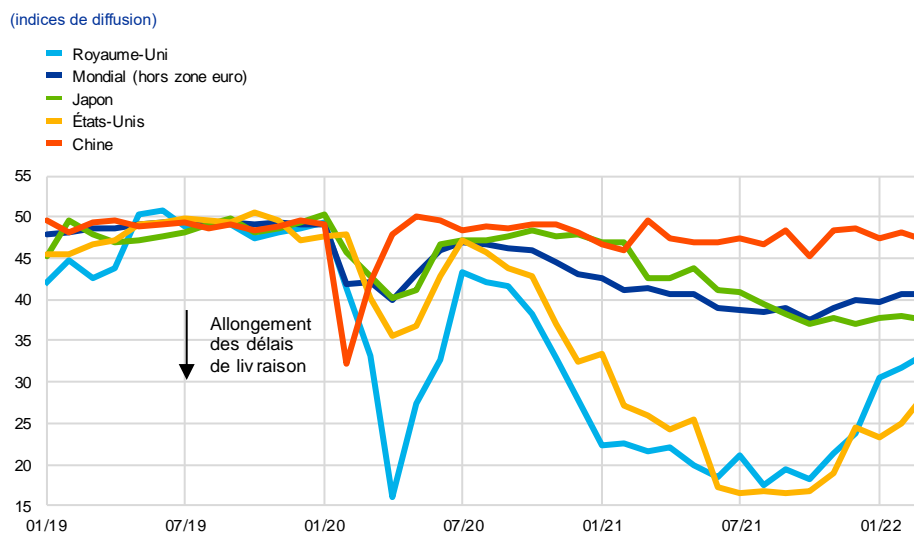
L'activité économique mondiale a continué de bien résister début 2022, les données d'enquêtes indiquant que le variant Omicron du coronavirus (COVID-19) pourrait n'avoir qu'un impact de courte durée sur les économies avancées. Toutefois, la guerre entre la Russie et l'Ukraine et les nouvelles mesures liées à la pandémie en Asie devraient peser sur l'économie mondiale et entraînent de nouvelles pénuries de matériaux et d'intrants. La situation géopolitique et la pandémie freinent également les échanges commerciaux. Dans le même temps, l'atténuation différée des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et l'impact économique de la guerre devraient accentuer les tensions inflationnistes mondiales. Étant donné le poids plus élevé des matières premières dans les paniers de consommation des économies de marché émergentes (EME), l'impact sur l'inflation devrait être plus significatif dans ces économies que dans les économies avancées.

La guerre entre la Russie et l'Ukraine et les nouvelles mesures liées à la pandémie en Asie devraient peser sur l'activité à court terme. Avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les indicateurs tirés d'enquêtes faisaient état d'une croissance modérée début 2022. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a rebondi en février après une forte baisse en janvier, laissant penser que l'impact de la vague Omicron dans les économies avancées serait de courte durée. Toutefois, l'indice composite des directeurs d'achat a fléchi en mars, bien qu'il ait continué d'indiquer une expansion, sous l'effet d'une baisse marquée en Russie et, dans une moindre mesure, en Chine. La guerre en cours en Ukraine et les sanctions associées imposées à la Russie devraient peser sur l'économie mondiale sous la forme d'une augmentation des prix des matières premières et d'un recul de la confiance, comme le montre la détérioration de la confiance des consommateurs dans les principales économies. Cette évolution pourrait à son tour réduire la consommation et l'investissement, en particulier au deuxième trimestre. Malgré ces facteurs défavorables et l'incertitude élevée entourant les perspectives mondiales, l'activité devrait rester sur une trajectoire expansionniste, quoique plus modérée, en 2022.

Les évolutions récentes au niveau mondial entraînent de nouvelles pénuries de matériaux et d'intrants. L'atténuation récente des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement s'est poursuivie, les délais de livraison des fournisseurs tels qu'ils ressortent de l'indice PMI pour mars surprenant à la hausse au Royaume-Uni et aux États-Unis (graphique 1). Cela pourrait refléter une poursuite du rebond après le ralentissement lié au variant Omicron vers la fin de l'année. Toutefois, d'autres données à plus haute fréquence, notamment les mouvements de navires et les prix du transport maritime, suggèrent que l'atténuation récente des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement est freinée par l'impact défavorable sur la production et les transports de la guerre entre la Russie et l'Ukraine ainsi que par la recrudescence des cas de COVID-19 et les nouvelles mesures liées à la pandémie en Asie.

Graphique 1

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



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2022.

La situation géopolitique et la pandémie freinent également les échanges commerciaux.

Les indicateurs à haute fréquence font état d'un ralentissement des échanges commerciaux au niveau mondial en mars, avec notamment des baisses significatives du nombre de navires commerciaux faisant escale aux ports russes et ukrainiens par rapport à la moyenne de 2021, en raison de la guerre et des sanctions associées imposées à la Russie. De nombreuses entreprises privées se sont retirées de Russie ou ont rompu les liens avec ce pays après l'adoption initiale de sanctions. Ces boycotts pèsent probablement déjà sur les échanges commerciaux. Dans le même temps, la recrudescence de la COVID-19 en Asie, conjuguée aux vacances du Nouvel An lunaire et aux récents confinements en Chine, a contribué à la faiblesse des volumes transportés en provenance de ce pays. En février, les mouvements de navires ont également diminué dans d'autres régions, notamment en Amérique du Nord. À plus long terme, les flux commerciaux pourraient encore se ralentir davantage aux deuxième et troisième trimestres de l'année, les sanctions imposées à la Russie continuant d'affaiblir l'activité commerciale.

Le regain de tensions sur les chaînes d'approvisionnement et l'impact économique de la guerre font peser des risques à la hausse sur l'inflation mondiale.

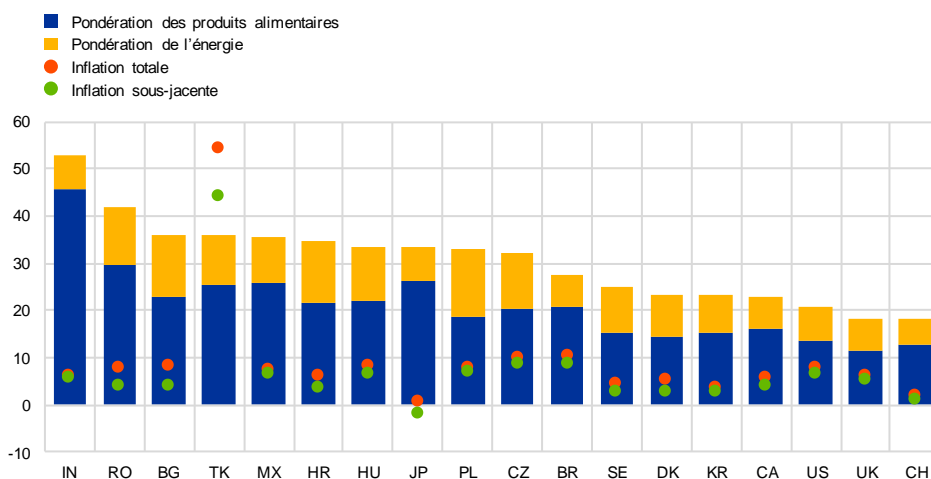
La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est accentuée pour ressortir à 7,7 % en février, et l'inflation hors produits alimentaires et énergie a atteint 5,5 %. La contribution des produits alimentaires et de l'énergie a représenté un tiers environ de la hausse totale, tandis que les deux tiers restants ont résulté de l'inflation sous-jacente. À plus long terme, compte tenu du renchérissement des matières premières observé depuis janvier, l'inflation dans l'OCDE pourrait être poussée encore plus à la hausse. Les EME, telles que l'Inde, le

Mexique et la Turquie, pourraient enregistrer des hausses encore plus prononcées des chiffres de l'inflation totale, étant donné le poids plus important des matières premières dans leurs paniers de consommation (graphique 2). Les économies avancées, telles que le Canada, le Royaume-Uni et les États-Unis apparaissent moins vulnérables.

Graphique 2

Hausse des prix à la consommation et pondérations des produits alimentaires et de l'énergie dans le panier de consommation

(variations annuelles en pourcentage, février 2022 ; pondération en pourcentage dans les indices IPC/IPCH)



Sources : Instituts nationaux de statistiques via Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2022. Les IPCH sont déclarés pour les pays de l'UE.

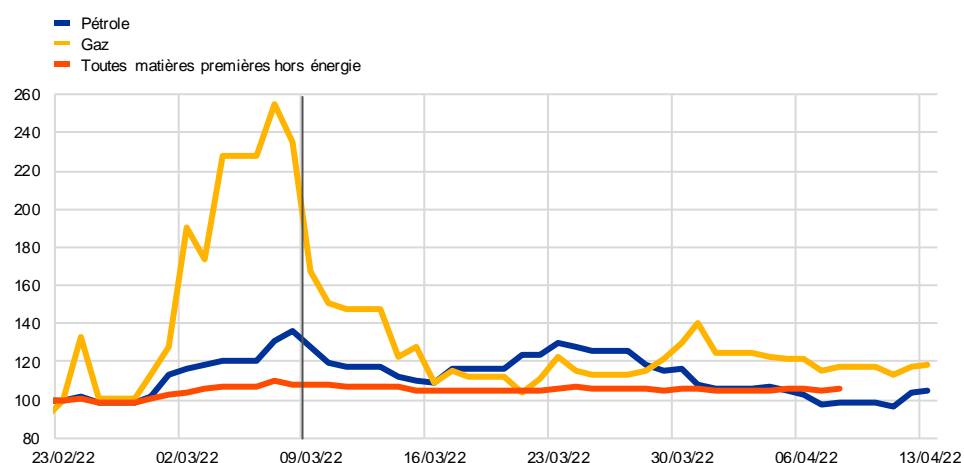
Les prix des matières premières ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, mais ils demeurent sensibles aux risques pesant sur l'offre en raison de la guerre en Ukraine. Dans un contexte de volatilité élevée, les prix du pétrole ont baissé de 18 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Cela résulte en partie de la décision prise par les États-Unis de puiser sur leurs réserves stratégiques de pétrole à hauteur de 1 million de barils par jour au cours des six prochains mois, auxquels s'ajoutent 330 000 barils supplémentaires par jour provenant d'autres membres de l'Agence internationale de l'énergie, et des risques à la baisse pesant sur la demande en raison des récents confinements en Chine. Même si le conflit entre la Russie et les membres du G7 et l'Union européenne s'agissant de la devise dans laquelle sont libellés les paiements de gaz a suscité de nouvelles inquiétudes quant aux importations de gaz en provenance de Russie, les prix du gaz ont baissé de 30 %, les marchés semblant soulagés que les exportations de gaz russe vers l'Europe n'aient pas diminué après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les prix des matières premières hors énergie ont légèrement diminué (de 2 %) depuis la réunion du Conseil des gouverneurs en mars. Cela résulte de l'atténuation des inquiétudes relatives à d'éventuelles pénuries du côté de l'offre en raison de la guerre et du fait que les confinements en Chine font peser des risques à la baisse sur la demande de métaux. Toutefois, les prix des matières premières restent généralement supérieurs aux niveaux observés avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique 3). La guerre fait peser des risques importants sur l'offre, la Russie étant l'un des principaux exportateurs de nombreuses matières

premières, notamment le pétrole, le gaz, l'aluminium, les engrais et le blé (graphique 3).

Graphique 3

Évolutions des prix des matières premières depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie

(indice : 23 février 2022 = 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 en mars 2022. Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2022.

Aux États-Unis, l'activité économique devrait se modérer au premier trimestre 2022, tandis qu'un rebond est prévu pour le deuxième trimestre.

Même si la vague de contaminations liée au variant Omicron s'estompe, la diminution du soutien budgétaire, conjuguée à une inflation élevée, a entraîné une baisse du revenu disponible réel depuis le dernier trimestre 2021. Par conséquent, les dépenses de consommation – en particulier celles des ménages à faible revenu – pourraient être freinées au début de cette année, également en raison de l'impact de la guerre sur les prix des matières premières. Toutefois, les bilans des ménages sont globalement sains. En outre, un marché du travail robuste ainsi que des revenus nominaux élevés devraient soutenir la croissance économique sur le reste de l'année. Dans le même temps, des tensions persistent sur le marché du travail, dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre, ce qui s'est traduit par une intensification des tensions sur les salaires. La hausse annuelle de l'IPC total a atteint 8,5 % en mars, tandis que l'inflation sous-jacente a augmenté pour ressortir à 6,5 %. Les prix de l'énergie demeurent un moteur important de l'inflation, de même que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui exercent une pression sur les prix des biens. Les prix des services ont également augmenté dans un contexte de hausse continue des loyers, tandis que les prix ont aussi rebondi dans les services de transport. Face aux tensions sur le marché du travail et à la forte inflation, le Système fédéral de réserve a relevé son taux cible et a durci l'orientation de sa politique monétaire lors de sa réunion de mars.

En Chine, l'incidence des cas de COVID-19 la plus élevée enregistrée depuis le début de la pandémie devrait freiner la croissance à court terme.

Même si l'activité a été relativement soutenue en janvier et février, la forte augmentation du

nombre de cas de COVID-19 en mars a conduit à des confinements généralisés, qui freinent considérablement la croissance. Les confinements locaux imposés par les autorités pourraient continuer de perturber d'importantes chaînes d'approvisionnement. La diminution des embouteillages dans les principales villes portuaires et centres financiers comme Shanghai et Shenzhen, qui représentent environ un sixième des exportations chinoises, suggère que la dynamique de croissance s'est ralentie à la fin du premier trimestre. Dans la mesure où les cas continuent d'augmenter et où de grandes villes sont confinées, l'économie devrait continuer de se ralentir au deuxième trimestre 2022.

Au Japon, la reprise de l'activité économique s'est ralentie début 2022 avec la propagation du variant Omicron. Les données à haute fréquence indiquent que la forte augmentation des cas de COVID-19 depuis le début de l'année et l'introduction de mesures instaurant un quasi-état d'urgence dans un certain nombre de préfectures ont contribué à une baisse des dépenses de consommation et de la confiance en janvier et février. Les cas de COVID-19 ayant culminé début février et les mesures d'urgence ayant été levées en mars, l'impact négatif du variant Omicron sur l'activité économique devrait être de courte durée, selon les prévisions actuelles. La hausse annuelle de l'IPC total a atteint 0,9 % en février, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires, tandis que l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté pour s'établir à - 1,8 %. L'inflation sous-jacente continue d'être freinée par la forte baisse des frais de téléphonie mobile enregistrée l'an dernier, après que le gouvernement a demandé aux opérateurs de baisser leurs tarifs. Comme ce facteur commence à disparaître des données annuelles, les taux d'inflation devraient augmenter vers la cible de 2 %.

Au Royaume-Uni, l'économie rebondit rapidement après l'impact du variant Omicron, mais la forte hausse de l'inflation a commencé à peser sur la confiance des consommateurs. La croissance du PIB en volume s'est ralentie en février, après avoir surpris à la hausse en janvier, augmentant de 0,1 % en rythme mensuel. Même si l'activité économique a été principalement soutenue par une hausse dans les services aux consommateurs, l'activité dans le secteur manufacturier et la construction a diminué. À plus long terme, une détérioration de la confiance des consommateurs signale un ralentissement marqué de la dynamique de croissance. Du fait de la forte poussée de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt et du resserrement de la politique budgétaire, les ménages sont de plus en plus préoccupés par leurs perspectives en matière de revenus. La hausse annuelle de l'IPC total, principalement attribuable à la composante énergie, a atteint 7,0 % en mars, les prix des meubles et de l'équipement des ménages ainsi que les prix dans le secteur de l'hôtellerie contribuant également à cette hausse. Parallèlement, l'inflation sous-jacente a augmenté pour ressortir à 5,7 %. La Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 0,50 % à 0,75 % lors de la réunion de son Comité de politique monétaire en mars, en tenant compte des tensions sur le marché du travail et des signes persistants de fortes tensions sur les coûts et les prix intérieurs.

La récente flambée des prix des matières premières devrait peser sur les perspectives de croissance des EME importatrices de matières premières. La

détérioration des termes de l'échange dans les EME importatrices de matières premières, en particulier dans les principaux pays manufacturiers asiatiques, engendre un effet négatif sur le revenu qui pèse sur l'activité économique. En outre, les importateurs de matières premières dont le compte des transactions courantes est déficitaire, comme l'Inde et la Turquie, pourraient être frappés plus durement si les investisseurs étrangers sont réticents à financer les déficits plus élevés nécessaires au financement des importations de matières premières de ces pays. À l'inverse, dans les principales EME exportatrices de matières premières énergétiques, comme l'Iran, le Nigéria et l'Arabie Saoudite, le renchérissement des matières premières devrait atténuer l'impact négatif de la baisse de la demande étrangère et de la hausse des prix des autres matières premières. Les EME ont continué de mettre en œuvre des mesures de politique monétaire variées au cours des dernières semaines, reflétant les différences dans les évolutions de l'inflation. Si certains pays, comme le Brésil, le Mexique et l'Afrique du Sud, ont continué de relever leurs taux directeurs, d'autres, comme l'Inde et l'Indonésie, ont laissé leurs taux inchangés.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 % au dernier trimestre 2021. Selon les estimations, la croissance est demeurée faible au premier trimestre 2022, en raison principalement des restrictions liées à la pandémie.

L'agression de l'Ukraine par la Russie est source de terribles souffrances. Elle a également des répercussions sur l'économie, en Europe et au-delà. La guerre pèse déjà sur la confiance des entreprises et des consommateurs, notamment du fait de l'incertitude qu'elle suscite. La forte augmentation des prix de l'énergie et des matières premières accroît le coût de la vie pour les ménages et les coûts de production pour les entreprises. La guerre a entraîné de nouveaux goulets d'étranglement, tandis que de nouvelles mesures contre la pandémie prises en Asie contribuent aux difficultés observées dans la chaîne d'approvisionnement. Certains secteurs peinent de plus en plus à se procurer leurs intrants, ce qui perturbe la production. Cela étant, des facteurs agissant en sens inverse, comme les mesures budgétaires destinées à compenser ces difficultés et la possibilité, pour les ménages, de recourir à l'épargne accumulée pendant la pandémie, soutiennent la reprise en cours. En outre, la réouverture des secteurs ayant le plus pâti de la pandémie ainsi que le dynamisme du marché du travail, avec un plus grand nombre de personnes disposant d'un emploi, continueront de soutenir les revenus et les dépenses.

Un soutien budgétaire et monétaire reste crucial, en particulier dans cet environnement géopolitique difficile. Par ailleurs, une mise en œuvre réussie des plans d'investissement et de réforme prévus dans le cadre du programme Next Generation EU accélérera les transitions énergétique et écologique, ce qui devrait renforcer la croissance et la capacité de résistance à long terme de la zone euro.

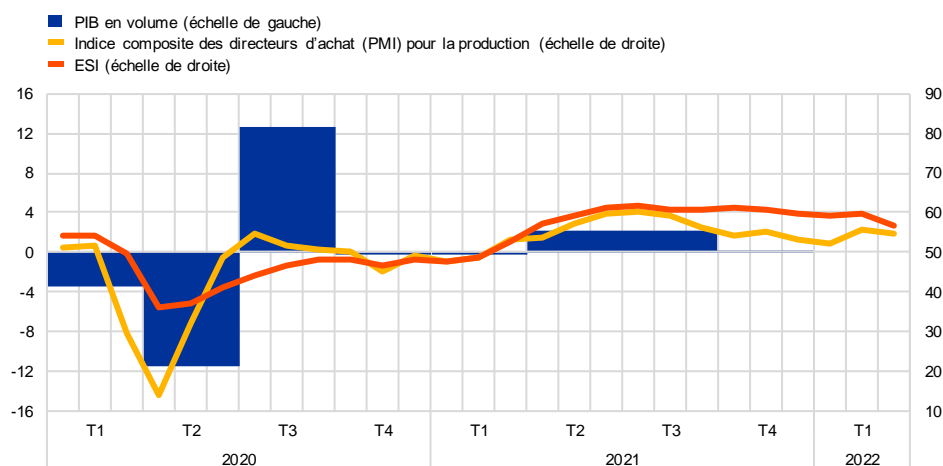
Le PIB en volume de la zone euro s'est ralenti au dernier trimestre 2021, après le dynamisme plus soutenu observé au cours des deux trimestres précédents.

La croissance de la production s'est modérée pour s'établir à 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre de l'année dernière, après les chiffres plus élevés enregistrés au deuxième et au troisième trimestre (graphique 4). Ce résultat est conforme à l'estimation rapide. Le PIB se situe désormais 0,2 % au-dessus du pic pré-pandémique observé au dernier trimestre 2019 et l'acquis de croissance par rapport à la croissance annuelle cette année est estimé à 1,9 %. La demande intérieure et la variation des stocks ont apporté une contribution positive à la croissance au quatrième trimestre, alors que les exportations nettes ont eu un impact négatif. En dépit du recul observé en Allemagne, la hausse de la production observée au quatrième trimestre a été généralisée à l'ensemble des pays. Selon la dernière estimation pour 2021, la croissance du PIB ressort à 5,3 %, soit la hausse annuelle la plus forte depuis le début des années 1970. Du côté de la production, la valeur ajoutée totale s'est inscrite en légère hausse, augmentant de 0,1 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre. La valeur ajoutée dans l'industrie hors construction est demeurée inchangée, tout comme dans le secteur des services, tandis que dans la construction, elle a augmenté de 1,1 %.

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



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

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

La croissance devrait être demeurée faible au premier trimestre 2022 en raison de la vague Omicron, de la nouvelle hausse des coûts de l'énergie et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Le ralentissement de l'activité au quatrième trimestre de l'année dernière et les anticipations d'une poursuite de la croissance à un rythme modéré au premier trimestre de cette année sont cohérents avec les nouvelles restrictions mises en œuvre face à la propagation rapide du variant Omicron du coronavirus. Tandis que cette évolution concerne principalement les services, l'invasion de l'Ukraine par la Russie aura également des conséquences négatives sur l'activité globale – en particulier dans le secteur industriel – à court terme. En outre, tandis que les perturbations causées par la pandémie au niveau des chaînes d'approvisionnement avaient montré des signes d'atténuation avant le déclenchement de la guerre, des éléments indiquent que les goulets d'étranglement s'accroissent de nouveau (sous l'effet, par exemple, d'une nouvelle série de mesures prises en Asie face à la pandémie). En outre, les coûts élevés de l'énergie pèsent sur le pouvoir d'achat des ménages et constituent un facteur défavorable supplémentaire pour la consommation privée et l'activité économique. Les informations provenant des entreprises du secteur non financier confirment largement cette analyse globale des perspectives à court terme (encadré 2).

Les données disponibles confortent l'opinion selon laquelle la croissance a été modérée au début de cette année.

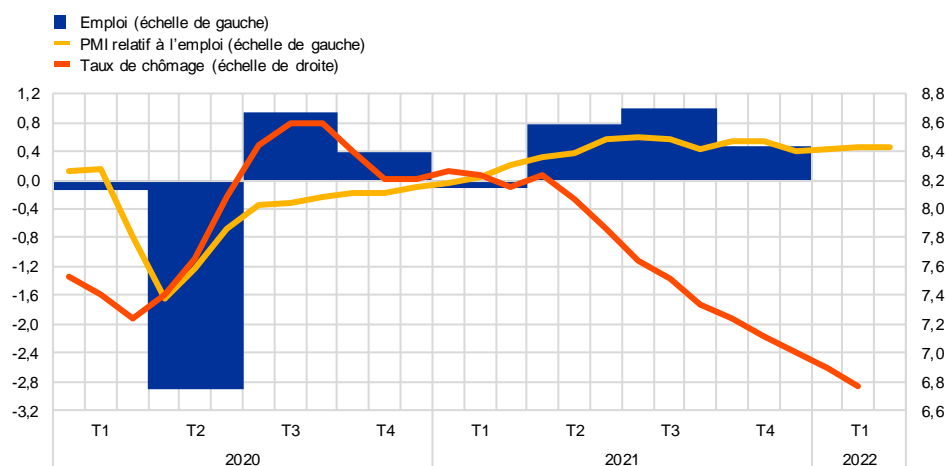
En janvier 2022, le niveau de la production industrielle est demeuré inchangé par rapport à décembre 2021, s'établissant 1,6 % au-dessus du niveau moyen pour le quatrième trimestre. Toutefois, l'impact des évolutions actuelles en Ukraine est visible dans les données d'enquêtes plus rapidement disponibles. Par exemple, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production est revenu à 54,9 en mars, après 55,5 en février, recul qui s'explique intégralement par un ralentissement dans le secteur manufacturier. Dans le même

temps, l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs, qui rend compte des perturbations de la chaîne d'approvisionnement dans le secteur manufacturier, s'est de nouveau détérioré, revenant au niveau observé fin 2021. En outre, l'indice composite relatif aux anticipations à 12 mois des entreprises a chuté en mars, soit la deuxième baisse la plus importante depuis la création de cet indice en 2012. L'indicateur du climat économique (ESI) a lui aussi fortement diminué en mars en raison de l'invasion de l'Ukraine. Sa moyenne pour le premier trimestre est inférieure au chiffre équivalent pour le quatrième trimestre 2021, mais demeure supérieure à la moyenne de long terme ainsi qu'au niveau d'avant la pandémie. En mars, le climat s'est détérioré dans presque tous les pays de la zone euro. D'après la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#) (conduite début avril), la croissance trimestrielle dans la zone euro s'établit à 0,2 % au premier trimestre, soit une nette révision à la baisse par rapport à la précédente campagne, qui avait été menée début janvier.

Le taux de chômage dans la zone euro continue de baisser, bien que le nombre total d'heures travaillées demeure inférieur aux niveaux pré-pandémiques. Le taux de chômage est ressorti à 6,8 % en février 2022, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en janvier et environ 0,6 point de pourcentage de moins que le niveau observé avant la pandémie en février 2020 (graphique 5). Sous l'effet de l'assouplissement des mesures d'endiguement liées à la pandémie, les travailleurs concernés par les dispositifs de maintien de l'emploi représentaient 1,3 % de la population active en février 2022, en recul par rapport à 1,6 % environ en décembre 2021. Les dernières données de comptes nationaux indiquent que, au quatrième trimestre 2021, le nombre total d'heures travaillées est demeuré inférieur à ses niveaux pré-pandémiques, en particulier dans le secteur industriel et les services marchands, reflétant le maintien de ces dispositifs de soutien à l'emploi.

Graphique 5
Emploi, indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi et taux de chômage dans la zone euro

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



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

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

Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail ont continué de s'améliorer au premier trimestre, sur fond de premiers signes de détérioration à venir. L'indicateur composite mensuel des directeurs d'achat relatif à l'emploi est ressorti à 54,7 en mars, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en février, demeurant ainsi au-dessus du seuil de 50 qui indique une hausse de l'emploi. L'indicateur des directeurs d'achat relatif à l'emploi s'est nettement redressé depuis son point bas historique d'avril 2020 et indique une expansion pour le 14^e mois de suite. Concernant les évolutions dans les différents secteurs, l'indicateur des directeurs d'achat relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier montre une détérioration en mars, tandis que celui relatif aux services continue de signaler une croissance robuste de l'emploi. Dans le même temps, les dernières données d'enquêtes de la Commission européenne sur les anticipations des entreprises relatives à l'emploi et sur les anticipations des travailleurs relatives au chômage montrent que l'invasion de l'Ukraine par la Russie pourrait déjà peser sur la dynamique du marché du travail au deuxième trimestre 2022.

Après s'être contractée fin 2021, la consommation privée devrait être demeurée faible en début d'année, dans un contexte de flambées des prix de l'énergie et de niveaux élevés d'incertitude. Si la levée des restrictions liées à la pandémie a soutenu l'activité, en particulier dans le secteur des services, la flambée des prix de l'énergie qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie entame le revenu disponible réel des ménages et érode la confiance des consommateurs. Dans ce contexte, la confiance des consommateurs a diminué en mars, atteignant son plus bas niveau depuis le début de la pandémie. Dans le même temps, la dernière enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs indique une forte détérioration des anticipations des ménages concernant leur situation économique et financière au cours des 12 prochains mois, en raison de l'augmentation de l'inflation et du net regain d'incertitude lié à la guerre en Ukraine. Bien que l'incertitude accrue puisse amener les ménages à accroître leur épargne de précaution, la très forte hausse des prix de l'énergie pourrait être en partie amortie, à un niveau agrégé, par une réduction de l'excédent d'épargne. C'est ce que corroborent des données récentes en mars, qui signalent une forte baisse de l'intention des ménages d'épargner au cours des 12 prochains mois (comme indiqué dans l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs), ainsi que la baisse du taux d'épargne au quatrième trimestre 2021, à 13,3 % après 15 % au troisième trimestre. Néanmoins, la persistance de coûts de l'énergie élevés, conjuguée à une perte de confiance, devrait freiner la consommation à court terme (cf. l'article 1 pour des informations plus détaillées sur la manière dont les prix de l'énergie influent sur la consommation privée) et rendre la reprise plus fragile et plus inégale. Les ménages à bas revenus seront probablement les plus affectés car ils tendent à consacrer une part plus importante de leur revenu à l'énergie et ont accumulé des stocks moins importants d'épargne durant la pandémie (encadré 3). À moyen terme, la consommation privée devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique, bénéficiant de solides conditions sous-jacentes avec la réouverture des économies et la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail.

L'investissement des entreprises devrait avoir poursuivi sa hausse au premier trimestre 2022, mais les perspectives sont devenues plus incertaines.

L'investissement hors construction a augmenté de 6,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2021 en raison des actifs incorporels – pour l'essentiel, mais pas uniquement, en Irlande – ainsi que des transports et autres machines et équipements. S'agissant du premier trimestre 2022, la production de biens d'équipement en janvier s'est établie 1,7 % au-dessus du niveau moyen pour le quatrième trimestre 2021. Cette hausse, combinée à des données d'enquêtes robustes concernant les commandes et les prévisions de production sur la majeure partie du premier trimestre, ainsi qu'à une demande de prêts positive – mais qui s'affaiblit –, indique une augmentation de l'investissement au premier trimestre de l'année. Concernant la période à venir, l'incertitude s'est accentuée, et l'invasion de l'Ukraine par la Russie devrait freiner l'investissement en raison des coûts de l'énergie plus élevés, de l'intensification des goulets d'étranglement au niveau de la chaîne d'approvisionnement et de l'incertitude accrue. En revanche, la croissance de l'investissement des entreprises sera favorisée par les niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, ainsi que par le financement au titre de l'initiative *Next Generation EU*, destinée à soutenir la transformation numérique, la R&D, les infrastructures et la transition vers une économie verte.

L'investissement immobilier résidentiel a continué d'être soutenu par une forte demande au premier trimestre, tandis que les contraintes d'offre devraient s'accroître en raison de la guerre.

Après un rebond de l'investissement immobilier résidentiel dans la zone euro au quatrième trimestre 2021, plusieurs indicateurs à court terme vont dans le sens d'une poursuite de cette dynamique au premier trimestre 2022. Par exemple, en janvier, la production dans la construction d'immeubles a été supérieure de 3,0 % à la moyenne pour le quatrième trimestre. Dans le même temps, au premier trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction résidentielle a poursuivi, en moyenne, sa progression en territoire expansionniste, et l'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction a fortement augmenté. D'après les données d'enquêtes sur les limites pesant sur la production, le redressement dans le secteur de la construction résulte d'une diminution des contraintes liées à la demande, tandis que les contraintes d'offre se sont accrues en raison des pénuries de main-d'œuvre et de matériaux. Dans le même temps, cependant, l'invasion de l'Ukraine a entraîné un degré élevé d'incertitude concernant les perspectives en matière d'investissement immobilier résidentiel au deuxième trimestre. D'une part, la poursuite de la guerre devrait accentuer les pénuries de matériaux et les hausses des coûts des intrants, freinant ainsi la production dans la construction, comme le reflète le fait que, en mars, l'indice des directeurs d'achat relatif aux anticipations des entreprises du secteur de la construction ait baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction. D'autre part, cependant, les importants stocks de liquidité détenus par les ménages et le dynamisme actuel des prix des logements pourraient continuer de soutenir la demande.

Les échanges commerciaux de la zone euro ont continué de se redresser en janvier, mais les perspectives à court terme se sont nettement détériorées. En

janvier, les exportations nominales de biens hors zone euro ont affiché un rebond après un recul en décembre, tandis que les importations de biens hors zone euro ont continué d'augmenter. Le solde des échanges de biens est resté déficitaire en raison du coût plus élevé des importations d'énergie. Tandis que les données relatives aux échanges commerciaux pour janvier indiquent une atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, soutenant la croissance des exportations, en mars, le nombre de biens bloqués dans les ports au niveau mondial a augmenté, tout comme le coût du transport maritime en raison des confinements liés à la pandémie en Chine et de l'invasion de l'Ukraine, suggérant que cette amélioration est probablement arrivée à son terme. En mars, les indicateurs prospectifs des exportations du secteur manufacturier ont baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction, sous l'effet de la baisse de la demande résultant de l'invasion de l'Ukraine et des sanctions imposées à la Russie. De même, l'indice des directeurs d'achat pour les commandes à l'exportation dans le secteur des services est devenu inférieur au seuil indiquant une contraction en dépit de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie. Toutefois, les indicateurs relatifs aux réservations de voyages indiquent une poursuite de la reprise en prévision de la saison d'été, en particulier s'agissant des voyages intra-zone euro.

Bien que plusieurs facteurs aillent dans le sens d'une croissance lente au cours de la période à venir, des facteurs agissent également en sens inverse et soutiennent la reprise en cours. Les résultats de la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels montrent que, depuis la campagne d'enquête précédente, les prévisions de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2022 ainsi que pour 2023. Bien que la guerre constitue un facteur majeur pesant sur les perspectives pour l'économie de la zone euro, d'autres facteurs devraient soutenir la reprise en cours (comme les mesures budgétaires destinées à compenser ces difficultés et la possibilité pour les ménages de recourir à l'épargne accumulée pendant la pandémie). En outre, la réouverture des secteurs ayant le plus pâti de la pandémie ainsi que le dynamisme du marché du travail, avec un plus grand nombre de personnes disposant d'un emploi, continueront de soutenir les revenus et les dépenses. Un soutien budgétaire et monétaire reste crucial, en particulier dans cet environnement géopolitique difficile. Par ailleurs, une mise en œuvre réussie des plans d'investissement et de réforme prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* accélérera les transitions énergétique et écologique, ce qui devrait renforcer la croissance et la capacité de résistance à long terme de la zone euro.

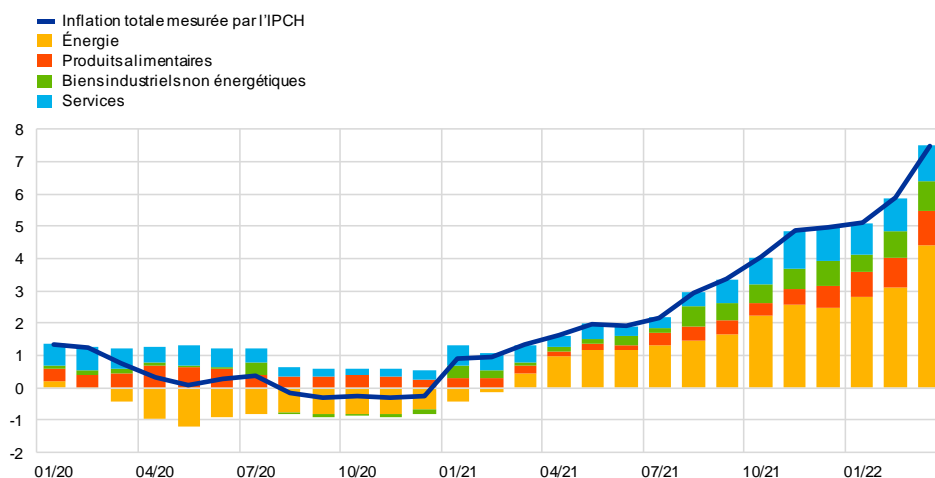
3 Prix et coûts

L'inflation s'est accélérée, ressortant à 7,5 % en mars selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 5,9 % en février. Les prix de l'énergie ont augmenté après le déclenchement de la guerre et, en mars, ils se sont établis 45 % au-dessus de leur niveau d'il y a un an. Les prix de l'énergie ont continué d'être la raison principale du taux élevé de l'inflation totale. Les indicateurs extraits des instruments de marché suggèrent que les prix de l'énergie demeureront élevés à court terme mais qu'ils se modéreront quelque peu ensuite. Les prix des produits alimentaires ont aussi nettement progressé, reflétant d'importants coûts de transport et de production, en particulier le renchérissement des engrais, liés en partie à la guerre en Ukraine. Les hausses de prix sont désormais plus généralisées. Les coûts de l'énergie accroissent les prix dans de nombreux secteurs. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la normalisation de la demande à mesure de la réouverture de l'économie continuent également d'exercer des tensions haussières sur les prix. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux supérieurs à 2 % au cours des derniers mois. Étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie, il est difficile de savoir combien de temps l'augmentation de ces indicateurs persistera

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH a continué de s'accroître fortement en mars 2022, ressortant à 7,5 % (graphique 6). Cette forte hausse de 1,6 point de pourcentage depuis février reflète partiellement l'impact de la guerre en Ukraine. À cet égard, la hausse de l'inflation totale résulte principalement du niveau élevé des prix de l'énergie, même si les prix des produits alimentaires et l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) ont aussi augmenté. La croissance de l'IPCHX est ressortie à 3,0 % en mars, reflétant la dynamique des prix des services et des biens industriels non énergétiques.

Graphique 6 Inflation totale et ses composantes principales

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

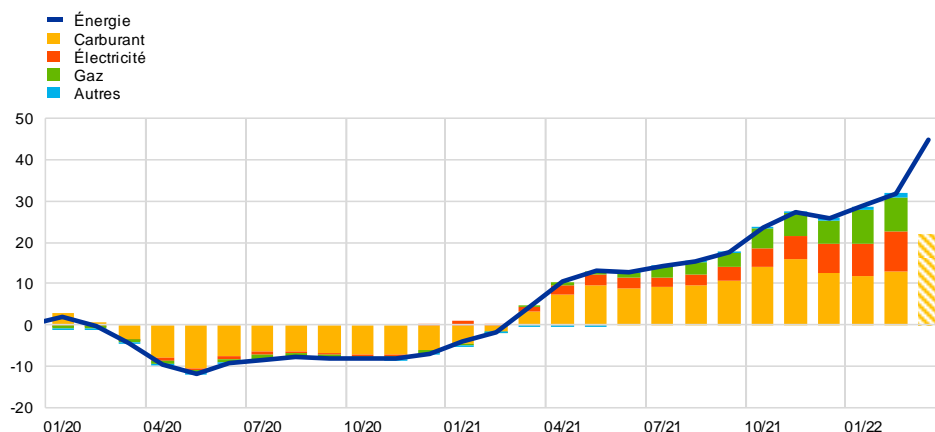


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2022.

La hausse des prix de l'énergie a atteint un nouveau point haut de 44,7 % en mars, après 32,0 % le mois précédent (graphique 7). Les taux de variation annuels des prix de l'énergie depuis septembre 2021 ont tous été les plus élevés observés depuis la création de l'Union monétaire. Les données allant jusqu'à février suggèrent que les tarifs du gaz et de l'électricité ont été les principaux facteurs de la hausse des prix de l'énergie au cours des premiers mois de 2022, les prix de l'électricité reflétant en partie les hausses des prix d'autres matières premières énergétiques. Il est également probable que les coûts des carburants destinés aux véhicules personnels, ainsi que le niveau élevé des marges de raffinage et de distribution, aient apporté une plus forte contribution en mars. Les facteurs à l'origine des dernières augmentations des prix de l'énergie sont liés à l'invasion russe de l'Ukraine et aux préoccupations qui y sont associées concernant de possibles perturbations de l'offre d'énergie. L'énergie étant un intrant de la production et de la distribution, les fortes hausses des coûts de l'énergie au cours des derniers mois ont probablement aussi contribué au renchérissement d'autres composantes de l'IPCH, notamment des produits alimentaires et des biens industriels non énergétiques (qui sont ressortis à 5,0 % et 3,4 %, respectivement, en mars). La guerre en Ukraine exerce également des tensions à la hausse sur les prix des produits alimentaires car la Russie et l'Ukraine sont d'importants exportateurs de céréales ainsi que de minéraux utilisés dans la production d'engrais. L'accroissement des tensions sur les prix de l'énergie au niveau des consommateurs a en partie été atténué par des mesures fiscales mises en place par les gouvernements de la zone euro.

Graphique 7
IPCH pour l'énergie et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

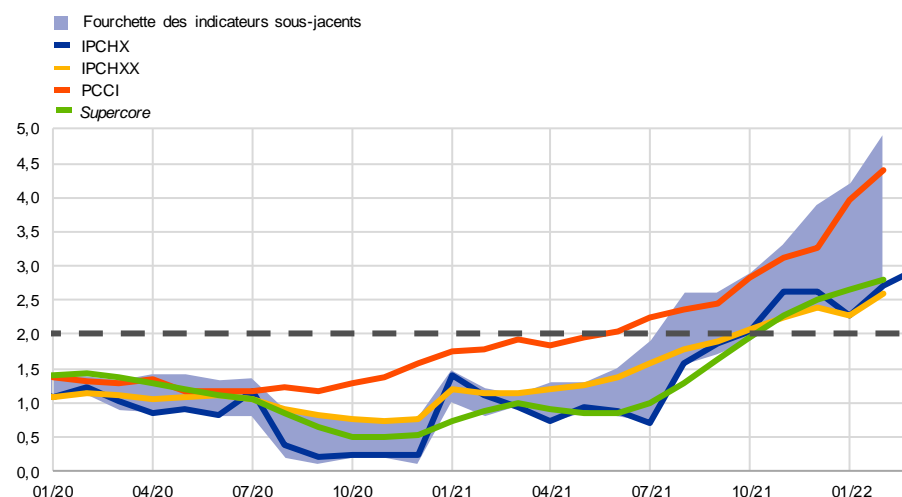
Notes : Les dernières observations relatives à l'IPCH pour l'énergie se rapportent à mars 2022. La contribution en points de pourcentage des carburants pour mars 2022 est une estimation des services de la BCE sur la base des données tirées du [Bulletin pétrolier](#) hebdomadaire publié le 8 avril. Les dernières observations pour le reste des séries se rapportent à février 2022.

Les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux supérieurs à 2 % ces derniers mois, mais il est difficile de savoir combien de temps persistera l'augmentation de ces indicateurs étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie. Les mesures de l'inflation qui cherchent à exclure l'impact des composantes volatiles et des facteurs temporaires ont encore augmenté

ces derniers mois (graphique 8). L'inflation mesurée par l'IPCHX s'est accélérée, ressortant à 3,0 % en mars, après 2,7 % en février. Les données relatives aux autres mesures de l'inflation sous-jacente ne sont disponibles que jusqu'en février. Au cours de ce mois, l'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui exclut les postes liés aux voyages, à l'habillement et à la chaussure ainsi que l'énergie et les produits alimentaires) a augmenté de 2,6 %, contre 2,3 % en janvier, lorsqu'elle s'est temporairement modérée. Dans le même temps, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) fondée sur un modèle est ressortie à 4,4 %, après 4,0 % en janvier (tandis que la PCCI hors énergie s'est établie à 2,7 %, après 2,4 % en janvier). L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, s'est également inscrit en légère hausse, à 2,8 % après 2,6 % en janvier. Il est difficile de savoir combien de temps persistera l'augmentation de ces indicateurs étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie. Pour l'avenir, les évolutions des salaires seront un facteur clé de la dynamique future de l'inflation sous-jacente. Les dernières données disponibles (pour le quatrième trimestre 2021) continuent d'indiquer une croissance annuelle relativement modérée des salaires négociés (1,6 %) et des salaires effectifs, la croissance de la rémunération horaire et la croissance de la rémunération par tête ressortant à 1,1 % et 3,5 %, respectivement, bien que cette dernière soit considérablement biaisée à la hausse en raison de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi.

Graphique 8 Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX (IPCH hors énergie et produits alimentaires), l'IPCHXX (IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, à l'habillement et à la chaussure), les moyennes tronquées à 10 % et à 30 % et la médiane pondérée. Les dernières observations se rapportent à février 2022 à la seule exception de l'IPCHX (qui a été obtenu à partir de l'estimation rapide de mars 2022).

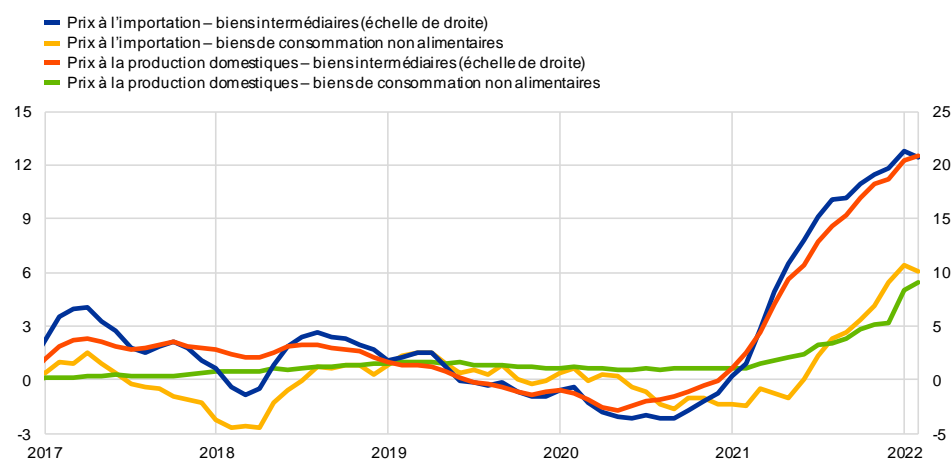
Les tensions ont continué de s'accumuler en amont sur les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques, les indicateurs atteignant des niveaux record même s'ils ne reflètent encore que partiellement l'impact de la guerre en Ukraine (graphique 9). Les tensions sur les coûts ont

continué de s'accroître en février par rapport à un an auparavant, sous l'effet d'augmentations des prix mondiaux des matières premières, et en particulier des prix de l'énergie. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et le redressement de la demande au niveau mondial ont également contribué aux tensions sur le coût des intrants. En amont de la chaîne des prix, le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes de biens intermédiaires dans la zone euro a atteint 20,8 % en février, après 20,5 % le mois précédent. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires a légèrement diminué, passant du point haut de 21,2 % en janvier à 20,7 % en février. Les tensions s'exercent en outre de façon plus importante en aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro atteignant un nouveau point haut historique, à 5,4 % en février, après 5,0 % un mois avant. La hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est modérée à 6,1 % en février, après s'être établie à 6,4 % en janvier. Ces évolutions des prix à l'importation et à la production des biens de consommation non alimentaires suggèrent que les tensions sur la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH devraient s'atténuer à court terme.

Graphique 9

Indicateurs des tensions le long de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2022.

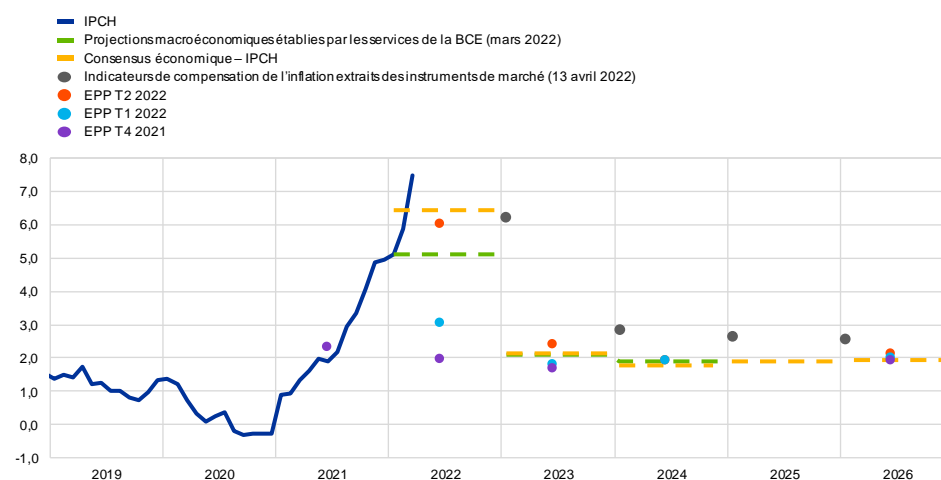
Si diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées des marchés financiers et d'enquêtes auprès d'experts ressortent, pour la plupart, à environ 2 %, les premiers signes de révision de ces mesures à un niveau supérieur à l'objectif doivent être surveillés de près. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché – qui estiment les taux d'inflation futurs de l'IPCH hors tabac en glissement annuel – suggèrent désormais que l'inflation dans la zone euro atteindra un pic de 8 % environ au troisième trimestre 2022. Elle devrait diminuer légèrement au-dessous de 7 % d'ici fin 2022, soit plus d'un point de pourcentage de plus qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, avant de se stabiliser légèrement au-dessus de 2,5 % en 2025. En outre, les mesures de la compensation de l'inflation à plus long

terme ont encore dépassé la cible de la BCE, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ayant augmenté de 23 points de base au cours de la période sous revue et ayant atteint des niveaux supérieurs à 2,3 % pour la première fois depuis mi-2013. Dans l'ensemble, les marchés intègrent dans leurs anticipations une hausse plus persistante de l'inflation dans la zone euro. Cependant, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des anticipations d'inflation effectives des intervenants de marché, car elles contiennent les primes de risque sur l'inflation qui compensent l'incertitude entourant l'inflation. Actuellement, ces primes sont jugées positives, ce qui implique que les anticipations d'inflation effectives sont estimées comme étant plus basses et plus proches de 2 % que les simples valeurs des mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché. Selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2022, réalisée entre le 1^{er} et le 4 avril, les anticipations moyennes d'inflation à plus long terme (pour 2026) ont encore augmenté, ressortant à 2,1 %, après 2,0 % lors de la campagne d'enquête de janvier.

Graphique 10

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La série relative aux indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 13 avril 2022. L'enquête EPP pour le deuxième trimestre 2022 a été réalisée entre le 1^{er} et le 4 avril 2022. S'agissant des prévisions du Consensus économique, la date d'arrêt pour 2024, 2025 et 2026 est le 10 janvier 2022 et celle pour 2022 et 2023, le 14 mars 2022. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de la BCE est le 2 mars 2022.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue (du 10 mars au 13 avril 2022), les marchés financiers mondiaux ont poursuivi leur rebond par rapport aux fortes baisses enregistrées après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le sentiment général à l'égard du risque s'est amélioré dans une certaine mesure. La courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) s'est encore pentifiée, avançant à septembre 2022 la date anticipée par les marchés pour un premier relèvement de 25 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Cela fait suite à l'annonce, en mars, que le Conseil des gouverneurs a révisé le calendrier des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) pour les mois à venir et que les achats nets au titre de l'APP s'arrêteraient au troisième trimestre si les données à venir confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, même après la fin de ses achats nets d'actifs. Après cette même réunion, le Conseil des gouverneurs a également annoncé que toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE interviendrait quelque temps après la fin de ses achats nets au titre de l'APP et serait progressive. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont fortement augmenté au cours de la période sous revue de part et d'autre de l'Atlantique, tandis que les variations des écarts de rendement des obligations souveraines sont restées très limitées. Les marchés des actifs risqués de la zone euro ont largement récupéré les pertes qui s'étaient accumulées depuis le début de la guerre, les écarts de rendement des obligations d'entreprises ayant substantiellement diminué et les prix des actions s'étant inscrits en nette hausse au cours de la période sous revue. L'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux.

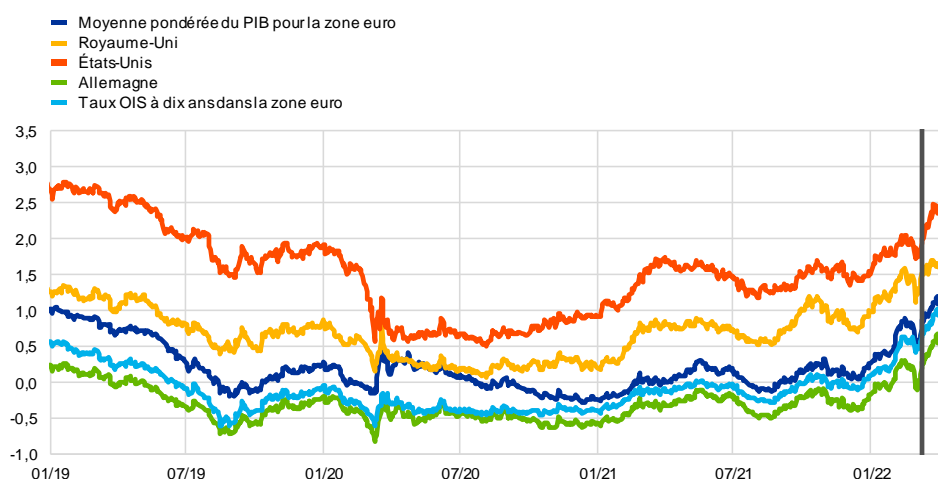
La courbe des taux à terme de l'€STR pour les compartiments à court et moyen terme s'est nettement déplacée vers le haut après la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, ce qui suggère que les intervenants de marché ont significativement révisé leurs anticipations d'un premier relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) basés sur le taux de référence à court terme €STR s'est nettement pentifiée à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, inversant l'aplatissement substantiel observé peu après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La pentification suggère que les intervenants de marché ont révisé leurs anticipations relatives à la politique monétaire dans le contexte d'un accroissement des tensions inflationnistes et de l'annonce que le Conseil des gouverneurs a révisé le calendrier des achats nets dans le cadre de l'APP et que, si les données à venir confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, même après la fin de ses achats nets d'actifs, le Conseil des gouverneurs mettrait un terme aux achats nets dans le cadre de l'APP au troisième trimestre. La date anticipée par le marché pour un premier relèvement de 25 points de base des taux directeurs a été avancée à septembre 2022, soit près de deux mois plus tôt que la date estimée au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. L'€STR s'est établi en moyenne à – 58 points de base au cours de la période sous revue, tandis que l'excédent de liquidité s'est accru de 68 milliards d'euros approximativement pour ressortir à 4 545 milliards.

Les rendements des obligations à long terme de la zone euro ont considérablement augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, parallèlement aux évolutions des taux à court terme (graphique 11). Au cours de la période sous revue, les rendements moyens pondérés du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et les rendements des obligations souveraines allemandes à dix ans ont augmenté de 60 points de base et 58 points de base, respectivement, pour s'établir à 1,35 % et 0,77 %, niveaux observés pour la dernière fois fin 2018. La réévaluation du risque mondial par les investisseurs – qui l'ont considéré plus faible par rapport aux niveaux extraordinaires atteints immédiatement après l'invasion de l'Ukraine par la Russie et juste avant la réunion du Conseil des gouverneurs de mars – et les préoccupations à l'égard des tensions inflationnistes ont probablement contribué à l'augmentation des rendements des obligations à long terme dans la zone euro et à l'échelle mondiale. Au cours de la période sous revue, les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis ont augmenté globalement de pair avec les taux de la zone euro, de 55 points de base pour ressortir à 2,55 %, tandis que, au Royaume-Uni, ils ont augmenté de 13 points de base pour s'établir à 1,65 %. Alors que les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont globalement reflété les taux sans risque, les écarts de rendement par rapport au taux OIS sont demeurés relativement stables. L'écart de rendement agrégé des obligations souveraines à dix ans pondéré du PIB dans la zone euro a diminué de 3 points de base, revenant à 0,13 %, en partie sous l'effet d'une baisse de 23 points de base des écarts de rendement souverains à dix ans en Grèce, car ce pays a bénéficié d'un relèvement de sa notation de crédit et il a remboursé avec deux ans d'avance un prêt accordé par le Fonds monétaire international.

Graphique 11

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (10 mars 2022). Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2022.

L'amélioration du sentiment à l'égard du risque par rapport aux premiers jours suivant l'invasion russe de l'Ukraine a contribué à la diminution des écarts de

rendement des obligations d'entreprises, qui sont revenus à des niveaux observés avant la guerre. Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les sociétés non financières ont diminué de 16 points de base pour s'établir à 53 points de base, tandis que ceux des obligations émises par les sociétés financières ont encore baissé davantage. Bien qu'ils soient proches de leurs moyennes d'avant la pandémie, les écarts de rendement demeurent légèrement supérieurs aux niveaux observés en 2021, ce qui pourrait indiquer un ralentissement progressif de la reprise économique à la suite de la pandémie. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations d'entreprises font preuve de stabilité malgré la normalisation attendue de la politique monétaire.

Les marchés boursiers de la zone euro ont largement récupéré les pertes qu'ils avaient enregistrées au début de la guerre en Ukraine, malgré une hausse des taux d'actualisation et une baisse des anticipations de croissance des bénéficiers, à la faveur d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque.

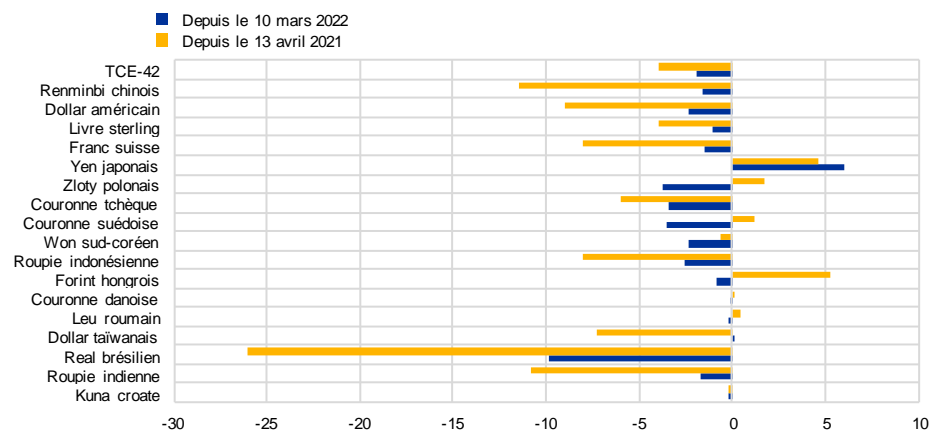
Compte tenu de la détérioration des indicateurs de confiance relatifs aux perspectives économiques, il est possible que l'amélioration du sentiment à l'égard du risque reflète une réévaluation, au cours de la période sous revue, du risque d'une nouvelle intensification de la guerre en Ukraine. Les prix des actions des banques et des sociétés non financières de la zone euro ont augmenté de 4,4 % et 5,2 %, respectivement, malgré une hausse significative des taux sans risque du fait de l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire. Les anticipations des analystes relatives à la croissance à long terme des bénéficiers des entreprises cotées ont diminué dans une certaine mesure, mais sont demeurées à des niveaux élevés. Aux États-Unis, les prix des actions des sociétés non financières ont enregistré une hausse plus importante que dans la zone euro, progressant de 4,8 %. Toutefois, les prix des actions des banques aux États-Unis, qui ont connu un rebond par rapport aux bas niveaux enregistrés au début de la guerre, se sont inversés vers la fin mars, ressortant en baisse de 4,7 % à la fin de la période sous revue.

Sur les marchés des changes, l'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux, reflétant un affaiblissement vis-à-vis de la plupart des grandes devises (graphique 12). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,9 %. Cette évolution reflète une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (de 2,3 %) – dans un contexte d'anticipations accrues d'une accélération du rythme de durcissement monétaire et à la suite du premier relèvement opéré depuis plus de trois ans par le Système fédéral de réserve de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux – et vis-à-vis des devises d'autres grandes économies, notamment de la livre sterling (de 1,1 %) et du franc suisse (de 1,5 %). L'euro s'est également déprécié par rapport aux devises de la plupart des économies de marché émergentes, notamment au renminbi chinois (de 1,6 %), mais s'est fortement apprécié vis-à-vis du yen japonais (de 6,0 %) en raison d'une hausse des anticipations selon lesquelles la Banque du Japon resserrera sa politique monétaire à un rythme nettement plus lent que d'autres grandes banques centrales.

Graphique 12

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 13 avril 2022.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Les conditions de financement et de crédit des banques se sont durcies, dans un contexte d'incertitude accrue quant aux perspectives économiques et d'anticipations d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire. S'ils restent à de bas niveaux, les taux d'intérêt des prêts accordés aux entreprises et aux ménages commencent à refléter la remontée des taux de marché. D'après les dernières données (à mi-avril), le coût du financement de marché pour les entreprises a continué d'augmenter, quoique à un rythme plus lent qu'au cours des deux mois précédents. Les prêts aux ménages se maintiennent (en particulier pour l'achat de logements), tandis que les flux de prêts aux entreprises se sont stabilisés. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique un durcissement global des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages au premier trimestre de l'année, les prêteurs s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans un environnement incertain. Les critères d'octroi devraient continuer de se durcir dans les mois à venir sous l'effet de la prise en compte par les banques des retombées économiques négatives de la guerre en Ukraine et du renchérissement de l'énergie. Si la création monétaire est revenue à un niveau proche de sa moyenne de long terme, l'accumulation de dépôts par les entreprises et les ménages reste plus forte qu'avant la pandémie.

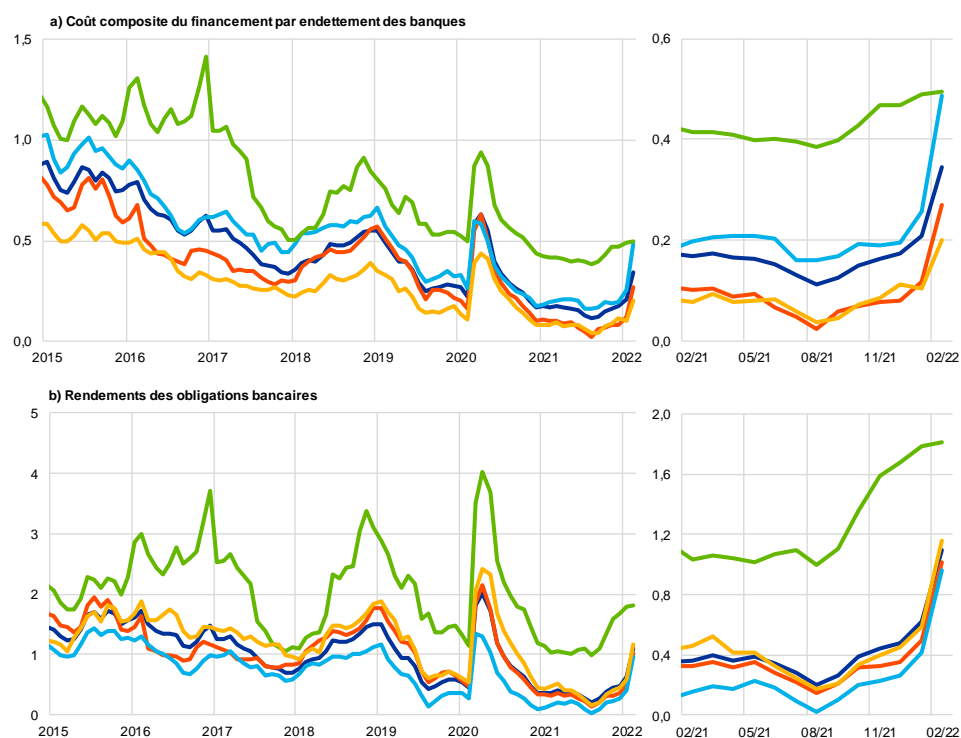
Les coûts de financement des banques de la zone euro ont augmenté ces derniers mois dans un contexte d'anticipations d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire. En février, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a fortement augmenté (graphique 13, partie a). Cette évolution résulte essentiellement d'une hausse des rendements des obligations bancaires (graphique 13, partie b) qui reflètent, quant à eux, un net accroissement des taux sans risque. Dans le même temps, les taux sur les dépôts, qui représentent une large part du financement des banques, sont restés stables et proches de leurs points bas historiques, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ayant également procuré des liquidités aux banques à des conditions favorables. Jusqu'ici, le recours important des banques à ces autres sources de financement a limité la tension à la hausse sur leurs coûts de financement totaux. Toutefois, la récente hausse des taux de marché pour toutes les échéances suggère que les coûts de financement des banques seront soumis à des tensions à la hausse plus fortes au cours des prochains mois.

Graphique 13

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

(pourcentages annuels)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée des coûts des dépôts et du financement de marché non sécurisé. 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 février 2022.

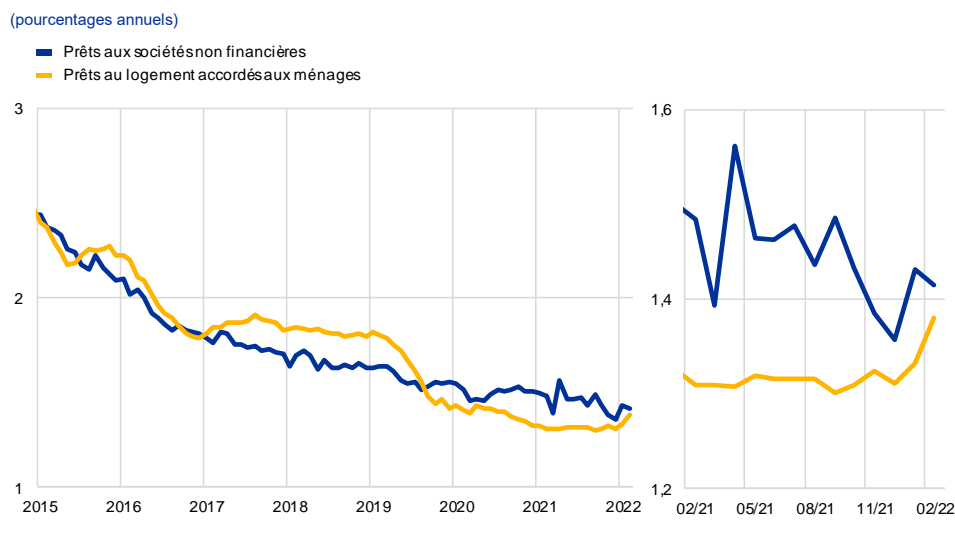
Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages commencent à refléter la remontée des taux de marché, même s'ils demeurent à de bas niveaux (graphique 14).

La forte augmentation qu'ont récemment connue les rendements de la zone euro a exercé une pression à la hausse sur les taux débiteurs domestiques, mais la transmission a été très limitée jusqu'ici, les conditions de financement des entreprises et des ménages demeurant favorables. En février, le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement accordés par les banques aux ménages a augmenté modérément pour s'établir à 1,38 %, tandis que le taux équivalent pour les prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) est demeuré globalement inchangé, à 1,41 %. La hausse des taux hypothécaires a concerné l'ensemble des pays de la zone euro. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et les taux sur les prêts de montant élevé est resté globalement inchangé dans un contexte d'hétérogénéité d'un pays à l'autre et s'est maintenu à un niveau inférieur à ceux d'avant la pandémie. Jusqu'ici, les mesures de politique monétaire de la BCE ont empêché un durcissement généralisé des conditions de financement, qui aurait

amplifié l'impact négatif, sur l'économie, de la pandémie et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Au cours des prochains trimestres, toutefois, la hausse des coûts de financement des banques pourrait se traduire par des augmentations plus significatives des taux d'intérêt des prêts accordés aux entreprises et aux ménages.

Graphique 14

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages



Source : BCE.

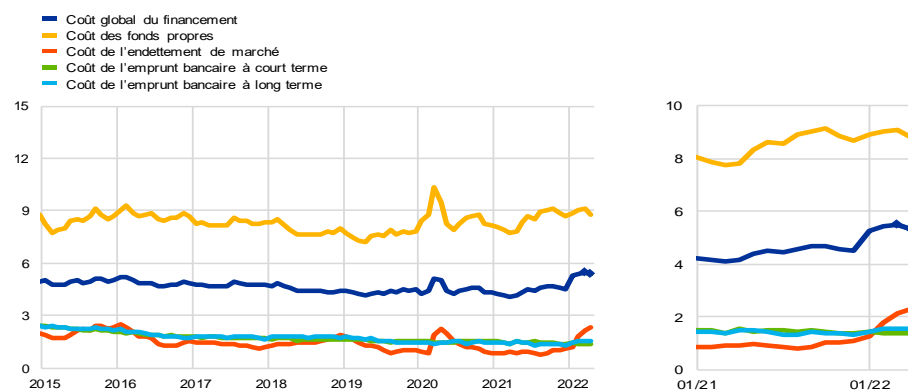
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les dernières observations se rapportent à février 2022.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de la mi-mars, le coût de l'endettement de marché pour les SNF a légèrement augmenté, tandis que celui des fonds propres a fortement baissé. Selon les estimations, même si le coût de l'emprunt bancaire est demeuré à son niveau de février, le coût du financement externe s'est inscrit en baisse, pour s'établir à 5,4 % le 13 avril 2022, contre 5,5 % mi-mars (graphique 15). Cela représente une baisse par rapport à certains des niveaux observés plus tôt cette année, mais demeure bien supérieur à la plupart des taux enregistrés en 2020 et 2021, et proche du pic conjoncturel observé en mars 2020. Toutefois, si la pression à la hausse sur les taux débiteurs entraîne une augmentation du coût de l'emprunt bancaire, le coût global du financement externe sera plus élevé que l'estimation citée ci-dessus. La légère augmentation du coût de l'endettement de marché s'explique par une forte hausse du taux sans risque, qui a plus que compensé la réduction des écarts de rendement des obligations des sociétés non financières. Une amélioration du sentiment à l'égard du risque, dans un contexte de confiance croissante que les affrontements en Ukraine ne s'intensifieront pas, s'est également reflétée sur le marché d'actions, sous la forme d'une forte réduction de la prime de risque sur actions. Cette réduction a à son tour entraîné une baisse significative du coût des fonds propres, malgré la hausse du taux d'actualisation.

Graphique 15

Coût nominal du financement externe pour les SNF de la zone euro par composante

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût global du financement des SNF est calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les losanges bleu foncé indiquent des prévisions en temps réel (*nowcast*) du coût global du financement en mars et avril 2022 (y compris les données jusqu'au 13 avril 2022), en faisant l'hypothèse que le coût de l'emprunt auprès des banques demeure à son niveau de février 2022. Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle de données quotidiennes), au 8 avril 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à février 2022 pour le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

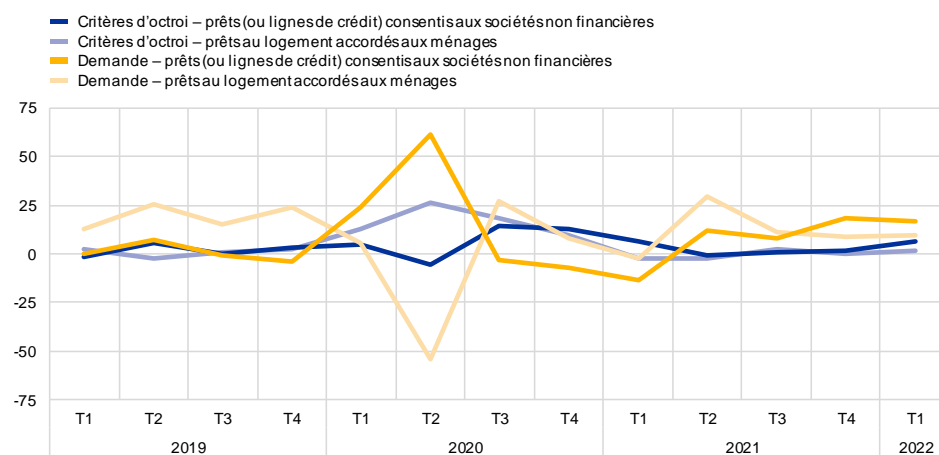
D'après l'enquête d'avril 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au premier trimestre 2022. Dans un contexte d'incertitude considérable concernant les

perspectives économiques, de perturbations de la chaîne d'approvisionnement et de prix élevés de l'énergie et des intrants, les banques ont également fait état d'un léger durcissement des critères d'octroi des prêts au logement accordés aux ménages au premier trimestre de l'année (graphique 16). Les perceptions d'un risque accru et une moindre tolérance au risque ont été les principaux facteurs à l'origine de ce durcissement des critères d'octroi. Pour le deuxième trimestre 2022, les banques s'attendent à un durcissement net beaucoup plus prononcé des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises, reflétant probablement l'incertitude relative à l'impact économique de la guerre en Ukraine et l'anticipation d'une politique monétaire moins accommodante. De plus, les banques s'attendent à un léger durcissement des critères d'octroi des prêts au logement accordés aux ménages.

Graphique 16

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 « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « quelque peu 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 dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022.

Les résultats de cette enquête font état d'une hausse de la demande de prêt émanant des entreprises et des ménages au premier trimestre 2022. S'agissant des entreprises, les besoins en fonds de roulement ont apporté une contribution nettement positive à la demande de prêts, reflétant les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la hausse du coût des intrants, ainsi que la demande de stocks de précaution et de volants d'actifs liquides dans un contexte d'incertitude accrue. La FBCF a apporté une contribution modestement positive à la demande de prêts des entreprises, en baisse par rapport au trimestre précédent. La demande de prêts au logement a principalement été soutenue par le bas niveau général des taux d'intérêt, tandis que la consommation de biens durables a contribué à une hausse de la demande de crédits à la consommation. Pour le deuxième trimestre 2022, les banques s'attendent à une nouvelle hausse de la demande de prêts des entreprises, portée par les prêts à court terme, et à une réduction de la demande de prêts au logement des ménages.

Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent d'être considérées comme ayant soutenu les conditions du crédit bancaire, mais les banques prévoient une diminution de ce soutien dans les six prochains mois. Les

banques indiquent que les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème, les TLTRO et le taux négatif appliqué à la facilité de dépôt ont exercé un impact positif sur le volume de prêt consentis aux entreprises et aux ménages au cours des six derniers mois. La distribution de crédit au secteur privé non financier reste l'utilisation la plus courante des fonds obtenus par le biais de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), tandis que le motif de rentabilité demeure la principale raison pour laquelle les banques participent à ces opérations. De plus, les banques continuent d'indiquer que les achats d'actifs

effectués par l'Eurosystème et le taux négatif de la facilité de dépôt exercent un impact négatif sur leur rentabilité, tandis que les TLTRO III et le système à deux paliers de la BCE pour la rémunération des excédents de liquidité ont atténué cet impact négatif. Les banques ont également déclaré que les achats d'actifs de l'Eurosystème et les TLTRO III ont continué d'avoir un impact positif sur leurs positions de liquidité et les conditions de financement de marché. Toutefois, les banques s'attendent à ce que cet impact positif diminue au cours des six prochains mois, devenant négatif dans le cas des achats d'actifs dans le contexte de la normalisation envisagée de l'orientation de la politique monétaire.

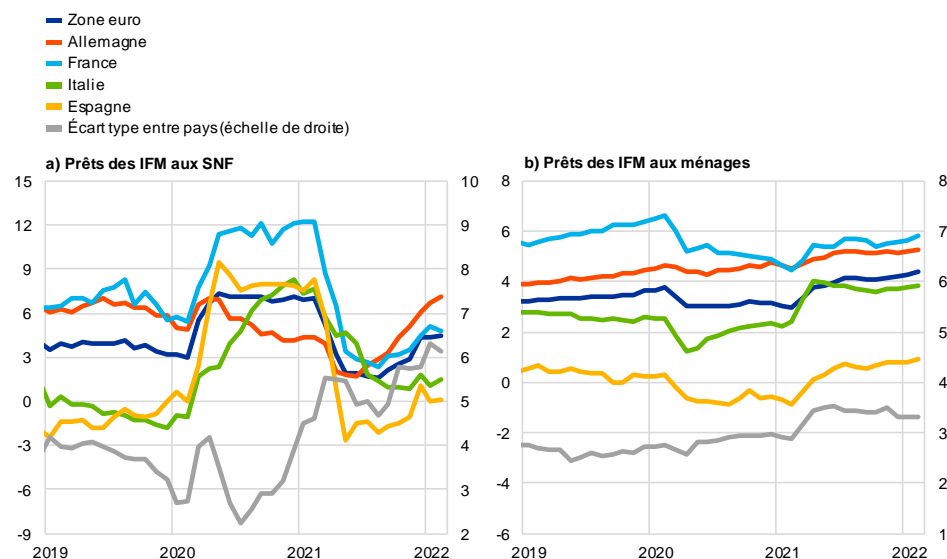
La croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières est demeurée inchangée en février 2022, tandis que la croissance des prêts aux ménages s'est légèrement renforcée. Cette légère hausse du taux de croissance annuel des prêts aux ménages, qui est ressorti à 4,4 % en février, après 4,3 % en janvier (graphique 17, partie b), reflète un redressement de la croissance du crédit à la consommation et la robustesse de l'activité de prêts hypothécaires. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est demeuré inchangé à 4,4 % (graphique 17, partie a), porté par les entrées mensuelles au titre des prêts à court terme et à long terme. La hausse des prêts à court terme s'explique par la persistance des goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement et la hausse des coûts de l'énergie, ces deux facteurs ayant contribué à l'augmentation des besoins en fonds de roulement. Bien que plus faible qu'au premier semestre 2021, la croissance des prêts à long terme a continué d'être soutenue par le besoin des entreprises de financer l'investissement fixe. Dans le même temps, les évolutions agrégées au niveau de la zone euro masquent des différences entre pays, qui reflètent, entre autres, les effets inégaux de la pandémie et les progrès variables de la reprise économique selon les pays ¹.

¹ Cf. l'encadré intitulé « L'impact économique hétérogène de la pandémie sur les pays de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

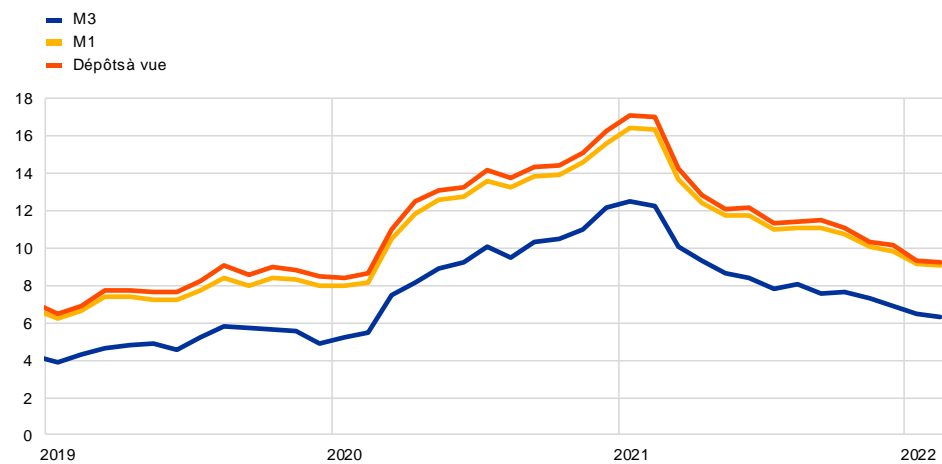
Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des sociétés non financières, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à février 2022.

L'accumulation de dépôts par les entreprises et les ménages reste plus élevée qu'avant la pandémie (graphique 18). Des entrées importantes au titre des dépôts à vue ont été observées depuis le début de la pandémie, reflétant l'incertitude économique accrue². Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement liées au coronavirus, cette croissance des dépôts à vue s'est modérée par rapport aux taux élevés observés en 2020, au cours des premières phases de la pandémie. En février, toutefois, le taux de croissance annuel des dépôts à vue n'a que légèrement baissé, s'établissant à 9,2 %, contre 9,3 % en janvier, ce qui coïncide avec la matérialisation des risques géopolitiques et de l'incertitude qui y est associée. La croissance des dépôts des entreprises et des ménages continue de varier d'un pays à l'autre, reflétant des besoins de liquidité différents et la diversité des mesures nationales de soutien budgétaire.

² Cf. l'encadré intitulé « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

Graphique 18 M3, M1 et dépôts à vue

(variations annuelles en pourcentage ; corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2022.

La création monétaire continue d'être alimentée par les achats d'actifs de l'Eurosystème.

En février, le taux de croissance annuel de M3 a légèrement baissé pour s'établir à 6,3 %, contre 6,4 % en janvier, continuant ainsi de se rapprocher de sa moyenne de long terme (graphique 18). S'agissant des composantes, le principal moteur de la croissance de M3 reste l'agrégat étroit M1, qui est alimenté par la poursuite d'une forte croissance des dépôts à vue. Du côté des contreparties, la création monétaire continue d'être portée par les achats d'actifs de l'Eurosystème. En février, la contribution la plus importante à la croissance de M3 provenait des achats nets de titres publics par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie, mais cette contribution a été un peu plus modeste qu'au cours des mois précédents, les achats effectués dans le cadre de ces programmes étant progressivement abandonnés. De plus, les créances sur le secteur privé ont continué d'apporter une solide contribution à la croissance annuelle de M3. Dans le même temps, la création monétaire a été légèrement freinée par les sorties nettes au titre des flux monétaires à destination du reste du monde, qui reflètent probablement une accentuation de l'incertitude quant à l'impact potentiel de la guerre en Ukraine sur l'économie de la zone euro.

Encadrés

1 Implications de la détérioration des termes de l'échange pour le revenu réel et le compte des transactions courantes

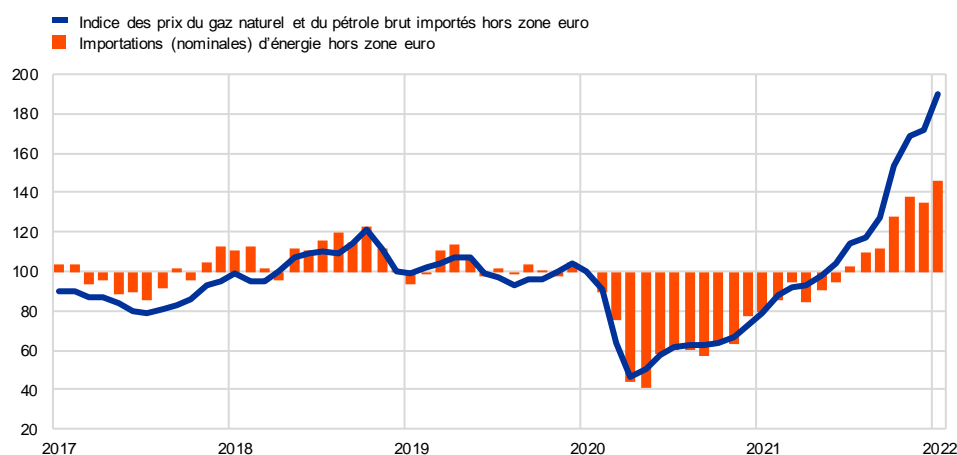
Vanessa Gunnella et Tobias Schuler

La flambée récente des prix du gaz naturel et du pétrole brut a entraîné une augmentation importante des importations nominales d'énergie de la zone euro. À partir de mi-2021, ces importations, ainsi que les prix à l'importation du gaz et du pétrole, se sont redressées après le choc économique provoqué par la pandémie de coronavirus (graphique A). À partir du second semestre 2021, les perturbations de l'offre conjuguées à l'épuisement des stocks de gaz dans les pays importateurs ont entraîné une forte hausse des prix de l'énergie, en particulier du pétrole et du gaz. Comme l'activité économique, et donc la demande d'énergie, a enregistré une reprise vigoureuse, les importations nominales d'énergie de la zone euro ont atteint un niveau supérieur de plus de 40 % à celui observé avant le début de la pandémie de coronavirus. Dans cet encadré, nous mettons en évidence les effets de la détérioration des termes de l'échange de la zone euro, l'effet revenu négatif qui en a résulté et ses implications pour le compte des transactions courantes de la zone euro.

Graphique A

Importations d'énergie et prix de l'énergie dans la zone euro

(indice, janvier 2020 = 100)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2022.

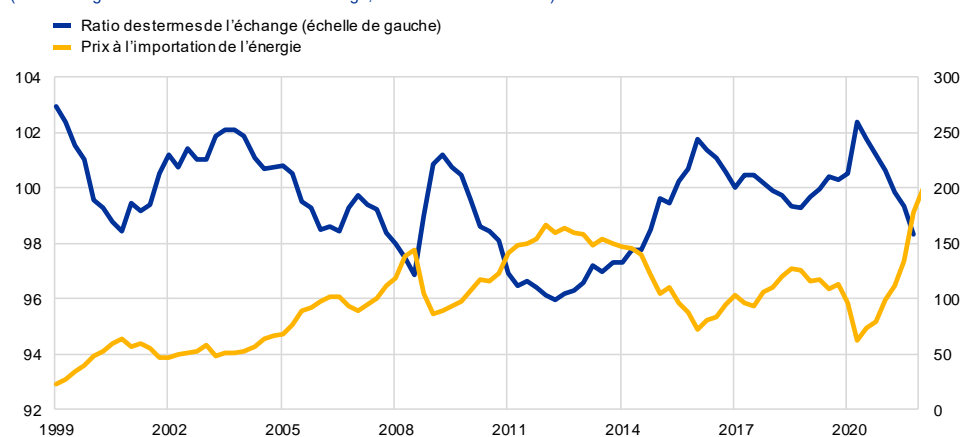
Les termes de l'échange de la zone euro se sont considérablement détériorés à partir du second semestre 2021, reflétant la forte hausse des prix de l'énergie (graphique B). En raison de la part importante de l'énergie dans les importations de la zone euro, ainsi que de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar depuis

mi-2021, la brusque hausse des prix de l'énergie a entraîné une détérioration des termes de l'échange de la zone euro ^{1,2}. Les termes de l'échange ont souvent oscillé et ont historiquement présenté une forte corrélation négative avec les prix à l'importation de l'énergie, ces derniers étant leur principal déterminant. Cependant, les variations constatées actuellement sont plus prononcées que lors d'épisodes précédents, étant donné la forte hausse des prix de l'énergie.

Graphique B

Termes de l'échange de la zone euro et prix à l'importation de l'énergie

(échelle de gauche : ratio des termes de l'échange, échelle de droite : indice)



Source : Eurostat.

Notes : Les termes de l'échange sont exprimés par le ratio déflateur des exportations/déflateur des importations. L'observation pour le premier trimestre 2022 se rapporte uniquement aux données pour janvier 2022. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2021 pour les termes de l'échange et à janvier 2022 pour les prix à l'importation de l'énergie.

La détérioration des termes de l'échange génère un effet revenu négatif pour la zone euro. Compte tenu de la rigidité de la demande d'énergie importée sur le court terme, maintenir les volumes d'importations alors que les prix sont plus élevés entraîne un transfert de pouvoir d'achat de la zone euro vers le reste du monde. L'effet revenu négatif résultant du transfert de pouvoir d'achat est estimé à environ 1,3 point de pourcentage du PIB au quatrième trimestre 2021, sur la base d'une comparaison avec le trimestre correspondant de l'année précédente. La détérioration des termes de l'échange est largement imputable à la composante énergie, car celle-ci a contribué pour 3,5 points de pourcentage du PIB à l'impact des termes de l'échange au quatrième trimestre 2021 (graphique C, partie a). La perte de revenu due à l'énergie importée a partiellement été compensée par le fait que les entreprises de la zone euro ont facturé des prix à l'exportation plus élevés à leurs clients internationaux. Néanmoins, l'effet revenu négatif semble beaucoup plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, car ces économies sont moins dépendantes des importations (nettes) d'énergie (graphique C, partie b).

¹ Au quatrième trimestre 2021, la part des importations d'énergie a représenté 10,1 % des importations totales de biens et de services de la zone euro.

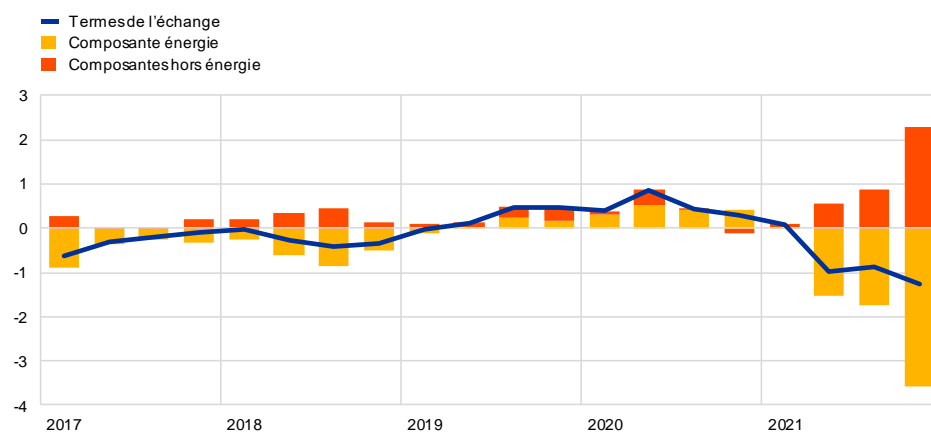
² En 2020, 80 % des importations de pétrole brut de la zone euro ont été facturées en dollars des États-Unis.

Graphique C

Effets revenu des termes de l'échange

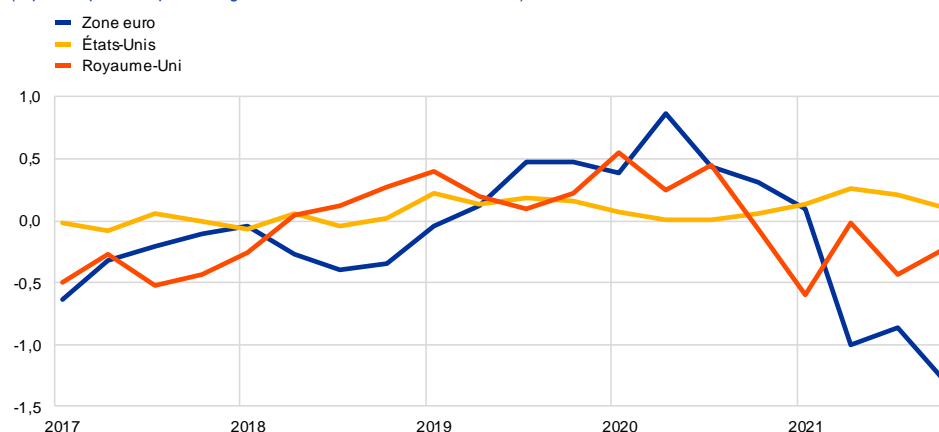
a) Contribution par composante pour la zone euro

(impact en points de pourcentage trimestriels sur la croissance annuelle)



b) Zone euro par rapport au Royaume-Uni et aux États-Unis

(impact en points de pourcentage trimestriels sur la croissance annuelle)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : L'effet revenu des termes de l'échange est calculé en pondérant les variations des prix à l'exportation et à l'importation par leurs valeurs respectives et est exprimé en part de pourcentage du PIB. Les dernières observations se rapportent à décembre 2021.

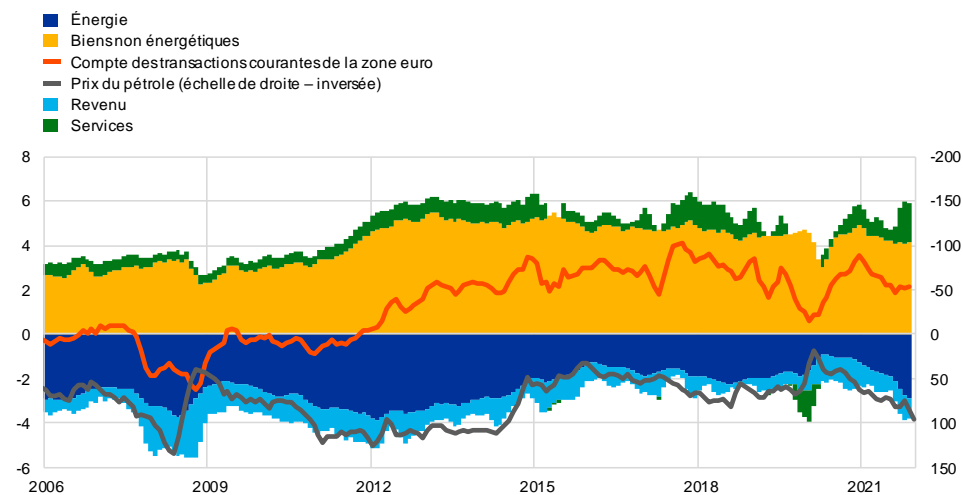
L'augmentation de la facture énergétique a réduit l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro (graphique D).

La détérioration du compte des transactions courantes de la zone euro observée depuis début 2021 résulte largement de l'augmentation du déficit de la balance énergétique. Tandis que le déficit au titre des échanges de produits énergétiques s'est creusé, les exportations nettes de services ont partiellement contrebalancé la détérioration du solde des échanges de biens. Dans une perspective de long terme, au niveau agrégé, la zone euro a atteint une position extérieure nette pratiquement équilibrée, après avoir accumulé des excédents persistants du compte des transactions courantes au cours de la dernière décennie.

Graphique D

Solde du compte des transactions courantes

(échelle de gauche : en pourcentage du PIB, sommes mobiles sur trois mois ; échelle de droite : en dollars par baril, moyenne mensuelle)



Sources : BCE, Eurostat, Agence d'information sur l'énergie (*Energy Information Administration*), Haver Analytics et calculs des services de la BCE. La dernière observation se rapporte à février 2022 pour les prix du pétrole, mais à janvier 2022 pour toutes les autres séries.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris et Lina Segers

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 67 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont principalement eu lieu entre le 20 et le 30 mars 2022 ¹.

Les sociétés contactées ont généralement fait état d'un début d'année favorable en ce qui concerne la croissance de l'activité. Les secteurs manufacturier et de la construction ont continué de bénéficier d'une demande soutenue ou croissante, comme le reflètent les carnets de commandes bien remplis, tandis que les niveaux de production sont restés largement dépendants de l'offre. À cet égard, certaines contraintes (notamment la pénurie de semi-conducteurs dans l'industrie automobile) se sont progressivement atténuées, même si de nombreuses sociétés contactées ont indiqué qu'au cours des derniers mois, les perturbations liées aux pénuries de matériaux et de composants qui ont résulté de facteurs tels que les retards dans le transport maritime ne s'étaient pas dissipées. La perte d'heures de travail due à la pandémie de coronavirus (COVID-19) a également été substantielle, mais ses effets sur la production ont été masqués par des problèmes d'offre plus vastes. Les sociétés contactées dans le secteur des services ont également fait état d'une dynamique de croissance généralisée dans diverses activités au premier trimestre 2022. La propagation du variant Omicron du coronavirus en début d'année a entraîné une pause de la reprise dans les secteurs de l'hôtellerie, du tourisme et des services de loisirs. Toutefois, avec la nouvelle levée des restrictions, les consommateurs semblent de plus en plus laisser la pandémie derrière eux, ce qui favorise le retour à la reprise dans ces secteurs.

L'invasion russe de l'Ukraine a assombri les perspectives et créé d'importants risques à la baisse. De nombreuses sociétés contactées ont décrit un changement brusque des conditions économiques après l'éclatement du conflit fin février, même s'il a en grande partie concerné les prix et les coûts plutôt que l'activité. L'impact financier direct a été faible, tandis que l'impact immédiat sur la production (et la demande intermédiaire) s'est principalement limité à des secteurs spécifiques dépendant de matériaux ou de composants provenant de Russie ou d'Ukraine, ou pour lesquels la hausse des coûts de l'énergie a rendu une partie de la production non viable. Cela a créé une nouvelle source de perturbation (potentielle) de l'offre, qui s'ajoute à la propagation du variant Omicron en Chine et aux mesures sanitaires prises pour y faire face. Quelques sociétés ont fait état de changements plus importants des comportements, comme le fait pour les ménages d'orienter leur consommation vers des articles moins chers, une moindre utilisation des véhicules ou des décisions d'entreprises de reporter leurs commandes publicitaires, qui constitueraient les premiers signes d'effets plus généralisés sur la demande. La

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.

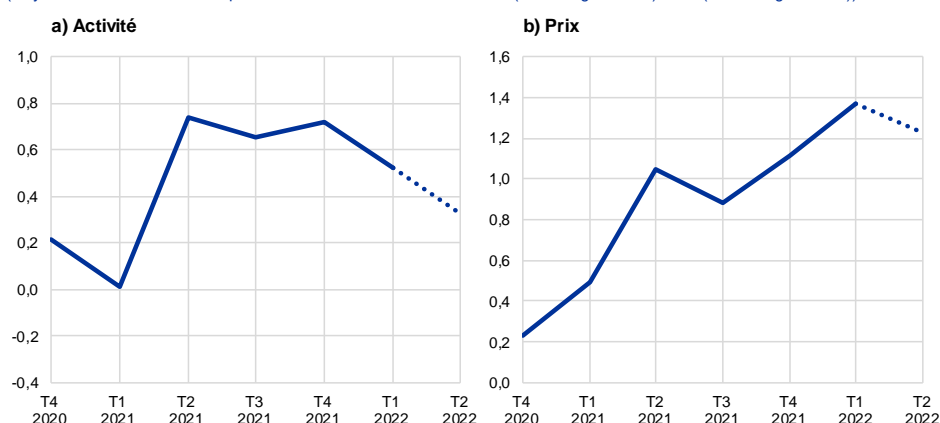
plupart des sociétés contactées prévoient que la hausse de l'inflation freinera les dépenses de consommation et que l'incertitude et l'augmentation des coûts auront un impact sur les investissements des entreprises au cours des trimestres à venir. Toutefois, ce jugement est nuancé par l'idée que, dans un environnement toujours caractérisé par des contraintes d'offre, l'effet d'une baisse de la demande sur la production serait progressif. En outre, l'atténuation des préoccupations à l'égard de la pandémie devrait continuer de soutenir la croissance dans le secteur des services. Par conséquent, dans l'ensemble, les sociétés contactées ont tendance à anticiper un ralentissement plutôt qu'une contraction soudaine de l'activité, tout en soulignant dans le même temps l'incertitude considérable et les importants risques à la baisse si le conflit devait s'intensifier.

Les sociétés contactées ont fait état de perspectives d'emploi et d'une situation sur le marché du travail largement inchangées. Elles ont été nombreuses à déclarer qu'il était toujours difficile de recruter et de conserver le personnel. Cela vaut en particulier pour certaines compétences de haut niveau et pour les emplois assortis de conditions de travail considérées dans une certaine mesure comme non souhaitables (par exemple, le travail par postes ou le travail loin de chez soi). À court terme, le conflit en Ukraine devrait avoir une incidence limitée sur l'offre et la demande de main-d'œuvre. Les sociétés ayant dû réduire leur production en raison des pénuries d'intrants ou de la forte hausse des coûts de l'énergie ont mis certains salariés au chômage technique ou ont réduit leur recours aux travailleurs temporaires. Cependant, les entreprises devraient être réticentes à licencier leur personnel permanent du fait de la difficulté à réembaucher.

Graphique A

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

(moyenne des scores attribués par les services de la BCE allant de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative))



Source : BCE.

Notes : Les scores reflètent l'évaluation moyenne réalisée par les services de la BCE lors d'appels téléphoniques sur la base des déclarations des sociétés contactées à l'égard des évolutions de l'activité (ventes, production et commandes) et des prix observées dans leur secteur au cours du trimestre précédent. Les scores peuvent aller de -2 (baisse significative) à +2 (hausse significative). Un score égal à 0 indiquerait qu'aucun changement ne s'est produit, tandis qu'un score égal à 1 serait caractéristique d'une croissance normale. La ligne pointillée représente les anticipations pour le prochain trimestre.

Les tensions sur les prix et les coûts sont demeurées importantes et ont été exacerbées par le conflit en Ukraine. La plupart des sociétés contactées ont fait état d'un environnement très dynamique au cours des premiers mois de l'année en

matière de fixation des prix. Les tensions sur les coûts liées à la forte hausse des prix de nombreuses matières premières et de la logistique en 2021 continuent de se répercuter sur la chaîne de valeur. Dans le même temps, le conflit en Ukraine a entraîné de nouvelles tensions sur les coûts ainsi qu'une volatilité extrême des prix du gaz et de l'électricité, mais également de ceux de nombreuses matières premières (métaux, bois, dérivés du pétrole et produits alimentaires notamment). L'environnement permettant de répercuter la hausse des coûts sur les prix est demeuré très favorable dans la plupart des secteurs, car les clients professionnels en particulier se sont davantage habitués aux augmentations de prix, alors que l'on a observé une plus grande résistance à ces hausses de la part - ou à proximité - du consommateur final. De nombreuses sociétés contactées ont déclaré que les prix étaient plus souvent ajustés que par le passé et/ou que les entreprises s'adaptaient à l'environnement en rédigeant, par exemple, de nouvelles clauses d'indexation dans les contrats.

Les sociétés contactées ont continué d'anticiper un rebond de la croissance des salaires. La plupart des accords salariaux conclus en 2020 et 2021 ont été très modestes et continuent d'influer sur la croissance des salaires cette année, mais les accords plus récents et les anticipations relatives aux négociations en cours et à venir étaient légèrement plus élevés en moyenne. Ainsi, la plupart des sociétés contactées ont constaté une accentuation progressive des tensions sur les salaires, dont les principaux facteurs sont le niveau actuellement très élevé de l'inflation et l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Compte tenu de l'incertitude concernant les perspectives de production et d'inflation, certaines sociétés contactées s'attendent à ce que les accords à venir couvrent un horizon plus court qu'habituellement.

Les déterminants récents de l'épargne sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages

Niccolò Battistini, Alina Bobasu et Johannes Gareis

Le présent encadré examine la dynamique de l'épargne telle qu'elle ressort des flux de dépôts sur l'ensemble de la distribution du patrimoine des ménages, depuis le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en mars 2020 jusqu'à l'accélération de l'inflation qui s'est amorcée mi-2021.

Les flux de dépôts sont utilisés comme une approximation de l'épargne des ménages, car les dépôts constituent un mode d'épargne majeur pour les ménages¹. Les flux de dépôts correspondent à la moitié environ des variations des actifs liquides des ménages et en particulier, permettent aux ménages pauvres de lisser leur consommation face aux chocs économiques². Les restrictions obligatoires et volontaires aux déplacements, conjuguées aux mesures de soutien des autorités, ont produit une combinaison unique de baisse de la consommation à forte intensité de contact, d'une part, et de résilience des revenus, de l'autre. Cela a entraîné une forte augmentation des flux de dépôts dans les premières phases de la pandémie de COVID-19. Depuis, l'accumulation de dépôts s'est ralentie en raison de la récente accélération de l'inflation, d'une reprise de la demande et d'importants goulets d'étranglement au niveau de l'offre³. Ces évolutions de la dynamique des dépôts se sont inégalement réparties entre les différentes classes de ménages⁴. Le présent encadré étudie les déterminants des flux de dépôts des ménages de la zone euro sur l'ensemble de la distribution du patrimoine, où la dimension redistributive a une plus grande importance compte tenu des implications macroéconomiques potentielles des inégalités économiques⁵. L'analyse porte sur la période allant du début de la pandémie de COVID-19 au premier trimestre 2020 jusqu'à l'accélération de l'inflation qui s'est amorcée au deuxième trimestre 2021. Les données utilisées ici proviennent des nouveaux comptes distributionnels de patrimoine (*Distributional*

¹ L'épargne totale des ménages ne se limite pas aux variations des avoirs en dépôts. En effet, les ménages épargnent généralement selon des modalités variées, en déposant de l'argent sur un compte bancaire ou en achetant des actifs financiers (actions, titres d'organismes de placement collectif et obligations), des actifs immobiliers ou d'autres actifs, tels que les actifs d'entreprises non financières si les ménages exercent leur activité en tant qu'entrepreneurs individuels.

² Dans ce contexte, les actifs liquides correspondent à la somme des dépôts, des obligations et des actions cotées. Sur l'ensemble de la distribution du patrimoine, les flux de dépôts représentent 80 % environ du total des flux d'actifs liquides pour les 50 % situés dans le bas de la distribution, alors qu'ils représentent 70 % environ pour les 40 % suivants et seulement 36 % pour les 10 % supérieurs.

³ Pour une vue d'ensemble de l'évolution de l'épargne totale des ménages et de ses déterminants durant la pandémie, cf. l'encadré intitulé « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ? », *Bulletin économique*, BCE, n° 6, 2020, et l'encadré intitulé « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation », *Bulletin économique*, BCE, n° 5, 2021.

⁴ Cf., par exemple, l'article 1 du présent *Bulletin*.

⁵ Cf., par exemple, l'article 2 du présent *Bulletin*.

Wealth Accounts, DWA) pour la zone euro entre le premier trimestre 2009 et le troisième trimestre 2021 ⁶.

S'agissant des dépôts des ménages, les inégalités se sont accentuées depuis la crise financière mondiale, même si des signes de stabilisation ont été observés ces dernières années. La tendance haussière des inégalités relatives aux dépôts – mesurée par le coefficient de Gini et les 10 % de ménages situés en haut de la distribution du patrimoine – s'est accentuée entre 2011 et 2015, globalement en phase avec les inégalités en matière de patrimoine total. Au cours de cette période, les ménages du décile supérieur de la distribution du patrimoine ont accru leurs dépôts de 600 milliards d'euros environ, tandis que les dépôts des ménages de la moitié inférieure ont diminué approximativement de 50 milliards. Les inégalités se sont néanmoins modérées au cours de la reprise économique qui a suivi (graphique A). Après l'apparition de la pandémie, les différentes mesures des inégalités ont un peu augmenté, tandis qu'elles ont légèrement diminué aux deuxième et au troisième trimestres 2021 ⁷. Toutefois, d'importantes inégalités persistent. Au troisième trimestre 2021, les ménages situés dans les 10 % supérieurs de la distribution du patrimoine détenaient 45 % environ du total des dépôts, tandis que les ménages situés dans les 50 % inférieurs de la distribution détenaient seulement 17 % du total des dépôts.

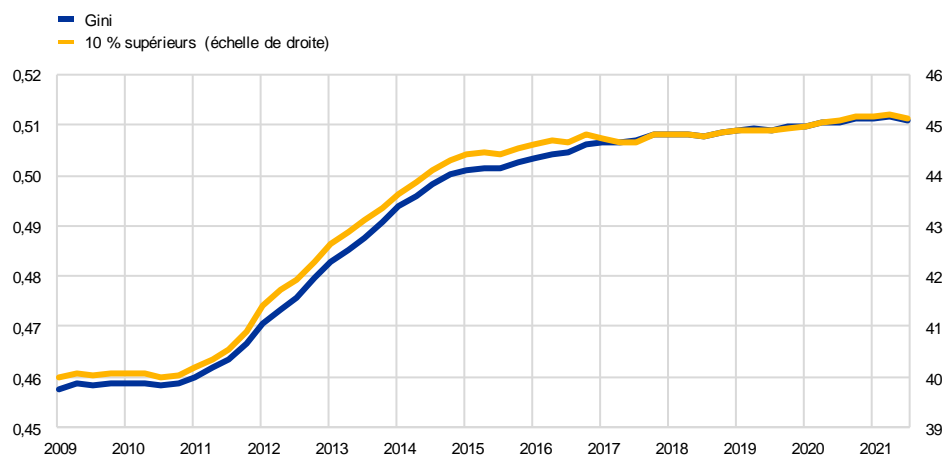
⁶ Les comptes distributionnels de patrimoine (DWA) sont un échantillon expérimental qui utilise les relations historiques entre les agrégats des comptes sectoriels trimestriels macroéconomiques et les distributions tirées d'enquêtes pour extrapoler à partir de la distribution du patrimoine net mesurée dans les différentes vagues de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (*Household Finance and Consumer Survey*, HFCS). Ces comptes (DWA) sont en cours d'élaboration et les premiers résultats utilisés dans cet encadré sont donc provisoires.

⁷ Ces évolutions sont également liées à la façon dont les données DWA expérimentales sont construites, la dernière enquête prenant en compte les modifications de la distribution du patrimoine remontant à 2017. Par conséquent, les données relatives aux derniers trimestres depuis la dernière vague de l'enquête HFCS doivent être interprétées avec prudence, étant donné qu'elles sont extrapolées sous l'hypothèse d'une distribution stable au niveau de chaque instrument, tout en autorisant des modifications de la distribution du patrimoine en raison d'évolutions différentes selon les instruments. Les résultats des modifications de la distribution durant la pandémie de COVID-19 seront disponibles avec la parution de la prochaine enquête HFCS en 2023.

Graphique A

Inégalités relatives aux dépôts des ménages dans la zone euro

(échelle de gauche : indice ; échelle de droite : pourcentages)



Sources : Données DWA expérimentales et calculs de la BCE.

Note : Les « 10 % supérieurs » se rapportent à la part des dépôts détenus par les ménages situés dans les 10 % supérieurs de la distribution du patrimoine net.

La récente augmentation des flux de dépôts a été historiquement importante pour l'ensemble des ménages, en particulier durant les premières phases de la pandémie de COVID-19.

Les restrictions obligatoires et volontaires introduites en réponse à la pandémie ont entraîné une baisse brutale de la consommation à forte intensité de contact. Cette évolution, conjuguée à la résilience des revenus liée aux mesures de soutien des pouvoirs publics, a entraîné une augmentation significative des flux de dépôts (en pourcentage du revenu), qui ont été presque deux fois plus importants que ceux observés durant la période antérieure à la COVID-19 (graphique B). Toutefois, l'accroissement des flux de dépôts a été inégalement réparti sur l'ensemble de la distribution du patrimoine, les ménages situés dans les 10 % supérieurs de la distribution représentant la moitié environ de la hausse totale, accumulant un stock de dépôts presque quatre fois plus important que celui accumulé par les ménages situés dans la moitié inférieure⁸. Cela est probablement dû au fait que les ménages aisés ont subi des pertes de revenus plus faibles que les ménages pauvres. En outre, les irrégularités dans la distribution des variations de la dynamique des dépôts pourraient également résulter de facteurs propres à la pandémie de COVID-19, dans la mesure où les ménages aisés ont tendance à consacrer une part plus importante de leurs dépenses de consommation aux services qui ont été massivement réduits durant la pandémie⁹. Au cours des deuxième et troisième trimestres 2021, dans un contexte de rebond de la consommation de services à forte intensité de contact et de renforcement des tensions inflationnistes, l'accumulation de dépôts s'est modérée, tout en affichant toujours un rythme plus soutenu par rapport à la période pré-pandémique.

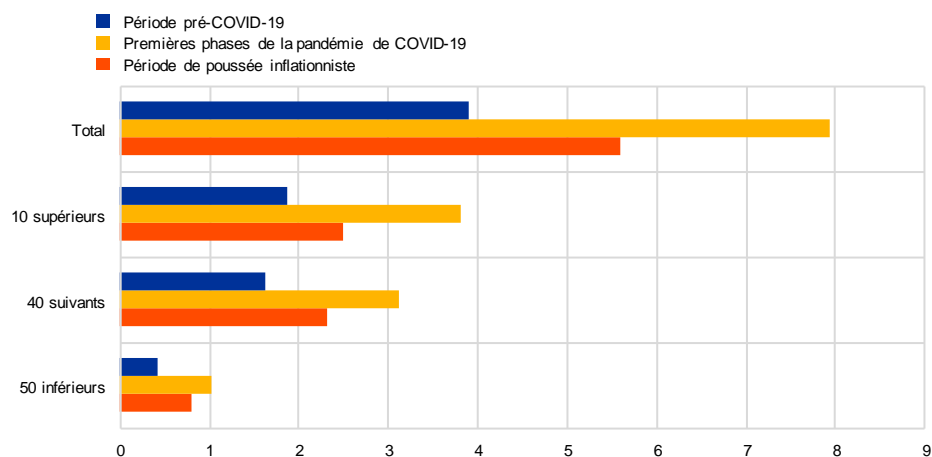
⁸ C'est ce que confirment Bounie *et al.* (2020) en utilisant des données relatives aux dépôts bancaires pour la France, « *Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction & Bank Data* », *CEPR Discussion paper series*, n° DP15474, novembre 2020.

⁹ Cf. l'encadré intitulé « *La COVID-19 et les inégalités de revenus dans la zone euro* », *Bulletin économique*, BCE, n° 2, 2021.

Graphique B

Flux de dépôts sur l'ensemble de la distribution du patrimoine

(variations, en pourcentage du revenu disponible total)



Sources : Données DWA expérimentales, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « Période pré-COVID-19 » correspond à la période comprise entre le quatrième trimestre 2014 et le quatrième trimestre 2019. « Premières phases de la pandémie de COVID-19 » correspond à la période comprise entre le premier trimestre 2020 et le premier trimestre 2021. « Période de poussée inflationniste » correspond à la période comprise entre le deuxième trimestre et le troisième trimestre 2021. Les variations des dépôts sont normalisées en utilisant le revenu disponible total au cours de la période correspondante. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

Un modèle empirique identifie les facteurs sous-jacents aux flux de dépôts des ménages sur l'ensemble de la distribution du patrimoine ¹⁰. Les déterminants

structurels des fluctuations macroéconomiques peuvent avoir différents effets sur les flux de dépôts des ménages. Dans un contexte de renforcement de l'activité économique caractérisé par des niveaux plus élevés d'inflation « par la demande » (*demand-pull*), la consommation et le revenu réels devraient augmenter. En revanche, en présence d'un affaiblissement de l'activité économique assorti de niveaux plus élevés d'inflation « par les coûts » (*cost-push*), des baisses de la consommation et du revenu réels devraient se produire de façon concomitante. Pour évaluer l'incidence des facteurs sous-jacents aux flux de dépôts, un modèle empirique est estimé en utilisant la croissance trimestrielle de la consommation privée réelle, le déflateur de la consommation privée et les flux de dépôts sur l'ensemble de la distribution du patrimoine. Le modèle identifie les chocs de demande et les chocs de hausse des coûts en faisant l'hypothèse que la consommation privée réelle augmente en réponse aux premiers et diminue en réponse aux seconds, tandis que les deux chocs font augmenter le déflateur de la consommation privée. En outre, les variations de l'indice de mobilité de Google rendent compte de l'impact des restrictions liées à la pandémie sur la consommation à forte intensité de contact ¹¹. L'objectif étant d'évaluer l'incidence de ces facteurs

¹⁰ L'analyse est fondée sur un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) intégrant absence de restrictions et restrictions de signes, qui est estimé à l'aide de techniques bayésiennes sur l'échantillon compris entre le premier trimestre 2009 et le troisième trimestre 2021. Pour un cadre de modélisation comparable, cf. l'article 1 du présent *Bulletin*.

¹¹ L'indice de mobilité de Google pour la zone euro entre dans le modèle en tant que variable exogène et est calculé comme un indicateur composite construit comme la moyenne des indices pour la zone euro relatifs aux loisirs, aux bureaux ainsi qu'aux gares et lieux de transit, ces indices étant élaborés par pays et pondérés de la population.

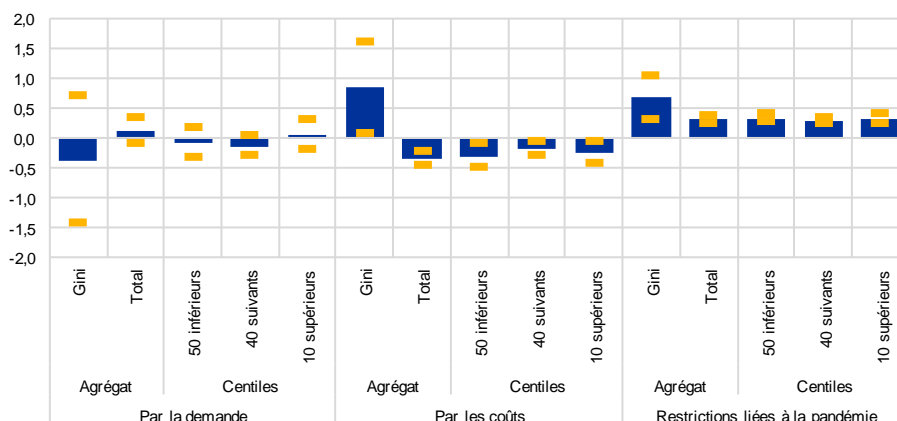
structurels sur les flux de dépôts, la réponse de cette variable à l'ensemble des chocs n'est affectée d'aucune restriction ¹².

Les restrictions imposées à la consommation à forte intensité de contact ont un effet positif sur les flux de dépôts, tandis que l'effet de la hausse de l'inflation dépend des facteurs sous-jacents. Les résultats suggèrent des effets asymétriques selon les différents déterminants de l'inflation. Les chocs d'inflation par les coûts pèsent sur les flux de dépôts et accentuent les inégalités en termes d'épargne en réduisant les salaires réels, ce qui affecte relativement plus les ménages pauvres (graphique C). Par ailleurs, ces chocs présentent des effets statistiquement significatifs. En revanche, les chocs d'inflation par la demande ont généralement des effets inverses et statistiquement négligeables. S'agissant de l'impact des restrictions liées à la pandémie, les effets d'une variation de la mobilité sur la consommation, les prix et les inégalités reproduisent ceux d'un choc d'inflation par les coûts. Toutefois, les flux de dépôts augmentent en réponse au choc de la pandémie en raison de l'impact négatif des restrictions obligatoires et volontaires sur la consommation à forte intensité en contact.

Graphique C

Réaction des flux de dépôts sur l'ensemble de la distribution du patrimoine

(taux de croissance trimestriels, en points de pourcentage)



Sources : Données DWA expérimentales, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) est utilisé pour évaluer les déterminants structurels des flux de dépôts des ménages sur l'ensemble de la distribution du patrimoine. Le modèle est identifié par l'absence de restrictions et par des restrictions de signe, un choc de demande positif entraînant une hausse de la consommation privée réelle comme du déflateur de la consommation privée, tandis qu'un choc positif sur les coûts entraîne une hausse du déflateur de la consommation privée et une baisse de la consommation privée réelle. Les réponses des flux de dépôts (le total ainsi que les différentes mesures sur l'ensemble de la distribution du patrimoine net) et le coefficient de Gini ne sont affectés d'aucune restriction. On fait l'hypothèse que la consommation privée réelle et le déflateur de la consommation privée ne réagissent pas à d'autres chocs non identifiés en imposant une absence de restrictions. Le modèle est estimé à partir de données trimestrielles exprimées en variations trimestrielles en pourcentage du premier trimestre 2009 au troisième trimestre 2021. Toutes les données (à l'exception du coefficient de Gini) sont corrigées des variations saisonnières. Les lignes jaunes font référence à des intervalles de crédibilité à 68 %.

Les chocs d'inflation par les coûts ont pesé sur les flux de dépôts et ont accentué les inégalités relatives à l'épargne aux deuxième et troisième trimestres 2021, phénomène partiellement contrebalancé par l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie. L'accroissement des flux

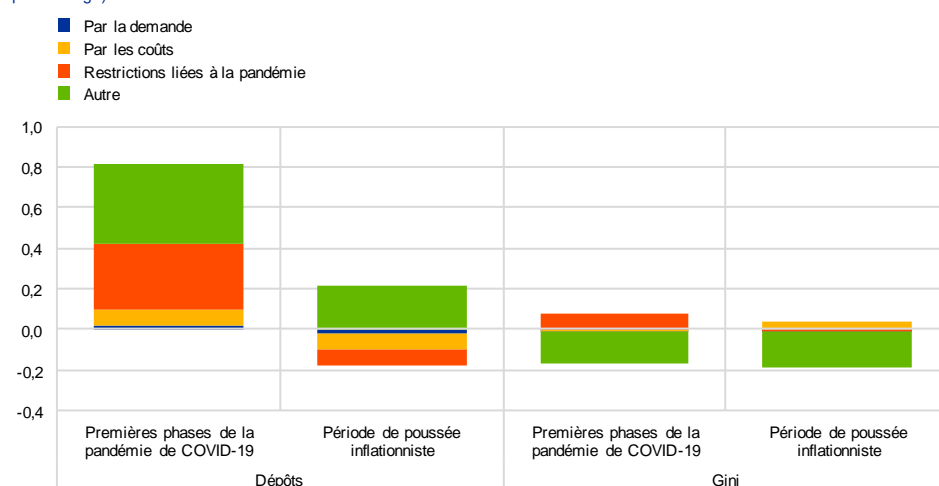
¹² En outre, on fait l'hypothèse que la consommation privée réelle et le déflateur de la consommation privée ne réagissent pas lors de l'impact à d'autres chocs non identifiés en imposant une absence de restrictions. Pour plus de précisions concernant la méthodologie, cf. l'article 1 du présent *Bulletin*.

de dépôts entre le premier trimestre 2020 et le premier trimestre 2021 est dû à des restrictions pesant sur la consommation à forte intensité de contact et, dans une moindre mesure, à des chocs de hausse de coûts désinflationnistes (graphique D). Toutefois, ce tableau s'est inversé aux deuxième et troisième trimestres 2021, les restrictions moins contraignantes liées à la pandémie et l'inflation par les coûts pesant sur la dynamique des dépôts. Au cours de cette même période, les premières ont entraîné une baisse des inégalités en termes d'épargne, stimulant la consommation à forte intensité de contact, en particulier pour les ménages aisés, tandis que la seconde a eu l'effet inverse, pesant d'une façon relativement plus importante sur le revenu réel du travail des ménages les plus pauvres. Cela suggère que les ménages, surtout ceux se situant dans le bas de la distribution du patrimoine, pourraient avoir ajusté leurs flux de dépôts afin d'amortir l'impact des chocs d'inflation par les coûts sur les dépenses de consommation ¹³.

Graphique D

Déterminants du total des flux de dépôts et coefficient de Gini

(contributions aux écarts par rapport aux taux de croissance tendancielle trimestriels au quatrième trimestre 2019, en points de pourcentage)



Sources : Données DWA expérimentales, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) est utilisé pour évaluer les déterminants structurels des flux de dépôts des ménages sur l'ensemble de la distribution du patrimoine. Le modèle est identifié par l'absence de restrictions et par des restrictions de signe, un choc de demande positif entraînant une hausse de la consommation privée réelle comme du déflateur de la consommation privée, tandis qu'un choc positif sur les coûts entraîne une hausse du déflateur de la consommation privée et une baisse de la consommation privée réelle. Les réponses des flux de dépôts (le total ainsi que les différentes mesures sur l'ensemble de la distribution du patrimoine net) et le coefficient de Gini ne sont affectés d'aucune restriction. On fait l'hypothèse que la consommation privée réelle et le déflateur de la consommation privée ne réagissent pas à d'autres chocs non identifiés en imposant une absence de restrictions. Le modèle est estimé à partir de données trimestrielles (exprimées en variations trimestrielles en pourcentage) du premier trimestre 2009 au troisième trimestre 2021. Toutes les données (à l'exception du coefficient de Gini) sont corrigées des variations saisonnières. « Premières phases de la pandémie de COVID-19 » représente la période comprise entre le premier trimestre 2020 et le premier trimestre 2021. « Période de poussée inflationniste » représente la période comprise entre le deuxième trimestre et le troisième trimestre 2021.

Il est probable que les évolutions récentes des flux de dépôts des ménages et des inégalités en termes d'épargne aient été déterminées par les restrictions liées à la pandémie et par l'inflation par les coûts, ainsi que par l'incertitude provoquée par la guerre en Ukraine. Au quatrième trimestre 2021 et au premier trimestre 2022, les restrictions plus contraignantes sur la consommation à forte intensité de contact et les chocs d'inflation par les coûts auraient dû avoir des effets

¹³ Cela correspond au fait que les ménages pauvres consacrent une part relativement importante de leurs revenus à l'énergie. Pour plus d'informations, cf. l'article 1 du présent *Bulletin*.

opposés sur la dynamique des dépôts, et tous deux auraient dû accentuer les inégalités relatives à l'épargne. L'incertitude provoquée par la guerre en Ukraine a pu entraîner une hausse de l'épargne de précaution des ménages, mais elle a également pu se traduire par des rééquilibrages de portefeuilles, de sorte qu'il n'est pas facile de déterminer ses effets sur les flux de dépôts et leur distribution.

4 Le salaire minimum et son rôle dans la croissance des salaires en zone euro

Gerrit Koester et David Wittekopf

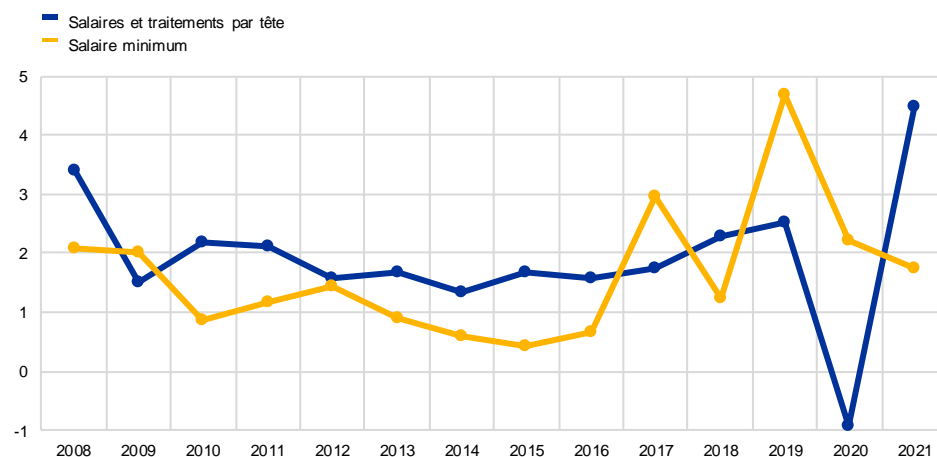
Les dispositifs de salaire minimum sont très répandus dans de nombreux pays de la zone euro, et les modifications du salaire minimum peuvent avoir des effets importants sur la croissance salariale agrégée. Sur les 19 pays de la zone euro, 15 ont institué un salaire minimum ¹. Les niveaux du salaire minimum sont fixés selon différentes méthodes – notamment des formules prédéterminées, des recommandations de comités d'experts et des consultations avec les partenaires sociaux – et sont aussi souvent laissés à la discrétion des gouvernements. La fréquence de modification diffère d'un pays à l'autre, mais la plupart des pays révisent leur salaire minimum tous les un ou deux ans. Les modifications du salaire minimum peuvent avoir un effet mécanique direct sur la croissance salariale agrégée au sens comptable. Une augmentation du salaire minimum pousse à la hausse le niveau de salaire de ceux qui percevaient auparavant un salaire inférieur au salaire minimum. La hausse du salaire minimum peut également – en particulier en cas d'augmentations importantes – faire augmenter la part des bénéficiaires de ce dispositif dans l'économie. Les modifications du salaire minimum peuvent également avoir un impact indirect via des répercussions sur les salaires supérieurs au minimum afin de maintenir un certain écart par rapport au salaire minimum, ou via le recours à des augmentations du salaire minimum comme référence pour les négociations salariales.

¹ Les quatre pays de la zone euro qui n'ont pas de salaire minimum légal sont l'Italie, Chypre, l'Autriche et la Finlande.

Graphique A

Croissance du salaire minimum et des salaires et traitements au fil du temps

(variation annuelle en pourcentage)



Sources : Statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC) et calculs des services de la BCE.

Note : La croissance du salaire minimum par pays est pondérée par la part estimée des salaires et traitements versés aux bénéficiaires du salaire minimum par pays sur la base des données de l'EU-SILC, en gardant les pondérations de 2018 pour 2018-2021 inchangées pour l'année considérée. Pour l'Allemagne (où le salaire minimum n'existe que depuis 2015), des augmentations de 0 % sont incluses pour la période 2008-2015.

Même si le salaire minimum dans la zone euro a eu tendance, en moyenne, à augmenter à un rythme semblable à celui des salaires et traitements, sa croissance s'en est également sensiblement écartée certaines années.

Avec une moyenne de 1,5 % entre 2009 et 2019 (du déclenchement de la crise financière mondiale jusqu'au début de la pandémie, à peu près), la croissance du salaire minimum a été légèrement inférieure à celle des salaires et traitements par tête, qui ont augmenté de 1,8 % dans la zone euro ² (graphique A). L'écart le plus important entre la croissance des salaires et traitements par tête et celle du salaire minimum a été observé en 2019, lorsque le salaire minimum a augmenté à un rythme beaucoup plus rapide (4,7 %) que les salaires et traitements par tête (2,5 %). Durant la pandémie en 2020 et 2021, lorsque de nombreux accords salariaux ne prévoyaient que des augmentations de salaire faibles, voire nulles, alors que les évolutions des salaires et traitements par tête étaient fortement affectées par les dispositifs de maintien de l'emploi ³, le salaire minimum a augmenté de 2,2 % en moyenne en 2020 et de 1,7 % en 2021.

La hausse du niveau du salaire minimum concerne souvent l'ensemble des pays, mais, en termes quantitatifs, les variations dans les grands pays dominant les évolutions moyennes de la zone euro.

Pour la première fois depuis 2008, tous les pays disposant d'un salaire minimum ont relevé le niveau minimum légal national en 2019 (graphique B, partie a), ce qui a contribué à la croissance relativement élevée du salaire minimum cette même année. L'augmentation de 22 %

² La croissance de la rémunération horaire a augmenté de 2 % en moyenne sur la période 2009-2019.

³ Pour plus de détails, cf. les encadrés intitulés « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020 et « [Évolution de la rémunération horaire et de la rémunération par tête depuis le début de la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020.

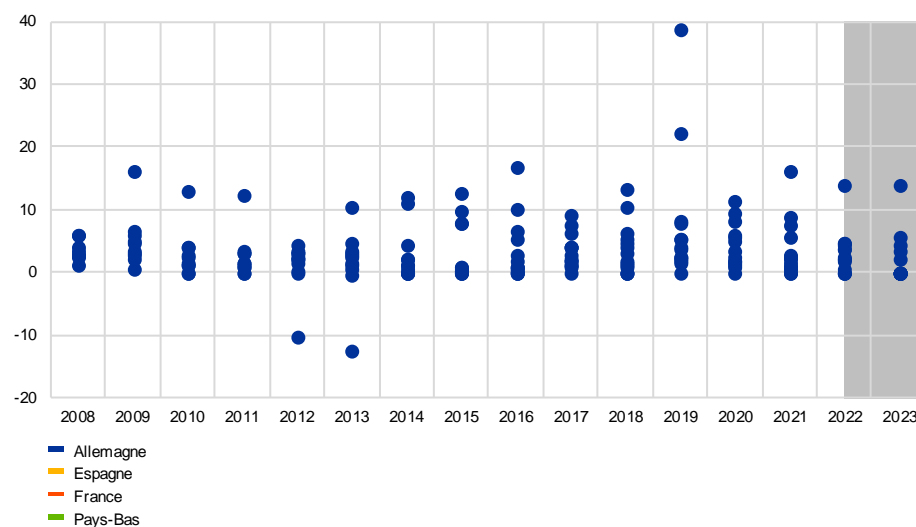
environ du salaire minimum en Espagne (graphique B, partie b) a été le principal facteur à l'origine de la forte hausse de l'agrégat de la zone euro.

Graphique B

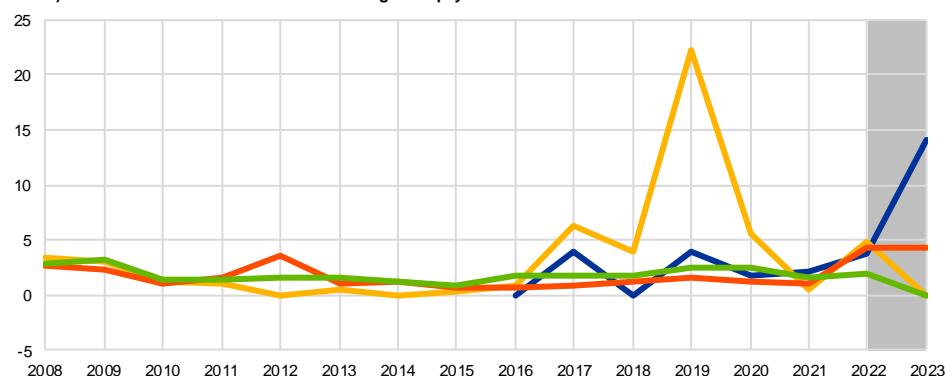
Croissance du salaire minimum dans les différents pays de la zone euro

(variation annuelle en pourcentage)

a) Distribution de la croissance du salaire minimum dans les différents pays au fil du temps



b) Croissance du salaire minimum dans les grands pays de la zone euro



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

Notes : La partie a) du graphique est fondée sur la zone euro dans sa composition changeante. Le salaire minimum pour la période 2008-2021 est établi sur la base des données fournies par Eurostat pour janvier et juillet de chaque année. Pour 2022 et 2023, les augmentations du salaire minimum reflètent les augmentations déjà mises en œuvre ou celles résultant de l'indexation sur l'inflation (en appliquant la dernière prévision établie par les services de la BCE) – en tenant compte du mois au cours duquel une augmentation entre en vigueur. La zone grisée représente la partie prospective (2022 et 2023).

Le salaire minimum devrait augmenter sensiblement dans de nombreux pays de la zone euro en 2022 et 2023.

Sur la base des informations actuelles, le salaire minimum devrait augmenter dans 12 des 19 pays de la zone euro en 2022 (graphique B, partie a). L'augmentation la plus prononcée concerne l'Allemagne, où le salaire minimum devrait atteindre 12 euros de l'heure en octobre 2022, soit une augmentation de 25 % par rapport au niveau de décembre 2021 (9,60 euros). L'augmentation n'intervenant qu'au quatrième trimestre, elle se reflétera dans la croissance du salaire minimum en glissement annuel en 2022 et 2023 (cf. également graphique B, partie b). Les responsables de la fixation du salaire minimum ont motivé ces fortes hausses par la nécessité d'un rattrapage après que le salaire minimum a crû moins fortement que les salaires et traitements moyens ainsi que par

les taux d'inflation actuellement élevés, qui touchent particulièrement les ménages à faible revenu, pour lesquels les rubriques enregistrant des taux d'inflation très élevés, comme l'énergie et l'alimentation, représentent une part comparativement importante du panier de consommation ⁴. Compte tenu de la forte incertitude entourant les perspectives, de nouvelles modifications du salaire minimum allant au-delà de celles déjà décidées et de celles résultant des clauses d'indexation du salaire minimum sur l'inflation semblent probables en 2022 et 2023.

Pour calculer l'effet mécanique direct du salaire minimum sur la croissance globale des salaires, il est nécessaire de disposer d'informations sur le nombre de bénéficiaires. Pour obtenir une approximation de la part des salaires et traitements versés aux bénéficiaires du salaire minimum dans l'ensemble des salaires et traitements, cet encadré utilise les données issues des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC), qui ne sont toutefois pour l'instant disponibles que jusqu'en 2018. L'effet mécanique direct sur la croissance globale des salaires est ensuite calculé en multipliant le taux de croissance du salaire minimum par la part du salaire minimum dans l'ensemble des salaires et traitements ⁵. L'évaluation des effets des modifications du salaire minimum sur la croissance globale des salaires et traitements après 2018 (dernière année pour laquelle des données sont disponibles) nécessite de nouvelles hypothèses sur l'évolution de la part des salariés percevant le salaire minimum depuis 2018. Dans cet encadré, nous examinons deux options : dans la première, le nombre de bénéficiaires demeure constant au niveau de 2018 ; dans la seconde, nous ajustons le nombre de bénéficiaires sur la base de la part des salariés, qui, en 2018, seraient passés sous le nouveau niveau du salaire minimum devant être mis en œuvre au cours des années suivantes. Si la première option est susceptible de sous-estimer la part des bénéficiaires et, par conséquent, l'incidence mécanique directe sur la croissance des salaires, en particulier dans le cas d'augmentations importantes du salaire minimum, la seconde option pourrait générer des estimations se situant à un niveau élevé, l'échelle globale des salaires ayant tendance se déplacer vers le haut chaque année. Ces deux options débouchent sur une fourchette qui reflète

⁴ Pour les effets de l'inflation sur le salaire minimum (par exemple, via l'indexation et le rôle du salaire minimum dans les négociations de branche), cf., par exemple, Gautier (E.), Fougère (D.) et Roux (S.), « *The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France* », document de travail n° 587, Banque de France, avril 2016. Pour l'exposition des ménages aux chocs sur les prix de l'énergie par revenu, cf., par exemple, le graphique 6 de l'article 1 du présent *Bulletin économique*.

⁵ Premièrement, la part des bénéficiaires du salaire minimum est calculée sur la base des données EU-SILC. Pour ce faire, nous calculons la proportion de salariés dont le revenu se situe dans une fourchette comprise entre 90 % et 110 % du salaire minimum. Cette proportion est ensuite appliquée au nombre total de salariés dans l'économie pour obtenir le nombre de bénéficiaires du salaire minimum dans une économie. En multipliant ce nombre par le niveau respectif du salaire minimum dans chaque pays, on obtient le montant des salaires et traitements pouvant être attribué aux bénéficiaires du salaire minimum et on peut calculer la part de ce groupe dans l'ensemble des salaires et traitements de chaque pays, et en agrégeant les résultats par pays, dans la zone euro. La prise en compte des différences au niveau des heures travaillées par les bénéficiaires du salaire minimum et de l'emploi global ne modifie pas sensiblement les résultats. Les pourcentages de salariés ont été estimés à partir des microdonnées EU-SILC pour chaque année jusqu'à la dernière observation de 2018. Pour le reste de l'échantillon, les pourcentages sont maintenus à un niveau constant, sauf lorsque des données administratives au niveau national sont disponibles pour compléter l'analyse. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « *Évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

l'incertitude quant à l'ampleur des effets mécaniques directs des modifications du salaire minimum.

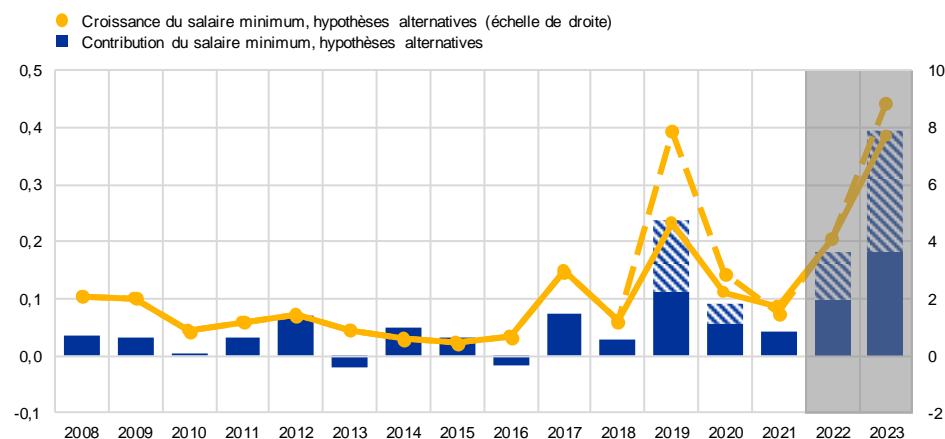
Les modifications du salaire minimum devraient contribuer plus fortement qu'à l'accoutumée à la croissance des salaires de la zone euro en 2022 et 2023. Depuis 2008, la contribution mécanique directe des modifications du salaire minimum à la croissance des salaires et traitements dans la zone euro a eu tendance à être inférieure à 0,1 point de pourcentage par an sur la base des parts des bénéficiaires du salaire minimum qui peuvent être calculées à partir des données EU-SILC jusqu'en 2018. En 2019, les effets auraient été sensiblement plus élevés en tenant compte des effets potentiels de la hausse exceptionnellement importante (22 %) du salaire minimum en Espagne (graphique B, partie b) sur la part des salariés percevant le salaire minimum. Dans ce cas, la contribution des modifications du salaire minimum à la croissance globale des salaires dans la zone euro passe de 0,1 point de pourcentage environ (dans l'hypothèse d'une part inchangée des bénéficiaires du salaire minimum en Espagne en 2019 par rapport à 2018) à 0,2 point de pourcentage (dans l'hypothèse d'une augmentation de la part des bénéficiaires du salaire minimum en Espagne en incluant tous les salariés qui, en 2018, gagnaient moins que le salaire minimum de 900 euros par mois mis en place en Espagne en 2019). Les contributions des augmentations du salaire minimum à la hausse globale des salaires devraient être beaucoup plus élevées que d'habitude en 2022 et 2023. En se fondant sur l'hypothèse selon laquelle le nombre de bénéficiaires du salaire minimum reste inchangé au niveau de 2018, la croissance du salaire minimum dans la zone euro devrait augmenter de plus de 4 % en 2022, et même de près de 8 % en 2023, et contribuer à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ à la croissance des salaires dans la zone euro en 2022 et de 0,2 point de pourcentage en 2023 (graphique C). La forte hausse du salaire minimum dans la zone euro est largement imputable à l'augmentation du salaire minimum, porté à 12 euros de l'heure, en Allemagne en octobre 2022. Si la part des bénéficiaires du salaire minimum est ajustée pour le cas des augmentations importantes du salaire minimum – c'est-à-dire pour inclure, en Allemagne, tous les salariés ayant gagné 12 euros de l'heure ou moins en 2018 et, en Espagne, tous les salariés ayant gagné un salaire inférieur à 900 euros par mois en 2018 – la croissance du salaire minimum dans la zone euro devrait augmenter de plus de 4 % en 2022 et même de 9 % environ en 2023 – ce qui implique une contribution mécanique directe du salaire minimum à la croissance des salaires et traitements de 0,2 point de pourcentage environ en 2022 et de 0,4 point de pourcentage environ en 2023 ⁶.

⁶ Pour un calcul des effets de l'augmentation prévue du salaire minimum sur la croissance des salaires en Allemagne, cf. également « [The macroeconomic impact of the planned increase in the general statutory minimum wage to €12 per hour](#) », *Monthly Report*, vol. 74, n° 2, Deutsche Bundesbank, février 2022.

Graphique C

Contribution directe (mécanique) des modifications du salaire minimum à la croissance des salaires et traitements

(échelle de gauche : en points de pourcentage ; échelle de droite : croissance annuelle en pourcentage)



Sources : Statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC) et calculs des services de la BCE.
Notes : Les effets attendus estimés pour 2022 et 2023, présentés dans la zone ombrée, se fondent sur les plans actuels et les clauses d'indexation des salaires. Le nombre de bénéficiaires du salaire minimum après 2018 (dernières données EU-SILC disponibles) est inchangé dans les hypothèses de référence (lignes/colonnes continues), tandis que les hypothèses alternatives (lignes en pointillés et colonnes hachurées) incluent des pondérations plus élevées. Dans les hypothèses alternatives, la part des bénéficiaires du salaire minimum en Allemagne en 2022 et 2023 est égale à la part de ceux qui gagnaient un salaire horaire de 12 euros ou moins en 2018. Pour l'Espagne, l'hypothèse alternative est que la part des bénéficiaires du salaire minimum inclut tous les salariés qui ont perçu un salaire mensuel inférieur à 900 euros (niveau du salaire minimum en 2019 – en se fondant sur 14 versements mensuels par an) en 2018.

5 Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications ?

Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Baptiste Meunier, Adrian Page et Marcel Tirpák

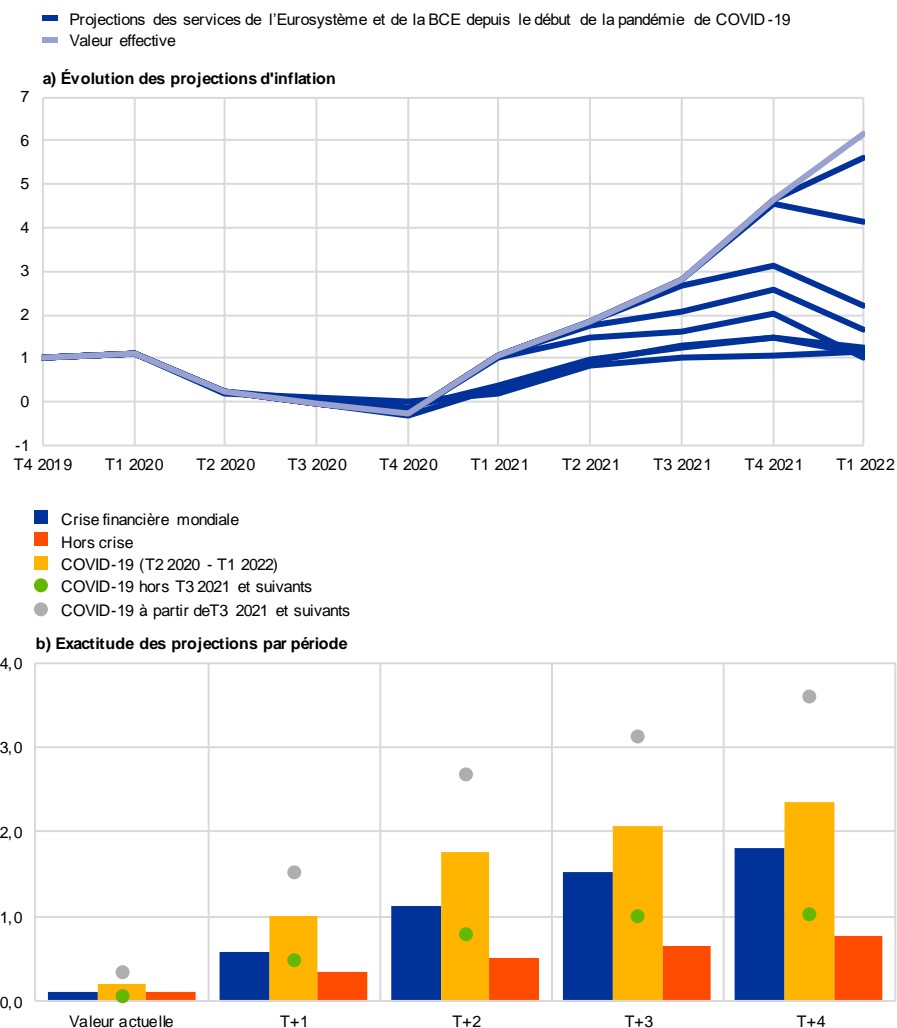
Les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE ont nettement sous-estimé la poussée de l'inflation, en grande partie en raison d'évolutions exceptionnelles, telles qu'une dynamique des prix de l'énergie sans précédent et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Si

les projections relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH total pour 2020 se sont révélées assez exactes malgré l'apparition de la pandémie de coronavirus (COVID-19), elles ont cependant commencé à sous-estimer l'inflation au premier trimestre 2021, phénomène qui s'est accentué à partir du troisième trimestre 2021. La sous-estimation de l'inflation pour le premier trimestre 2022 a marqué la plus forte erreur à l'horizon d'un trimestre depuis les premières projections établies en 1998, à savoir une différence de 2,0 points de pourcentage entre la valeur effectivement constatée et la projection de décembre 2021 (graphique A, partie a). Pendant la crise de la COVID-19, l'exactitude des projections relatives à l'IPCH, mesurée par la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne, a nettement baissé (graphique A, partie b), même si jusqu'au deuxième trimestre 2021 (points verts) ces projections restaient en moyenne plus exactes que celles réalisées lors de la crise financière mondiale, malgré le fait que cette période ait enregistré des fluctuations de l'activité moins prononcées que pendant la COVID-19. La dégradation de l'exactitude des projections a principalement eu lieu depuis le troisième trimestre 2021, lorsque des évolutions imprévues des prix de l'énergie, conjuguées aux effets de la réouverture après la levée des restrictions liées au coronavirus et aux effets des goulets d'étranglement au niveau de l'offre à l'échelle mondiale, ont entraîné des hausses sans précédent de l'inflation mesurée par l'IPCH (points gris).

Graphique A

Évolution et exactitude des récentes projections de l'inflation mesurée par l'IPCH

(partie a : variation annuelle en pourcentage ; partie b : racine carrée de l'erreur quadratique moyenne en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème.
 Notes : Partie a : les courbes bleu foncé se rapportent aux projections successivement publiées entre juin 2020 et mars 2022.
 Partie b : l'axe des abscisses se rapporte aux horizons de projection ; « hors crise » couvre la période allant du quatrième trimestre 1999 au premier trimestre 2008 et celle allant du premier trimestre 2014 au premier trimestre 2020, « crise financière mondiale » couvre la période allant du deuxième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2009 et « COVID-19 » couvre la période allant du deuxième trimestre 2020 au premier trimestre 2022 ; les différentes périodes sont identifiées à partir des travaux du réseau pour le cycle conjoncturel de la zone euro (*Euro Area Business Cycle Network*).

Les projections d'inflation tout au long de l'année 2021 et au premier trimestre 2022 ont été réalisées dans un contexte d'envolée des prix de l'énergie.

Au cours des derniers trimestres, les prix de gros du gaz et de l'électricité et les prix du pétrole brut ont atteint des taux de croissance annuels exceptionnellement élevés (graphique B, partie a). S'agissant en particulier des prix de gros du gaz et de l'électricité, au quatrième trimestre 2021, les taux de croissance annuels (540 % et 390 %, respectivement) ont été environ quatre fois supérieurs à leur maximum sur la période 2005-2020, et les observations depuis le deuxième trimestre 2021 se sont toutes établies bien au-dessus de l'ensemble des valeurs historiques. À cause de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les prix des matières premières énergétiques ont encore davantage augmenté au premier trimestre 2022.

Dans les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, les hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques sont posées en fonction des contrats à terme extraits des marchés, pratique courante dans les différentes banques centrales et institutions internationales ¹. Dans une large mesure, la hausse exceptionnelle des prix de l'énergie n'avait pas été anticipée par les intervenants de marché (graphique B, partie b).

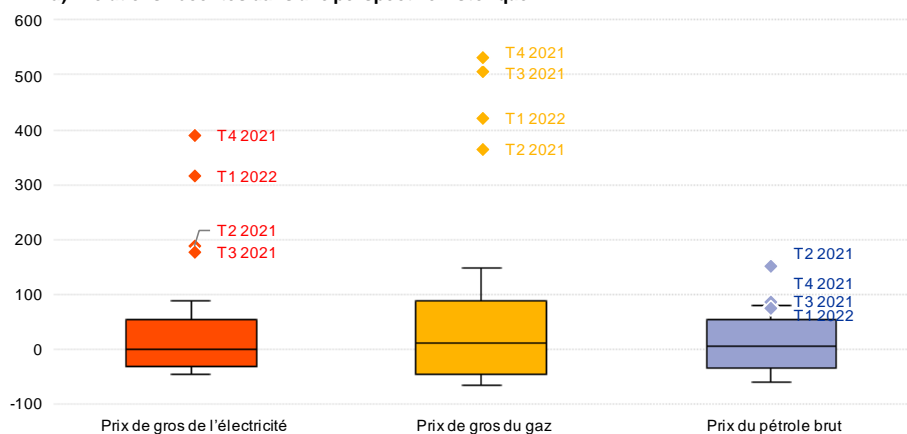
¹ Dans les projections établies par le FMI, la Commission européenne et de nombreuses banques centrales, notamment le Système fédéral de réserve et la Banque du Japon, les hypothèses relatives aux prix des matières premières énergétiques sont construites en fonction des contrats à terme sur le pétrole. Une autre approche (utilisée par l'OCDE et la Banque de réserve d'Australie) consiste à faire l'hypothèse que les prix du pétrole sont constants, tandis que la Banque d'Angleterre utilise les prix des contrats à terme pour les six premiers mois, puis un prix du pétrole constant par la suite. Au cours de la période récente, les contrats à terme sur le pétrole suggérant des prix en légère baisse, l'hypothèse d'un prix du pétrole constant aurait réduit les sous-estimations de l'inflation. Néanmoins, au vu de l'ampleur de la hausse des prix du pétrole qui a été observée, cette réduction aurait été minime par rapport à la taille des erreurs. Pour faire face à l'incertitude entourant les hypothèses relatives aux prix du pétrole, les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE sont régulièrement complétées par des analyses de sensibilité qui montrent l'impact de trajectoires différentes fondées sur les densités neutres au risque tirées des options sur les contrats à terme sur le pétrole, entre autres facteurs.

Graphique B

Évolution des prix des matières premières énergétiques

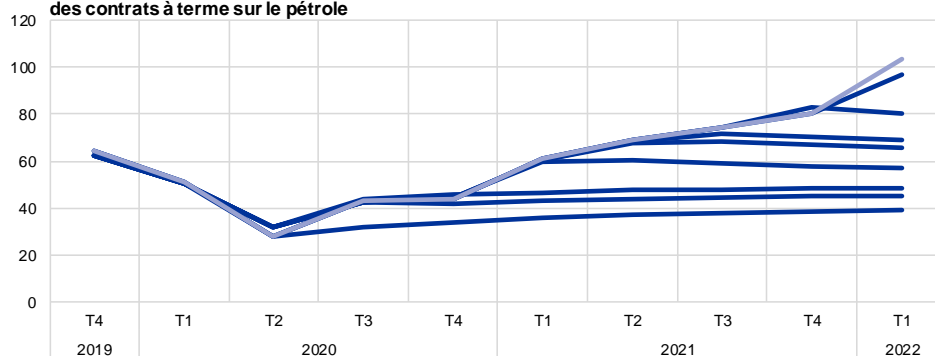
(partie a : variations annuelles en pourcentage ; partie b : en dollars le baril)

a) Évolutions récentes dans une perspective historique



■ Hypothèses des services de l'Eurosystème et de la BCE quant aux prix du pétrole depuis le début de la pandémie
■ Valeur effective

b) Évolution des hypothèses de l'Eurosystème et de la BCE sur les prix du pétrole fondées sur les prix des contrats à terme sur le pétrole



Sources : Eurostat, Bloomberg, Refinitiv et Fraunhofer ISE.

Notes : Partie a : les diagrammes en boîte à moustaches se rapportent aux distributions entre le deuxième trimestre 2005 et le premier trimestre 2021, les boîtes vont du premier au troisième quartile et les tirets horizontaux représentent les valeurs minimales et maximales ; les prix de gros de l'électricité sont une moyenne pondérée (en utilisant la production d'électricité comme pondération) des prix des « cinq grands » marchés de la zone euro. Partie b : les lignes bleu foncé se rapportent aux hypothèses utilisées dans les projections publiées successivement entre juin 2020 et mars 2022. Les prix du pétrole se rapportent au prix du pétrole brut Brent. Les données sont présentées en fréquence trimestrielle.

Récemment, les institutions internationales et les prévisionnistes du secteur privé ont commis des erreurs d'ampleur comparable dans leurs projections d'inflation pour la zone euro.

En moyenne, sur la période de COVID-19, l'exactitude des prévisions d'inflation s'est révélée comparable entre les différents prévisionnistes (graphique C, partie a). Pour 2021 et le premier trimestre 2022, ils ont tous nettement sous-estimé l'inflation. Cela illustre les défis importants que pose l'exercice de prévision de l'inflation dans une période caractérisée par une volatilité extrême des évolutions économiques, et en particulier des prix des matières premières énergétiques. Les services de l'Eurosystème et de la BCE ont obtenu de moins bons résultats que d'autres prévisionnistes en matière de projections de l'inflation mesurée par l'IPCH pour le premier trimestre 2021, mais la performance relative des projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE s'est accrue au cours des autres trimestres de 2021 et au premier trimestre 2022.

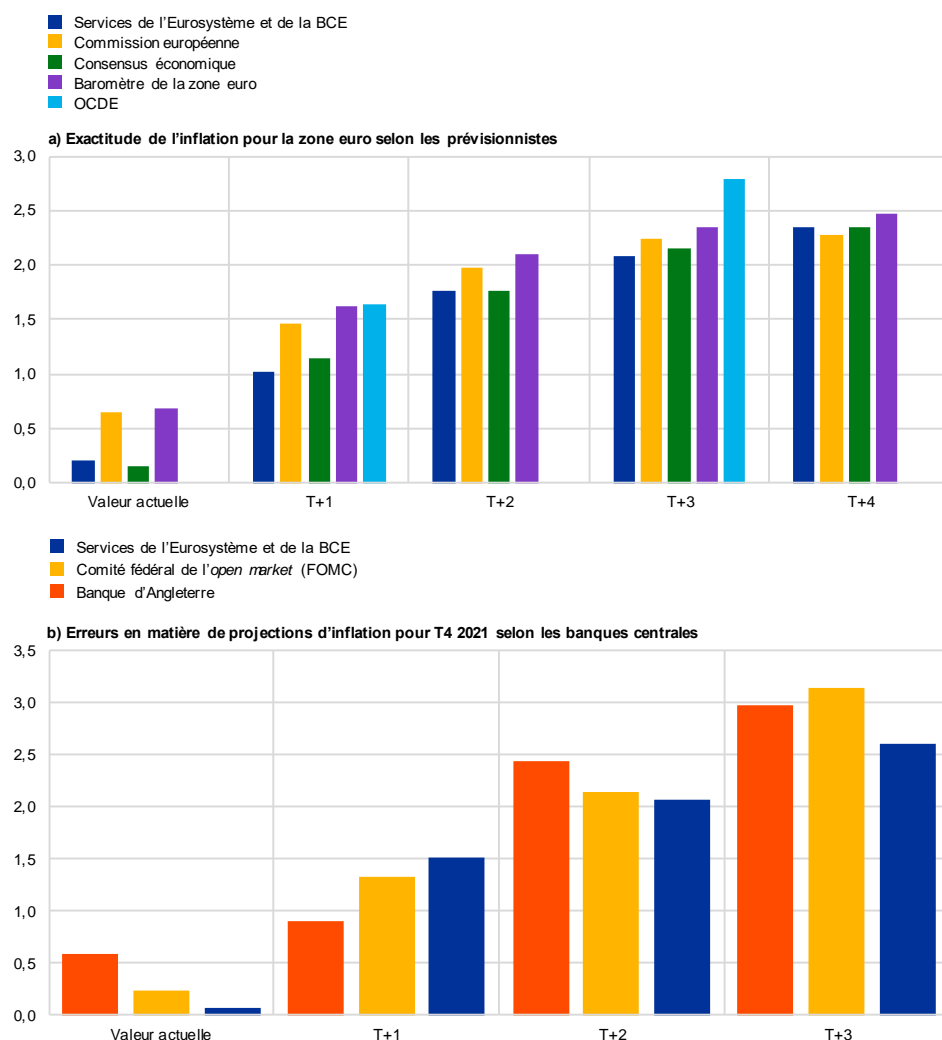
L’exactitude des projections relatives à l’inflation totale établies par les services de l’Eurosystème et de la BCE est comparable à celle des projections publiées par le Comité fédéral de l’*open market* et la Banque d’Angleterre pour leurs propres économies. Le graphique C, partie b compare quatre exercices de projection publiés en 2021 et présente les erreurs commises en matière d’inflation pour le quatrième trimestre 2021, une période durant laquelle les mouvements inattendus de l’inflation ont été significatifs. Les services de l’Eurosystème et de la BCE et le Comité fédéral de l’*open market* (FOMC) bénéficient d’un léger avantage en matière d’information par rapport à la Banque d’Angleterre lors de l’établissement des projections, car leurs dates d’arrêt plus tardives leur permettent généralement de disposer d’une observation mensuelle supplémentaire de l’inflation. Aucune banque centrale n’avait prévu la forte hausse de l’inflation totale observée en 2021 dans l’ensemble des économies, et les importantes erreurs commises pour le quatrième trimestre sont largement comparables ².

² En raison d’un manque de données disponibles, nous avons omis dans cette comparaison les projections d’inflation des membres du Conseil de la politique monétaire de la Banque du Japon, celles-ci étant publiées sous la forme de moyennes annuelles et pour l’exercice comptable uniquement. Toutefois, si l’on considère les valeurs effectives de l’inflation publiées jusqu’ici, les projections de la Banque du Japon semblent avoir surestimé l’inflation pour l’exercice 2021, qui s’est achevé en mars 2022. La hausse des prix à la consommation est restée modeste au cours de l’exercice 2021 en raison également d’importantes baisses du coût de la téléphonie mobile, ce qui, d’après les estimations de la Banque du Japon, a soustrait environ 1,1 point de pourcentage de l’inflation mesurée par l’indice des prix à la consommation hors produits alimentaires frais (cf. Banque du Japon, « *Outlook for Economic Activity and Prices* », janvier 2022).

Graphique C

Exactitude comparative des projections d'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis le début de la période de COVID-19

(partie a : racine carrée de l'erreur quadratique moyenne en points de pourcentage ; partie b : points de pourcentage)



Sources : Parties a et b : projections macroéconomiques établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème pour la zone euro et calculs des services de la BCE. Partie a : Consensus économique, Commission européenne, Baromètre de la zone euro, OCDE et Eurostat. Partie b : BCE, Comité fédéral de l'open market et Banque d'Angleterre.

Notes : La période de COVID-19 se rapporte aux projections allant du deuxième trimestre 2020 au premier trimestre 2022. Partie a : pour le Baromètre de la zone euro mensuel, on utilise pour chaque trimestre l'enquête la plus proche de la date d'arrêt des services de l'Eurosystème et de la BCE. Pour l'OCDE, les projections au trimestre en cours, à T+2 et à T+4, ne sont pas incluses du fait de problèmes de comparabilité. Partie b : une erreur de projection est définie comme la valeur effective moins la projection. Pour le FOMC, on reporte les projections d'inflation médianes.

En moyenne, les erreurs s'agissant des hypothèses conditionnelles, en particulier celles relatives aux prix de l'énergie, expliquent environ les trois quarts des récentes erreurs de projection commises par les services de l'Eurosystème et de la BCE en matière d'inflation (graphique D). Comme cela a été mentionné plus haut, ces projections dépendent, par construction, d'un ensemble d'hypothèses portant sur les prix des matières premières ainsi que sur les taux de change et les taux d'intérêt qui, dans la plupart des cas, proviennent des données extraites des marchés financiers. Les erreurs sur les hypothèses relatives aux prix du pétrole ont été les contributrices les plus régulières et les plus importantes aux erreurs en matière d'inflation (barres jaunes), en particulier sur les

horizons plus longs. Dans le même temps, la sous-estimation du renchérissement du gaz et de l'électricité (dans le contexte d'un découplage historiquement inédit des prix du pétrole et du gaz) explique la majeure partie des erreurs sur les horizons courts à partir du troisième trimestre 2021 (barres vertes)³. Ces erreurs pourraient également être liées à la répercussion plus rapide que prévu des prix de gros sur les prix à la consommation de l'énergie, comme le suggère la récente accentuation de la corrélation entre prix de gros et prix à la consommation du gaz sur une période concomitante⁴. S'agissant de l'électricité, dans certains pays, la répercussion des prix de gros sur les consommateurs a été quasi-immédiate, alors que historiquement, elle prend trois à douze mois⁵. Outre leur impact direct sur les prix à la consommation de l'énergie, ces erreurs dans les hypothèses ont également eu des effets indirects sur les projections relatives à l'inflation hors énergie (zones bleues hachurées). Outre l'énergie, le fait que l'inflation et le redressement de l'activité économique au sein des principaux partenaires commerciaux de la zone euro aient été plus prononcés que prévu a également contribué aux erreurs de prévision, notamment pour l'horizon à quatre trimestres (barres rouges). Globalement, les hypothèses techniques et les erreurs en matière de variation des prix de l'énergie qui y sont liées ont joué un rôle important dans les récentes sous-estimations de l'inflation. Ce constat se vérifie tout particulièrement pour l'horizon à un trimestre pour lequel, en termes absolus, ces erreurs ont contribué à hauteur de 1,6 point de pourcentage à l'erreur totale au premier trimestre 2022, un point haut historique. En comparaison, leur impact s'est révélé généralement plus faible durant la période antérieure à la COVID-19 (0,2 point de pourcentage en termes absolus).

³ La complexité de la fixation des prix de l'électricité dans les différents pays de la zone euro a également contribué aux difficultés à prévoir les prix à la consommation pour l'électricité. 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.

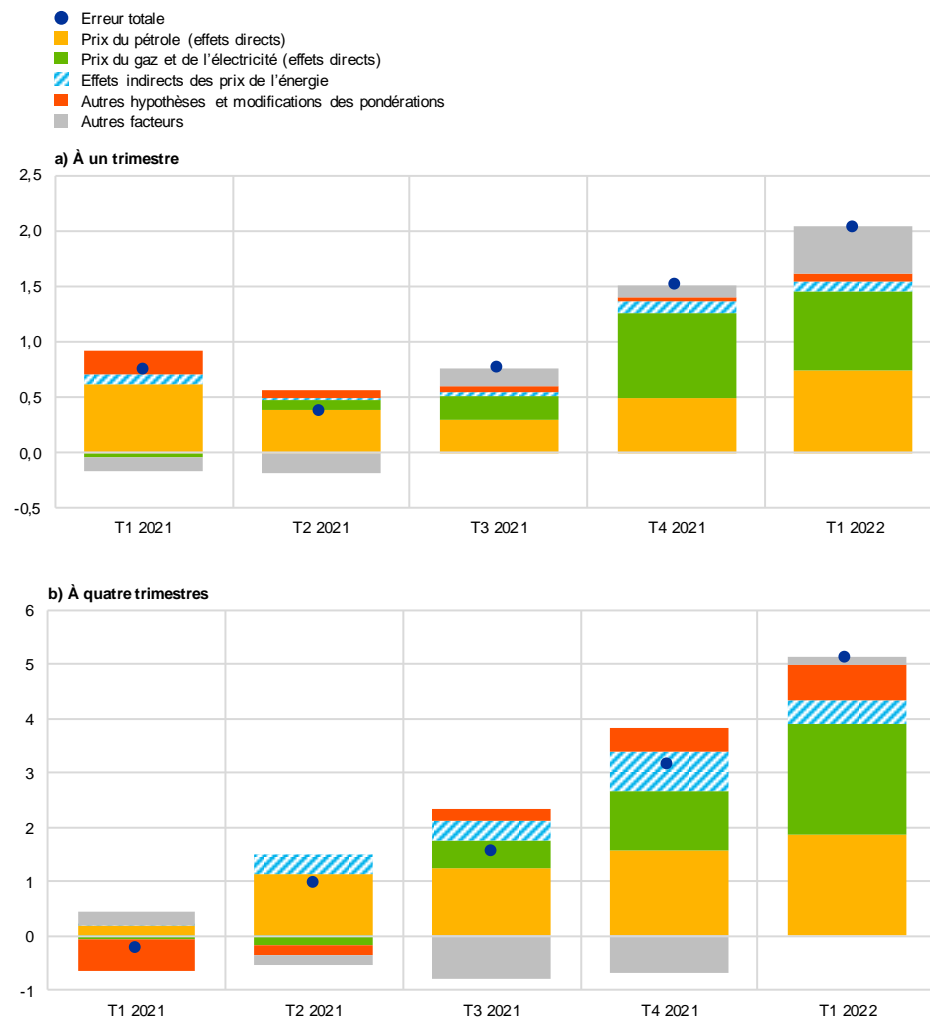
⁴ La corrélation glissante sur 24 mois entre les évolutions des deux séries sur la même période est passée de 0,36 en moyenne entre 2005 et 2021 à 0,92 au second semestre 2021.

⁵ Cf. le groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « [Energy markets and the euro area macroeconomy](#) », *Occasional Paper Series*, n° 113, BCE, juin 2010.

Graphique D

Décomposition des erreurs de projections relatives à l'IPCH à différents horizons

(points de pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE fondés sur les élasticités tirées des modèles macroéconomiques utilisés pour produire les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

Notes : L'« erreur totale » est la valeur effective moins la projection. « À un trimestre » et « à quatre trimestres » se rapportent à l'horizon de projection, par exemple l'erreur de projection à un trimestre pour T1 2021 représente l'erreur commise dans les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème s'agissant de la prévision d'inflation pour le premier trimestre 2021. « Autres hypothèses et modifications des pondérations » représente les hypothèses relatives aux taux d'intérêt à court et 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, ainsi qu'à l'effet des modifications des pondérations de l'IPCH. « Prix du gaz et de l'électricité (effets directs) » est l'erreur d'estimation de la variation des prix de l'énergie qui n'est pas expliquée par l'impact des erreurs relatives au pétrole et au taux de change. « Effets indirects des prix de l'énergie » est 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 pétrolier).

D'autres facteurs ayant probablement contribué aux erreurs en matière de projections d'inflation incluent les effets non anticipés des goulets d'étranglement prolongés au niveau de l'offre et de la réouverture de l'économie, une sous-utilisation moins importante que prévu des capacités sur le marché du travail, ainsi qu'une répercussion probablement plus prononcée qu'habituellement du renchérissement de l'énergie. Ces évolutions exceptionnelles sont difficiles à anticiper. En particulier, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui reflètent à la fois le redressement rapide de la demande mondiale de biens et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, se sont

révélés beaucoup plus importants que prévu, notamment au second semestre 2021⁶. S'agissant de la variation des prix des biens industriels non énergétiques, les simulations des services de la BCE suggèrent que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont apporté une contribution majeure à cette dynamique (environ 0,5 point de pourcentage au second semestre 2021)⁷. Les erreurs relatives à la variation des prix des services résultent essentiellement de hausses de prix plus prononcées que prévu dans les secteurs à forte intensité de contact après la réouverture de l'économie. Le renchérissement des prix des services a toutefois été généralisé, des tensions à la hausse se manifestant aussi dans certains secteurs à moindre intensité de contact (comme les services d'entretien et de réparation du logement et la communication). Un autre facteur concerne aussi probablement la sous-utilisation moins élevée que prévu des capacités sur le marché du travail, les projections relatives au chômage ayant été successivement révisées à la baisse au cours de cette période. Cela reflète partiellement les révisions à la hausse successives des projections relatives au PIB en volume réalisées entre fin 2020 et fin 2021. Les sous-estimations de la croissance du PIB pourraient toutefois n'avoir contribué que marginalement aux erreurs de prévision relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Enfin, la transmission plus prononcée qu'habituellement des prix des matières premières énergétiques à la variation des prix hors énergie pourrait avoir entraîné des effets indirects plus importants que les estimations de modèles, plutôt modérées, qui sont représentées par les zones bleues hachurées du graphique D⁸. L'incertitude qui entoure les élasticités utilisées pour évaluer l'impact fondé sur des modèles devrait être largement reconnue, mais, dans le cas de l'effet indirect des prix des matières premières énergétiques, la sous-estimation pourrait résulter de fortes non-linéarités dans un contexte de hausses des prix record et de capacité limitée des entreprises à absorber ces hausses compte tenu de leurs marges comprimées.

Les services de l'Eurosystème et de la BCE examinent régulièrement la qualité de leurs projections et adaptent l'ensemble de leurs hypothèses et de leurs processus de modélisation pour prendre en compte les évolutions les plus

⁶ Cf., par exemple : Lane (P.R.) « *Bottlenecks and monetary policy* », *The ECB Blog*, BCE, 10 février 2022 ; Panetta (F.), « *Une politique monétaire patiente face à une reprise mouvementée* », intervention à Sciences Po, Paris, 24 novembre 2021, et les encadrés intitulés : « *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 ; et « *L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

⁷ La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est établie à 2,1 % en moyenne sur la même période. Les estimations suivent l'approche présentée dans l'encadré intitulé « *Les perturbations des chaînes d'approvisionnement : quels effets sur l'économie mondiale ?* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021, en utilisant des modèles VAR intégrant la variation des prix des biens industriels non énergétiques, les prix à la production, la production industrielle, les exportations et les importations en volume, et une approximation des goulets d'étranglement sur la base du PMI (choc d'offre estimé ressortant du PMI et indicateur PMI relatif aux délais de livraison) qui ne tient pas compte de l'impact des prix de l'énergie. Toutefois, les effets des goulets d'étranglement ainsi obtenus pourraient aussi être affectés par les évolutions du prix du pétrole. Des estimations préliminaires suggèrent que l'effet de ces goulets d'étranglement est légèrement moins prononcé si l'on inclut les prix du pétrole et que l'on en fait une condition.

⁸ Les estimations de l'impact de différentes hypothèses sur les erreurs de projections relatives à l'inflation se fondent sur les modèles utilisés pour construire les projections des services de l'Eurosystème. Cf. les notes du graphique D pour plus de détails.

récentes⁹. Les erreurs sont inhérentes à la nature des projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, qui dépendent d'un ensemble d'hypothèses, reposant principalement sur des informations extraites des marchés, relatives notamment aux prix de l'énergie. L'expérience récente fournit toutefois quelques repères pour de nouvelles améliorations visant à rendre les projections plus robustes. L'ensemble d'hypothèses techniques utilisées pour établir les projections sont régulièrement examinées et sont en cours de modification. En particulier, les évolutions récentes appellent une évaluation plus détaillée du marché de l'énergie. Cette nécessité est prise en compte par le biais de la récente inclusion d'hypothèses relatives aux prix de gros du gaz et de l'électricité ainsi qu'au système d'échange de quotas d'émission (SEQE)¹⁰. De plus, les modèles utilisés dans les projections sont des modèles de pointe continuellement affinés. Comme cela a été le cas lors de la COVID-19, les modèles de projection traditionnellement utilisés sont complétés par des modèles satellites *ad hoc* afin de prendre en compte les chocs spécifiques¹¹. Néanmoins, le contexte actuel de volatilité des prix des matières premières énergétiques, aggravé par l'incertitude causée par la guerre en Ukraine et les effets de réouverture après la levée des restrictions liées à la pandémie, signifie qu'il devrait rester très difficile de prévoir les évolutions de l'inflation à court terme. Dans ce contexte, il peut être utile d'enrichir les projections de référence des services de l'Eurosystème et de la BCE avec des analyses de scénarios et de sensibilité afin d'obtenir une meilleure représentation des perspectives d'inflation¹².

⁹ Cf., par exemple, 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*, BCE, n° 8, 2019.

¹⁰ Jusqu'à récemment, le co-mouvement étroit entre les prix du pétrole et du gaz signifiait qu'une hypothèse unique pour le pétrole était jugée suffisante et le prix des permis d'émission impliquait un faible impact sur l'inflation totale.

¹¹ Cf., par exemple, Groupe de travail sur la modélisation dans l'Eurosystème, « [Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#) », *Occasional Paper Series*, n° 267, BCE, septembre 2021. De plus, dans son plan d'action sur le changement climatique, la BCE s'engage à accélérer la mise au point de nouveaux modèles et à mener des analyses théoriques et empiriques visant à surveiller les conséquences du changement climatique et des mesures associées (cf., par exemple, « [Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021). En outre, des modèles satellites ont également été développés pour faire face à l'impact des goulets d'étranglement au niveau de l'offre sur l'économie (cf., par exemple, les encadrés intitulés « [Quels sont les facteurs à l'origine de la récente hausse du coût du transport maritime ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021 ; « [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 ; et « [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).

¹² Dans une perspective à plus long terme, les tests statistiques couvrant l'ensemble des observations réalisées entre 1999 et 2022 suggèrent que les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE pour l'inflation totale et l'inflation hors produits alimentaires et énergies mesurées par l'IPCH sont non biaisées, efficaces et exactes quant à leur direction, et que ces propriétés ne sont pas significativement affectées par les importantes erreurs récentes. Les tests ont été réalisés selon la méthodologie énoncée dans Kontogeorgos (G.) et Lambrias (K.), « [An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#) », *Working Paper Series*, n° 2291, BCE, juin 2019. Sur une si longue période, les résultats de ces tests se rapportent également, dans une certaine mesure, à des périodes antérieures de surestimations successives de l'inflation, principalement entre 2013 et 2016 (cf. « [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).

Le rôle de la spéculation dans la récente hausse des prix des quotas d'émissions de gaz à effet de serre dans l'UE

Miguel Ampudia, Giovanna Bua, Daniel Kapp et Dilyara Salakhova

Le prix des quotas d'émissions négociés dans le système d'échange de quotas d'émissions de l'UE (SEQE-UE) a augmenté, passant de moins de 10 euros par tonne métrique de carbone à plus de 90 euros depuis début 2018 (graphique A).

De manière générale, comme évoqué plus loin, les prix des quotas d'émissions s'expliquent principalement par des facteurs liés à la demande (tels que l'activité économique et les changements de type de combustible) et les politiques publiques. L'analyse des marchés suggère que les principaux facteurs à l'origine de la hausse observée depuis début 2018 sont probablement l'introduction de politiques relatives au changement climatique de plus en plus strictes dans l'UE et au plan mondial, ainsi que diverses évolutions de la configuration du marché SEQE. En avril 2018, l'introduction de la directive révisée relative au SEQE-UE ¹, qui fixe le cadre de la quatrième phase (2021-2030), a renforcé la crédibilité du dispositif ². L'annonce fin 2019 par la Commission européenne du pacte vert pour l'Europe a également soutenu les prix des quotas d'émission, tout comme l'adoption par le Conseil européen d'un nouvel objectif en matière de réduction des émissions à l'échelle de l'UE fin 2020.

La part la plus importante de la hausse des prix des quotas d'émissions est intervenue début 2021 et reflète probablement une multitude de facteurs.

Des recherches menées par la Commission européenne et les analyses des acteurs du marché des quotas suggèrent que plusieurs facteurs ont conduit à l'accélération de la hausse des prix observée depuis début 2021. Premièrement, la vague de froid qui a touché l'Europe début 2021 a entraîné une hausse de la demande d'énergie. À court terme, compte tenu des rigidités de la production, une hausse de la demande d'énergie se traduit directement par une augmentation de la demande de certificats d'émissions et donc par un renchérissement des quotas. Deuxièmement, l'annonce de l'ensemble de propositions législatives « Ajustement à l'objectif 55 » de la Commission européenne a renforcé le rôle du SEQE-UE comme outil principal de la décarbonation dans l'UE. Troisièmement, la phase 4 du SEQE, qui a commencé en 2021, implique aussi une réduction de l'offre de quotas au fil du temps et une mise à jour des paramètres de la Réserve de stabilité du marché, qui limitera encore le volume de quotas disponibles sur le marché ³. Quatrièmement, le principal facteur à l'origine des hausses de prix les plus récentes est le renchérissement du gaz, qui incite les producteurs d'électricité à passer d'une production fondée sur le gaz à une

¹ Directive (UE) 2018/410 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2018 modifiant la directive 2003/87/CE afin de renforcer le rapport coût-efficacité des réductions d'émissions et de favoriser les investissements à faible intensité de carbone, et décision (UE) 2015/1814 (JO L 76, 19.03.2018, p. 3).

² La directive a modifié la réserve de stabilité du marché et accru le taux de réduction du plafond annuel des émissions de 1,74 % à 2,2 % pour la phase 4 du SEQE.

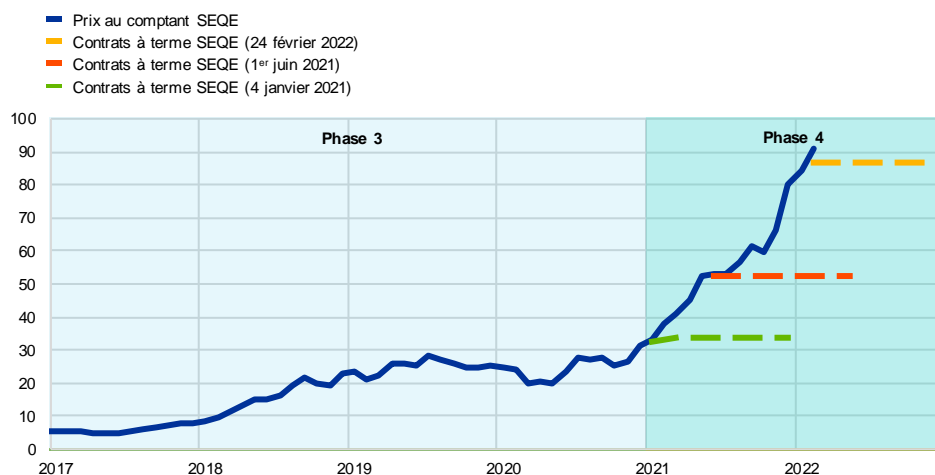
³ Cf. l'encadré intitulé « Prix des quotas d'émission de carbone dans l'UE dans le cadre du plan d'action de la BCE sur le changement climatique », *Bulletin économique*, n° 6, 2021 pour plus d'informations sur les caractéristiques du SEQE-UE.

production à partir de charbon, plus émettrice de CO₂, ce qui accroît la demande de permis carbone.

Graphique A

Prix au comptant et prix des contrats à terme sur le marché SEQE

(en euros par tonne métrique de carbone)



Sources : Refinitiv, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le SEQE-UE a subi de nombreuses modifications au fil des ans. Introduit en 2005, le système a été conçu en phases d'échange et se trouve maintenant dans sa quatrième phase. La dernière observation se rapporte à février 2022 (prix au comptant sur le SEQE, données mensuelles).

À la lumière de la hausse particulièrement prononcée des prix des quotas d'émissions de gaz à effet de serre sur les deux dernières années, le rôle potentiellement joué par la spéculation se dessine de plus en plus clairement.

Même si l'on prévoit une augmentation des prix des quotas afin d'atteindre des objectifs de décarbonation de plus en plus stricts, de fortes hausses de prix sur une courte période pourraient signifier que les entreprises sont confrontées à une hausse rapide des coûts sans avoir suffisamment de temps pour ajuster leurs capacités de production. À cet égard, les travaux de recherche de la Commission européenne suggèrent que la flambée des prix peut avoir été soutenue par une hausse de l'intérêt porté au SEQE par les entités non réglementées, telles que les fonds d'investissement⁴. Les informations tirées de la veille de marché suggèrent également que les fonds indiciels cotés (*exchange-traded funds* ou ETF) et les autres fonds d'investissement sont susceptibles de jouer un rôle croissant sur le marché SEQE.

Toutefois, la majorité des études empiriques portant sur les déterminants des prix du carbone se sont jusqu'ici principalement intéressées aux facteurs structurels à l'origine des fluctuations des prix et ont accordé une attention limitée aux évolutions de la spéculation. L'effet de « réorientation » qui résulte du remplacement de certaines sources de combustible par d'autres, dont les niveaux d'émissions de carbone sont différents, a été identifié, en théorie, comme l'un des

⁴ Les entités soumises à conformité (*compliance entities*) sont les entreprises et les compagnies aériennes obligées de participer au SEQE-UE. Les entités non soumises à conformité (*non-compliance entities*), telles que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les fonds et les négociants en matières premières (qui ne sont pas soumis à des exigences de conformité) peuvent également participer.

principaux déterminants des prix du carbone. Toutefois, tandis qu'en Europe cette substitution s'opère essentiellement entre le gaz et le charbon, les éléments empiriques ne permettent pas de déterminer avec certitude l'effet de la réorientation opérée entre différents types de combustible sur les prix du carbone à la suite de modifications des prix du charbon ⁵. D'après la littérature, les fluctuations de l'activité économique ⁶, ainsi que les variations des prix des produits finaux, essentiellement sous la forme du prix de l'électricité ⁷, constituent d'autres déterminants importants des prix des quotas. Enfin, les conditions météorologiques jouent un rôle important dans la mesure où elles peuvent influencer sur la demande de certificats d'émissions, par le biais tant de leur impact sur la consommation d'énergie que de leur effet sur la production d'énergie renouvelable, le premier effet étant plus prononcé ⁸. Certaines études ont également examiné l'impact des annonces relatives aux changements de la configuration du marché (c'est-à-dire le programme d'allocation de quotas d'émissions) et concluent qu'elles ont en effet exercé un impact important sur les prix des quotas ⁹. Enfin, seules quelques études examinent l'évolution du type d'activité de négociation sur les marchés du carbone, concluant à un impact limité de la spéculation ¹⁰.

⁵ Cf. par exemple Alberola (E.), Chevallier (J.) et Chèze (B.), « *Price drivers and structural breaks in European carbon prices 2005-2007* », *Energy Policy*, vol. 36, n° 2, février 2008, et Hintermann (B.), « *Allowance price drivers in the first phase of the EU ETS* », *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 59, n° 1, 2010, p. 43-56, pour un effet haussier de la réorientation du carburant sur les prix du carbone. En revanche, d'après d'autres études, telles que Rickels (W.), Görlich (D.) et Oberst (G.), « *Explaining European emission allowance price dynamics: Evidence from Phase II* », *Kiel Working Papers*, n° 1650, Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel), 2014, peu d'éléments vont dans le sens d'un effet de cette réorientation après des variations du prix du charbon.

⁶ La plupart des études utilisent des indices boursiers comme approximation de l'activité économique (cf., par exemple, Rickels (W.) *et al.*, *op. cit.*, et Koch (N.), Fuss (S.), Grosjean (G.) et Edenhofer (O.), « *Causes of the EU ETS price drop: Recession, CDM, renewable policies or a bit of everything? – New evidence* », *Energy Policy*, vol. 73, octobre 2014, p. 676-685).

⁷ Cf., par exemple, Alberola (E.) *et al.*, *op. cit.*, et Aatola (P.), Ollikainen (M.) et Toppinen (A.), « *Price determination in the EU ETS market: Theory and econometric analysis with market fundamentals* », *Energy Economics*, vol. 36, mars 2013, p. 380-395. Certaines études avancent que le prix de l'électricité ne devrait pas être inclus en raison de sa potentielle relation à double sens avec le prix des quotas d'émission de carbone (cf. par exemple Fell (H.), « *EU-ETS and Nordic Electricity: A CVAR Analysis* », *The Energy Journal*, vol. 31, n° 2, 2010, p. 1-26, et Lovcha (Y.), Perez-Laborda (A.) et Sikora (I.), « *The determinants of CO2 prices in the EU emission trading system* », *Applied Energy*, vol. 305, Issue C, n° S0306261921012162, 2022).

⁸ Les études s'intéressant plus particulièrement à l'utilisation de l'énergie s'accordent sur le rôle du chauffage et de la climatisation supplémentaires au cours des deux premières phases du SEQUE (par exemple, Bredin (D.) et Muckley (C.), « *An emerging equilibrium in the EU emissions trading scheme* », *Energy Economics*, vol. 33, n° 2, 2011, p. 353-362, et Lutz (B.), Pigorsch (U.) et Rotfuß (W.), « *Nonlinearity in cap-and-trade systems: The EUA price and its fundamentals* », *Energy Economics*, vol. 40, Issue C, 2013, p. 222-232). En revanche, le rôle des variations climatiques dans la fourniture d'énergies renouvelables est moins clair. Globalement, les résultats suggèrent un effet marginal sur les prix des quotas d'émissions, qui dépend également du type d'énergie renouvelable et des pays considérés (par exemple, Koch (N.) *et al.*, *op. cit.*).

⁹ Cf. Conrad (C.), Rittler (D.) et Rotfuß (W.), « *Modeling and explaining the dynamics of European Union Allowance prices at high-frequency* », *Energy Economics*, vol. 34, n° 1, 2012, p. 316-326 ; Koch (N.) *et al.*, *op. cit.* ; et Koch (N.), Grosjean (G.), Fuss (S.) et Edenhofer (O.), « *Politics matters: Regulatory events as catalysts for price formation under cap-and-trade* », *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 78, Issue C, 2016, p. 121-139.

¹⁰ Lucia (J.J.), Mansanet-Bataller (M.) et Pardo (A.), « *Speculative and hedging activities in the European carbon market* », *Energy Policy*, vol. 82, Issue C, 2015, p. 342-351 examine la dynamique des activités spéculatives et des opérations de couverture au cours des trois premières phases du SEQUE et constate que la spéculation a probablement joué un certain rôle pendant la phase 2, le degré le plus élevé d'activité spéculative étant observé au moment où un nouveau contrat est coté. De plus, l'activité spéculative s'accroît au premier trimestre de chaque année. Globalement, toutefois, le rôle de la spéculation dans le processus de formation des prix n'est pas très important. Lovcha (Y.) *et al.*, *op. cit.*, appuient cette conclusion en montrant que jusqu'à 90 % des fluctuations du prix du carbone s'expliquent historiquement par les évolutions de variables fondamentales.

À l’heure actuelle, les preuves tangibles d’une forte hausse de l’activité spéculative liée aux potentielles évolutions de la structure du marché sont rares.

Dans son rapport préliminaire sur la structure du marché du carbone, l’Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a montré que le nombre de contreparties détenant des positions à terme sur les quotas d’émissions a eu tendance à augmenter depuis 2018 et que cette hausse s’est révélée relativement homogène entre les différents types de contreparties ¹¹. En règle générale, les acteurs du marché peuvent négocier des contrats tant au comptant qu’à terme sur les quotas d’émissions. Contrairement aux autres produits dérivés, les dérivés de carbone sont presque entièrement négociés sur des marchés réglementés et compensés par des contreparties centrales. Les contrats à terme sont les produits dérivés sur quotas d’émissions les plus courants sur le marché secondaire et le contrat à terme pour décembre est de loin le plus liquide ¹². Les données recueillies en vertu du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) au sein d’un référentiel central réglementaire, dans lequel les échanges de contrats de produits financiers dérivés, tels que les contrats à terme, sont enregistrés, confirment que la structure du marché a peu évolué ces cinq dernières années (graphique B, partie a) et ce, bien que le marché ait plus que doublé au cours des deux dernières années, la valeur notionnelle des positions ouvertes sur les dérivés sur quotas d’émissions atteignant 415 milliards d’euros début décembre 2021 ¹³. En cas de forte hausse de l’activité spéculative, on s’attendrait à une augmentation de la part de l’encours de positions ouvertes entre institutions financières (barres bleues), ce qui n’est pas le cas ¹⁴. Ce résultat contraste avec les informations issues de la veille de marché, faisant état d’une récente hausse de l’activité des fonds d’investissement sur le marché SEQE, ce qui peut indiquer une intensification de la spéculation. Toutefois, globalement, les fonds d’investissement continuent de représenter une part mineure de l’encours de positions ouvertes, qui n’a augmenté que de façon marginale, passant de 0,6 % en 2020 à 0,7 % fin 2021 (graphique B, partie droite). Ces résultats sont conformes au dernier rapport de l’AEMF sur le marché du carbone de l’UE ¹⁵.

¹¹ « *Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof* », Autorité européenne des marchés financiers, 15 novembre 2021.

¹² Cf. par exemple Lucia (J.J.) *et al.*, *op. cit.*, et Quemin (S.) et Pahle (M.), « *Financials Threaten to Undermine the Functioning of Emissions Markets* », disponible sur le site Internet SSRN, révisé le 24 mars 2022.

¹³ L’échantillon de données EMIR utilisé ici inclut les opérations dont une contrepartie au moins est située dans la zone euro ou dont les titres sous-jacents sont émis par une entité de la zone euro. Les données (fournies par les deux contreparties de l’échange) sont appariées, les doublons sont supprimés, puis les valeurs aberrantes sont éliminées. Cela étant, les données finales peuvent présenter des défauts de qualité (comme des valeurs manquantes, des opérations non appariées ou de possibles insuffisances en matière de déclarations). Le montant notionnel déclaré débute au 7 décembre 2021 afin d’éviter les effets de fin d’année.

¹⁴ Une telle hausse contraste parfois avec une augmentation des positions ouvertes entre institutions financières et non financières, où les entités non financières achètent des contrats à terme sur quotas d’émissions pour couvrir leur exposition au prix du carbone, les contreparties financières jouant le rôle d’intermédiaires facilitant la négociation et fournissant des liquidités au marché. Cf. « *Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof* », Autorité européenne des marchés financiers, 15 novembre 2021.

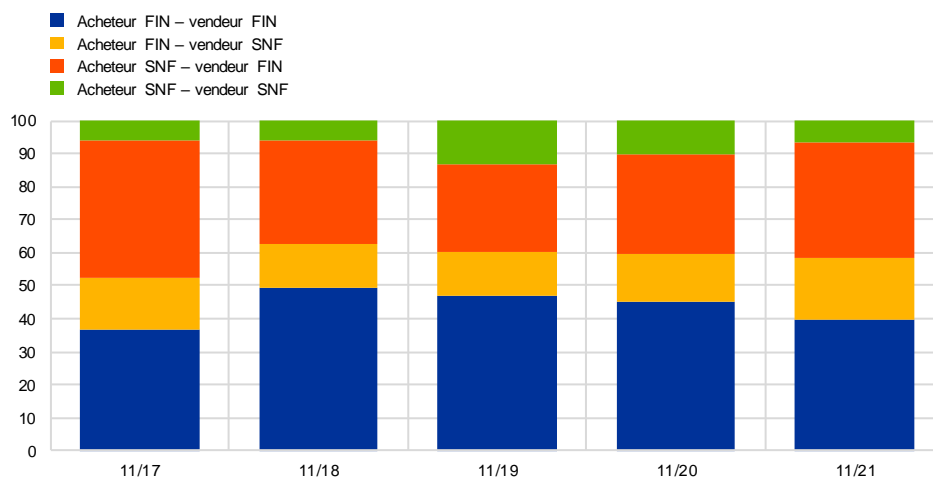
¹⁵ « *Final Report – Emission allowances and associated derivatives* », Autorité européenne des marchés financiers, 28 mars 2022.

Graphique B

Structure du marché SEQE-UE

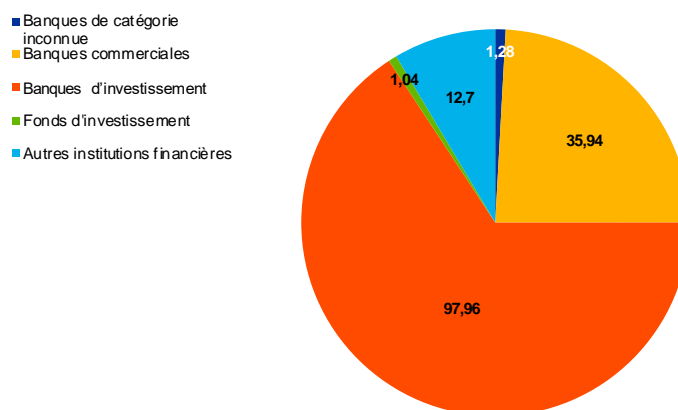
a) Évolution des positions ouvertes par entité

(pourcentages)



b) Parts des positions ouvertes par sous-secteur financier

(pourcentages)



Sources : Données EMIR auxquelles la BCE a accès et calculs de la BCE.

Notes : Partie a) : le graphique présente la part de l'encours de positions ouvertes sur des contrats *forward* et *futures* sur les émissions de carbone par catégorie d'entité acheteuse et vendeuse. FIN se rapporte aux sociétés financières et SNF aux sociétés non financières. Partie b) : le graphique présente les parts de sous-secteurs d'entités financières sur des positions ouvertes. Les sous-secteurs financiers sont classés d'après Lenoci (F.D.) et Letizia (E.), « Classifying Counterparty Sector in EMIR Data », dans Consoli (S.), Reforgiato Recupero (D.) et Saisana (M.) (eds.), *Data Science for Economics and Finance*, Springer, Cham, 9 janvier 2021.

Un indice de spéculation confirme que, si la spéculation a légèrement augmenté depuis début 2019, elle demeure limitée et bien inférieure aux niveaux enregistrés au cours des phases antérieures du SEQE.

Une approximation du niveau de spéculation sur le marché SEQE peut être construite en comparant le volume négocié total avec le volume des positions ouvertes pour l'ensemble des entités¹⁶. L'intuition à l'origine de cette approximation est que le comportement spéculatif entraîne une hausse du volume négocié, mais,

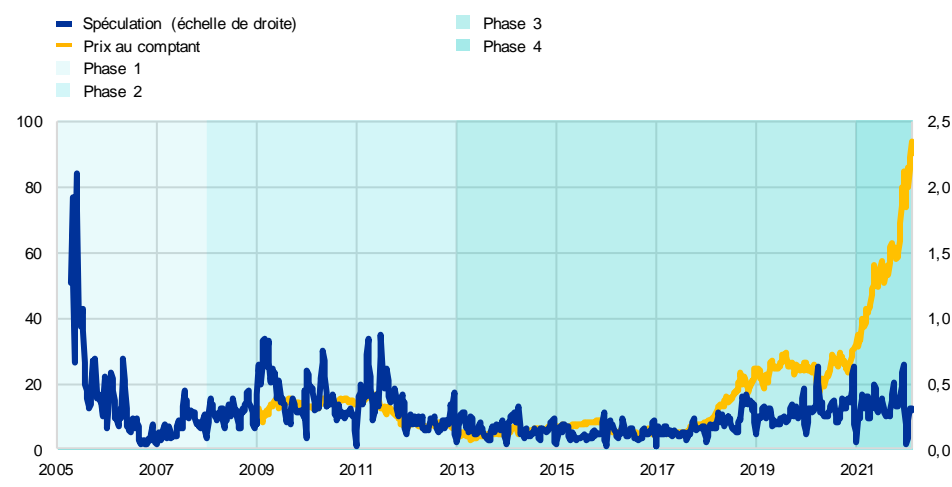
¹⁶ Il convient de noter que la section précédente considère qu'une hausse de la proportion des positions ouvertes entre institutions financières est un signe potentiel de comportement spéculatif. Toutefois, l'indice de spéculation examiné dans cette section est fondé sur l'hypothèse que les positions ouvertes des acteurs du marché sont non spéculatives. Même si aucune de ces deux hypothèses ne se vérifie de façon systématique, elles devraient dans une large mesure se confirmer. Les deux mesures devraient donc être vues comme complémentaires.

les positions spéculatives ayant tendance à être rapidement dénouées, ne donne pas lieu à une hausse équivalente du volume de positions ouvertes. Un indice de spéculation, calculé comme le volume de transactions hebdomadaire rapporté au nombre de contrats en positions ouvertes à la fin d'une semaine donnée, suggère actuellement que la spéculation peut avoir progressivement augmenté au cours des deux dernières années¹⁷. Toutefois, elle demeure nettement inférieure aux niveaux observés à la création du marché SEQE et pendant la phase 2 (graphique C)¹⁸.

Graphique C

Spéculation sur le marché des contrats à terme SEQE-UE

(indice)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente une moyenne mobile sur deux semaines d'une mesure de la spéculation définie comme le ratio volume/nombre de contrats à terme en position ouverte venant à échéance en décembre. Le volume et le nombre sont mesurés de façon hebdomadaire : pour chaque semaine, on considère le volume cumulé du lundi au vendredi, tandis que le nombre de contrats hebdomadaire correspond au nombre de contrats enregistré un vendredi donné. La dernière observation se rapporte au 11 février 2022 (données hebdomadaires).

¹⁷ L'indice s'appuie sur Lucia (J.J.), *op. cit.* Ce type d'indice a été proposé pour la première fois par Garcia (P.), Leuthold (R.M.) et Zapata (H.), « *Lead-lag relationships between trading volume and price variability: New evidence* », *Journal of Futures Markets*, vol. 6, n° 1, 1986, p. 1-10.

¹⁸ L'activité spéculative remarquablement élevée enregistrée au début de la phase 1 (par rapport aux phases 2 et 3) s'explique probablement par la nouveauté du marché du carbone, lancé début 2005, et est donc liée à un processus d'apprentissage initial (cf. Lucia (J.J.) *et al.*, *op. cit.*). De plus, le niveau de couverture plus faible dans la phase 2 que dans la phase 3 est en ligne avec le fait que dans la phase 3 les quotas aient été distribués principalement par le biais d'adjudications. Cela implique que la plupart des installations qui ne disposaient pas de quotas suffisants pour couvrir leurs émissions pendant la phase 3 ont dû couvrir leurs positions à terme.

La levée progressive des mesures d'assouplissement des garanties prises en réponse à la pandémie

Charlotte Bakker, Luca Bortolussi, Mark Büssing-Lörcks, Adina-Elena Fudulache, Diana Gomes, Iskra Pavlova et Stephan Sauer ¹

Les mesures d'assouplissement des garanties ont joué un rôle déterminant dans la réponse de politique monétaire de la BCE face à la pandémie de coronavirus (COVID-19), en facilitant l'accès aux opérations de crédit de l'Eurosystème. Les mesures temporaires relatives aux garanties (résumées dans la figure A) ont été mises en place en avril 2020 pour garantir au secteur bancaire un accès plus large à la liquidité de banque centrale à des conditions favorables via les opérations d'apport de liquidités de l'Eurosystème (principalement les opérations de refinancement à plus long terme ciblées ou TLTRO III), lui permettant ainsi de continuer à couvrir les besoins de financement de l'économie de la zone euro ². Plus spécifiquement, ces mesures ont été mises en place pour servir les trois objectifs principaux et interconnectés suivants.

- **Prévenir les pénuries de garanties éligibles :** l'ensemble des mesures ont été mises en place de manière préventive afin d'éviter des pénuries de garanties éligibles en cas d'augmentation de la demande de liquidité. Cela a facilité l'accès des banques à une abondante liquidité de banque centrale à des conditions favorables, contribuant à l'important tirage lors de l'opération TLTRO III, ce qui a assuré la transmission harmonieuse du stimulus monétaire à l'économie dans son ensemble.
- **Offrir plus de flexibilité au dispositif de garanties :** certaines mesures ont offert aux banques centrales nationales (BCN) une flexibilité supplémentaire pour répondre aux besoins de garanties des banques domestiques, par exemple, en permettant que les prêts garantis par l'État/le secteur public dans le cadre des dispositifs liés à la COVID-19 ne respectant pas l'intégralité des exigences du dispositif de garanties général soient mobilisés au titre des cadres relatifs aux créances privées additionnelles (*additional credit claims*, ACC).
- **Contrer les effets de rétroaction négative procyclique :** la baisse des prix des actifs et les dégradations potentielles de notation auraient pu accroître les tensions sur la disponibilité des garanties, créant potentiellement de l'incertitude

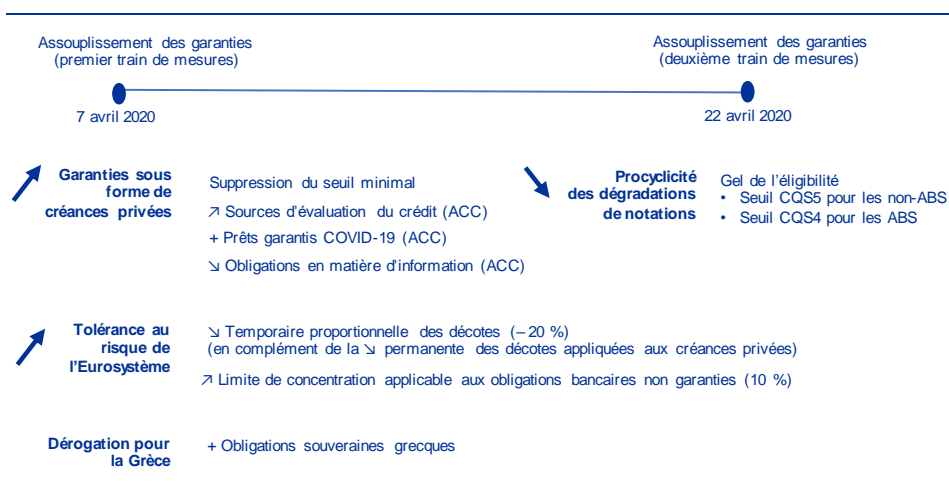
¹ Le présent encadré s'appuie sur des travaux approfondis en lien avec l'examen des mesures d'assouplissement des garanties prises en réponse à la pandémie. Outre les auteurs mentionnés ci-dessus et les services des banques centrales nationales (BCN), les collègues suivants ont également apporté leurs commentaires et contributions : M.-A. Anghel (L.) Bara de La Fuente (N.) Bihrer (M.) Blau (G.) Camba-Méndez (S.) Ciummo (T.) Dzaja (B.) Hartung (N.) Luo (M.) Micuch et Kusmierczyk (P.).

² Cf. les communiqués de presse du 7 avril 2020 et du 22 avril 2020 pour l'adoption d'un premier train de mesures, et le communiqué de presse du 10 décembre 2020 pour la prolongation des mesures d'assouplissement des garanties jusqu'en juin 2022. Les mesures ont fait l'objet d'une description dans un billet de blog de la BCE rédigé par Luis de Guindos et Isabel Schnabel intitulé « [Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures](#) ». La pertinence de soutenir le recours aux opérations TLTRO III a été soulignée dans l'encadré 1 « [Les TLTRO III et les mesures d'assouplissement des garanties](#) » de l'article intitulé « [Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, septembre 2021.

concernant l'accès des banques individuelles à la liquidité de banque centrale. Pour prévenir les boucles de rétroaction procyclique et, *in fine*, préserver et restaurer des conditions d'octroi de prêts favorables pour l'économie réelle, un certain nombre de mesures ont été mises en place. Au nombre de ces mesures figure le maintien de l'éligibilité des actifs négociables respectant les exigences minimales en matière de qualité du crédit le 7 avril 2020, mais dont les notations de crédit se sont par la suite dégradées à un niveau inférieur au seuil de notation minimal (le « gel de l'éligibilité ») ainsi que la réduction temporaire des décotes.

Figure A

Mesures d'assouplissement des garanties prises en réponse à la pandémie de COVID-19



Source : Encadré 1 « Les TLTRO III et les mesures d'assouplissement des garanties » de l'article intitulé « Les TLTRO III et les conditions d'octroi de prêts bancaires », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, septembre 2021.

Notes : « ACC » fait référence aux créances privées additionnelles (*additional credit claims*), « ABS » aux titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) et « CQS » à l'échelon de qualité du crédit (*credit quality step*), suivant la définition du dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAF). Outre les mesures décrites dans la figure A, il convient de noter que certaines BCN ont créé de nouveaux cadres ACC ou ont élargi leurs cadres ACC existants en y intégrant des caractéristiques déjà acceptables avant la pandémie.

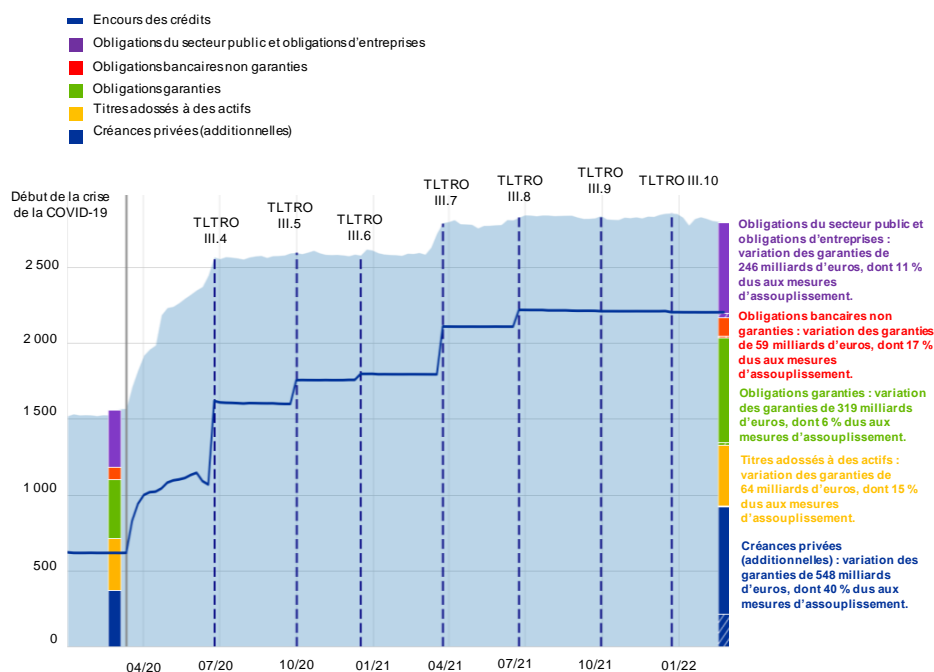
Les mesures d'assouplissement des garanties prises par la BCE ont apporté une contribution significative à l'augmentation du volume de garanties éligibles.

Dans l'ensemble, les estimations des services de la BCE indiquent que la valeur totale du collatéral résultant des mesures d'assouplissement s'est établie à environ 285 milliards d'euros, soit approximativement 10 % du total de 2 794 milliards d'euros de garanties mobilisées à fin février 2022. Cela signifie que les mesures d'assouplissement des garanties ont contribué pour environ 23 % à l'augmentation totale de 1 236 milliards d'euros des positions de collatéral (graphique A). Leur contribution résulte majoritairement des réductions temporaires des décotes et de l'élargissement des cadres ACC des BCN, qui, ensemble, ont représenté plus de 90 % de l'effet total.

Graphique A

Mobilisation des garanties et recours aux opérations de crédit de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : Le graphique en barres montre la mobilisation des garanties éligibles auprès de l'Eurosystème par catégorie d'actifs, et les valeurs sont présentées après valorisation et décotes. La première observation montre la composition des garanties avant le début de la pandémie, le 27 février 2020. Les zones hachurées des barres de droite montrent la valeur totale des garanties résultant des mesures d'assouplissement pour chaque catégorie d'actifs en date du 24 février 2022.

Une levée progressive en trois étapes

Le 24 mars 2022, le Conseil des gouverneurs a annoncé sa décision de lever progressivement les mesures d'assouplissement des garanties prises en réponse à la pandémie³. Cette décision reflète la prévision selon laquelle la

demande de liquidité des banques diminuera au fil du temps, à mesure que les opérations TLTRO III arriveront progressivement à échéance. La BCE a également évalué l'efficacité des différentes mesures du point de vue du risque financier, exprimé en termes d'élargissement temporaire des garanties par rapport aux variations de la protection contre le risque de l'Eurosystème. En particulier, la réduction temporaire des décotes présente un ratio de risque financier par unité d'exposition plus élevé que les autres mesures d'assouplissement des garanties. L'évaluation a par ailleurs analysé dans quelle mesure la motivation spécifique initiale ayant présidé à ces mesures était encore pertinente (permettre notamment aux banques de mobiliser des garanties plus rapidement grâce à des obligations moindres en matière d'information).

La levée progressive de ces mesures s'effectuera en trois étapes et laissera aux banques le temps de s'adapter aux ajustements apportés au dispositif de

³ Cf. le communiqué de presse du [24 mars 2022](#).

garanties.

Lors de la première étape, à compter du 8 juillet 2022, la BCE divisera par deux la réduction temporaire des décotes appliquées aux garanties pour l'ensemble des actifs, l'ajustement actuel de 20 % étant ramené à 10 %. Cela permettra de ramener progressivement la tolérance au risque à ses niveaux d'avant la pandémie et fera baisser les risques financiers de l'Eurosystème associés à la réduction des décotes. La réduction des décotes représente approximativement 40 % de la valeur totale des garanties résultant des mesures d'assouplissement. Cette suppression partielle laisse aux banques un délai suffisant pour ajuster leur mobilisation de garanties. La BCE supprimera également un ensemble de mesures dont l'impact et la portée sont plus limités : a) la BCE ne maintiendra plus le gel de l'éligibilité appliqué aux actifs négociables dont la notation a été dégradée ; b) la BCE ramènera de 10 % à 2,5 % la limite concernant les titres de créance non garantis émis par tout autre groupe bancaire au sein du pool de garanties d'un établissement de crédit ; c) la BCE supprimera progressivement l'assouplissement temporaire de plusieurs exigences techniques relatives à l'éligibilité des ACC, concernant principalement le rétablissement intégral de la fréquence en matière d'obligations d'information prêt par prêt des ACC appliquées aux pools, ainsi que les conditions d'acceptation des évaluations du crédit réalisées par les banques elles-mêmes, sur la base de leurs systèmes de notation interne.

Lors de la deuxième étape, en juin 2023, la BCE devrait mettre en œuvre un nouveau barème de décotes sur la base de son niveau de tolérance au risque d'avant la pandémie pour les opérations de crédit, pour finir par supprimer intégralement la réduction temporaire des décotes appliquées aux garanties.

Les modalités du nouveau barème seront annoncées prochainement et s'appuieront sur les résultats de l'examen régulier à venir du cadre de contrôle des risques de la BCE ⁴.

Lors de la troisième étape, en mars 2024, la BCE devrait, en principe, lever progressivement les mesures restantes d'assouplissement des garanties mises en place en réponse à la pandémie. La décision finale sera prise par le Conseil des gouverneurs après un examen complet des dispositifs ACC qui tiendra compte des besoins des banques en matière de garanties pour la poursuite de leur participation aux opérations de crédit de l'Eurosystème, notamment aux opérations TLTRO III qui se dérouleront jusqu'en décembre 2024. Les mesures en vigueur jusqu'en mars 2024 comprennent l'acceptation de diverses ACC introduites durant la pandémie, en particulier les prêts garantis par l'État et certaines entités du secteur public. Ceux-ci ont contribué de manière significative à la disponibilité des garanties depuis le début de la pandémie. Plus précisément, les prêts garantis mobilisés représentent environ 40 % de la valeur totale des garanties résultant des mesures d'assouplissement des garanties. Les BCN peuvent néanmoins décider de mettre fin à une partie ou à la totalité de leurs dispositifs ACC plus tôt, par exemple si le recours à ces dispositifs est limité.

⁴ Le cadre de contrôle des risques et la méthodologie utilisée pour déterminer les décotes sont décrits dans l'article intitulé, « *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations* », BCE, juillet 2015.

Prolongation de la dérogation aux exigences minimales en matière de qualité du crédit pour les obligations d'État grecques

Le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer de permettre aux BCN d'accepter les obligations d'État grecques qui ne satisfont pas aux exigences minimales de l'Eurosystème en matière de qualité du crédit, mais qui respectent par ailleurs tous les autres critères d'éligibilité à titre de garantie.

Cette décision s'appliquera au moins aussi longtemps que se poursuivent les réinvestissements en obligations d'État grecques dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Après l'inclusion des obligations d'État grecques, approuvée le 18 mars 2020, dans le PEPP, le Conseil des gouverneurs a introduit cette dérogation concernant l'affectation en garantie des obligations d'État grecques le 7 avril 2020, à titre provisoire et en appliquant un barème de décote spécifique. Le prolongement de cette mesure repose sur de nombreuses considérations supplémentaires, notamment la nécessité de continuer de prévenir la fragmentation en matière d'accès aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, qui nuirait au bon fonctionnement de la transmission de la politique monétaire à l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore de la pandémie. Les autres considérations portent notamment sur le fait que la Grèce reste soumise à des examens post-programme réguliers de sa situation économique et financière et bénéficie de décaissements au titre de la facilité pour la reprise et la résilience, sous réserve de la réussite de la mise en œuvre de son programme de réforme.

Le cadre de politique monétaire de l'Eurosystème accorde au Conseil des gouverneurs le pouvoir discrétionnaire de s'écarter, le cas échéant, de l'évaluation des agences de notation de crédit, évitant ainsi toute dépendance mécanique envers leurs notations. Le pouvoir discrétionnaire permettant d'éviter l'utilisation mécanique des notes attribuées par les agences de notation de crédit est énoncé à l'article 159 de la documentation générale de la BCE relative à la mise en œuvre de la politique monétaire ⁵. Il est conforme au principe III.1 du Conseil de stabilité financière relatif à la réduction de la dépendance à l'égard des notations des agences de notation de crédit ⁶. Des exemples antérieurs de recours à ce pouvoir discrétionnaire existent, notamment les dérogations aux exigences minimales en matière de qualité du crédit dont ont bénéficié plusieurs pays lors de la crise de la dette souveraine de la zone euro. Autre exemple : le gel de l'éligibilité adopté le 22 avril 2020 et supprimé à compter du 8 juillet 2022, comme décrit plus haut.

⁵ Orientation (UE) 2015/510 de la Banque centrale européenne concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (orientation sur la documentation générale) (BCE/2014/60) (refonte) (JO L 091 du 02.04.2015, p. 3).

⁶ Cf. Conseil de stabilité financière, « *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* », octobre 2010.

Articles

1 Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino, Maarten Dossche et Aleksandra Kolndrekaj

1 Introduction

La récente hausse des prix de l'énergie pose la question de savoir dans quelle mesure les ménages vont réduire leur consommation pour y faire face.

L'économie mondiale étant en phase de redressement depuis la pandémie de coronavirus (COVID-19), les prix de nombreuses matières premières – notamment du pétrole et du gaz – ont fortement augmenté au cours de l'année passée. Comme la demande d'énergie est inélastique à court terme, ces fortes hausses de prix entraînent une détérioration significative du pouvoir d'achat des ménages, qui devra être absorbée via a) une réduction de la consommation de biens et de services hors énergie, b) une réduction de l'épargne ou c) une augmentation des revenus. Cet article évalue dans quelle mesure ces trois marges de manœuvre jouent un rôle dans la transmission d'une hausse des prix de l'énergie à la consommation agrégée. Il analyse en outre l'impact distributif d'une hausse des prix de l'énergie, l'impact sur les ménages individuels ayant tendance à varier considérablement. L'impact distributif de ces hausses de prix pouvant être très significatif, il peut justifier une réponse isolée de la part des autorités, indépendamment des implications macroéconomiques de ces évolutions.

La hausse des prix de l'énergie doit être replacée dans le contexte d'une reprise économique exceptionnelle, mais d'autres facteurs sont également à l'œuvre. Si l'impact des prix de l'énergie sur la consommation a déjà été analysé par le passé, la reprise qui fait suite à la crise de la COVID-19 est cependant atypique d'un point de vue historique. Jusqu'à présent, elle a été caractérisée par une forte augmentation de la demande mondiale de biens de consommation durables et non durables ; cette hausse a créé des goulets d'étranglement sans précédent au niveau de la production et des échanges commerciaux, les ménages ayant accumulé des niveaux d'épargne record durant la pandémie ¹. En outre, l'approvisionnement en énergie a été freiné par un retard dans la production de pétrole ainsi que par des tensions géopolitiques – en particulier par la récente invasion de l'Ukraine par la Russie – et des perturbations techniques affectant la fourniture de gaz naturel aux

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Les sources des perturbations des chaînes d'approvisionnement et leur impact sur le secteur manufacturier de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2021, et l'encadré intitulé « [COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

pays européens ². Il est important de prendre en compte ces facteurs de confusion pour comprendre l'impact agrégé d'une hausse des prix de l'énergie sur la consommation privée et définir en réponse des mesures appropriées.

Cet article, qui présente de nouveaux éléments pour la zone euro, est structuré de la manière suivante. La section 2 décrit la littérature pertinente qui existe sur ce sujet. La section 3 présente de nouvelles données empiriques d'un point de vue agrégé et désagrégé. La perspective agrégée s'attache à identifier la source des fluctuations des prix de l'énergie, tandis que la perspective désagrégée examine plus particulièrement les conséquences distributives au-delà de l'impact agrégé. Point important, afin de fournir une évaluation rapide des implications macroéconomiques et distributives des fortes variations des prix de l'énergie, les analyses agrégée et désagrégée se fondent toutes deux sur des données d'enquêtes. La section 4 apporte une conclusion et recense un certain nombre d'implications en termes de politique budgétaire.

2 La littérature existante

Lorsque les pays sont importateurs nets d'énergie, une hausse des prix de l'énergie entraîne généralement une détérioration des termes de l'échange.

Backus et Crucini ont montré, pour un ensemble de pays industrialisés, qu'un pourcentage élevé de la variabilité des termes de l'échange était associé à des mouvements extrêmes des prix du pétrole ³. Ils ont étudié les termes de l'échange et leur corrélation avec d'autres variables au sein d'un dispositif dans lequel les événements influant sur la production de pétrole interagissent avec la production et la vente d'autres biens. De Michelis et al. ont constaté que les hausses des prix du pétrole entraînaient généralement un écart entre pays importateurs et pays exportateurs de pétrole du point de vue des évolutions de la consommation ⁴. Des prix du pétrole plus élevés entraînent un transfert de richesse des pays importateurs de pétrole vers les pays exportateurs ; cet effet de richesse a, quant à lui, un impact négatif sur la consommation des pays importateurs de pétrole via des effets multiplicateurs. Il convient de noter que cet impact est susceptible d'être plus fort dans les secteurs produisant des biens complémentaires à la consommation de pétrole, tels que le secteur automobile.

Le renchérissement de l'énergie n'entraîne pas toujours de contraction de la consommation ; en effet, il peut également être la conséquence d'une consommation accrue. Kilian, par exemple, a montré que les variations du prix du pétrole pouvaient être le reflet de chocs sur l'offre de pétrole et de chocs sur la demande mondiale ⁵. L'impact économique d'une variation du prix du pétrole causée

² 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.

³ Backus (D.) et Crucini (M.), « [Oil prices and the terms of trade](#) », *Journal of International Economics*, vol. 50, n° 1, p. 185-213.

⁴ De Michelis (A.), Ferreira (T.) et Iacoviello (M.), « [Oil prices and consumption across countries and US states](#) », *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n° 2, 2020, p. 3.

⁵ Kilian (L.), « [Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market](#) », *American Economic Review*, vol. 99, n° 3, 2009, p. 1053-1069.

par un choc non anticipé sur la demande mondiale agrégée sera très différent de celui qui résulte d'une hausse du prix du pétrole causée par un déficit de production non anticipé. Par conséquent, avant de formuler des réponses de politique économique, il est important de comprendre dans quelle mesure les augmentations du prix du pétrole résultent de différents types de chocs. Bodenstein *et al.* ont affirmé qu'il était très important de prendre en compte l'origine d'un choc pétrolier pour formuler une réponse de politique monétaire optimale face à des fluctuations des prix de l'énergie ⁶. Ils ont examiné un large éventail de règles de politique monétaire et identifié une règle de maximisation du bien-être pouvant être mise en œuvre facilement, en vertu de laquelle la banque centrale n'exerce aucune pression sur le prix du pétrole, mais prend des mesures en réponse à une inflation par les salaires. Dans le sillage des fluctuations des prix du pétrole, la stabilisation de l'inflation des salaires favorise la stabilisation de l'inflation sous-jacente, conformément aux conclusions antérieures d'Aoki ⁷. Lorsque les prix du pétrole augmentent sous l'effet d'une hausse de la demande agrégée, les salaires augmentent également et la politique monétaire devra être durcie. À l'inverse, si les prix du pétrole augmentent sous l'effet de perturbations de l'offre de pétrole, et qu'il n'y a pas d'effets de second tour sur les salaires, il n'est pas nécessaire de durcir la politique monétaire afin de stabiliser l'inflation sous-jacente.

De fortes hausses des prix de l'énergie peuvent affecter les ménages

individuels de manières très différentes. Par exemple, Michael et Hagemann ont montré que, aux États-Unis, l'exposition à une plus forte hausse des prix de l'énergie était très variable d'un ménage à l'autre ⁸. Étant donné qu'ils consacrent un pourcentage relativement élevé de leurs revenus à l'énergie, les ménages pauvres sont frappés particulièrement durement en termes d'inflation lorsque les prix de l'énergie augmentent fortement. Hobijn et Lagakos ont confirmé ces conclusions, mais ils ont également constaté que les ménages pour lesquels l'inflation sur un an était plus élevée que la moyenne (en raison d'une hausse des prix de l'énergie) ne seraient très probablement pas confrontés à la même disparité en termes d'inflation l'année suivante ⁹. Cela signifie que, au fil du temps, les ménages pauvres ne sont pas systématiquement confrontés à une inflation plus élevée du fait de la part relativement plus importante de leurs dépenses consacrée à l'énergie. Dans le même temps, cela suggère que, dans le cas d'un choc important sur les prix de l'énergie, l'impact défavorable sur certains ménages peut être si prononcé qu'il contrebalance largement un éventuel impact positif observé via les canaux macroéconomiques (par exemple l'emploi).

⁶ Bodenstein (M.), Guerrieri (L.) et Kilian (L.), « *Monetary policy responses to oil price fluctuations* », *IMF Economic Review*, vol. 60, n° 4, 2012, p. 470-504.

⁷ Aoki (K.), « *Optimal monetary policy responses to relative-price changes* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, n° 1, 2001, p. 55-80.

⁸ Michael (R.), « *Variation across households in the rate of inflation* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, n° 1, 1979, p. 32-46 ; Hagemann (R.), « *The variability of inflation rates across household types* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, n° 4, partie 1, 1982, p. 494-510.

⁹ Hobijn (B.) et Lagakos (D.), « *Inflation inequality in the United States* », *The Review of Income and Wealth*, vol. 51, n° 4, 2005, p. 581-606.

3 Données empiriques pour la zone euro

Perspective agrégée

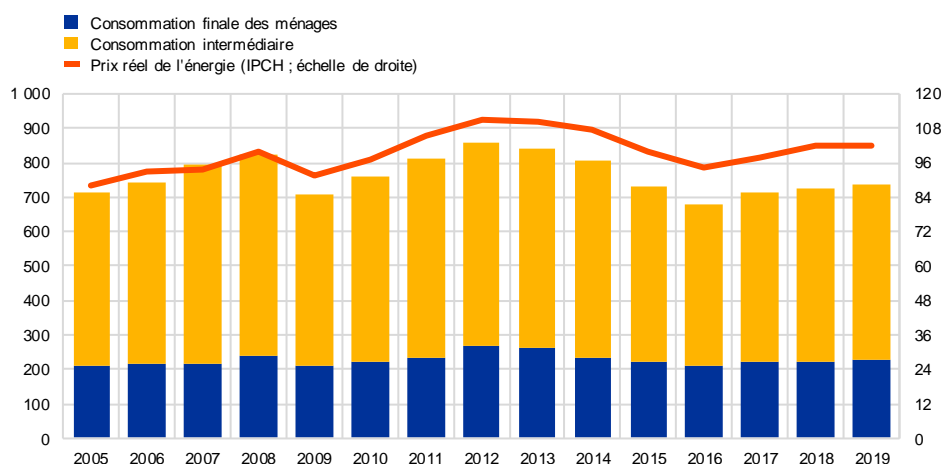
Les prix de l'énergie influent sur la consommation privée par le biais de canaux directs et indirects.

Une augmentation des prix de l'énergie impacte directement le pouvoir d'achat des ménages via un renchérissement des produits énergétiques (électricité, gaz, essence, fioul domestique, etc.). Dans la zone euro, environ 30 % de la consommation totale d'énergie relève de la consommation finale – c'est-à-dire de l'utilisation de ces produits par les consommateurs (graphique 1). Le reste correspond à l'utilisation de l'énergie dans la production de biens et services non énergétiques (c'est-à-dire à la consommation intermédiaire). Une hausse des prix de l'énergie entraîne une augmentation des coûts de production dans les secteurs non énergétiques et – dans la mesure où les producteurs de biens et services non énergétiques ajustent leurs prix finaux – une nouvelle diminution directe du pouvoir d'achat des ménages. Si ces coûts ne peuvent être répercutés sur les prix finaux des produits concernés, il y aura un effet indirect sur le pouvoir d'achat des ménages, puisque les producteurs dans les secteurs concernés procéderont à des réductions de salaire ou auront moins de bénéfices à distribuer. En outre, dans les économies avancées grosses productrices d'énergie (par exemple le Canada, la Norvège, le Royaume-Uni et les États-Unis), les effets indirects par le biais des salaires et des bénéfices des producteurs d'énergie sont également importants.

Graphique 1

Consommation d'énergie et prix de l'énergie dans la zone euro

(échelle de gauche : en milliards d'euros; échelle de droite : indice 2015 = 100)



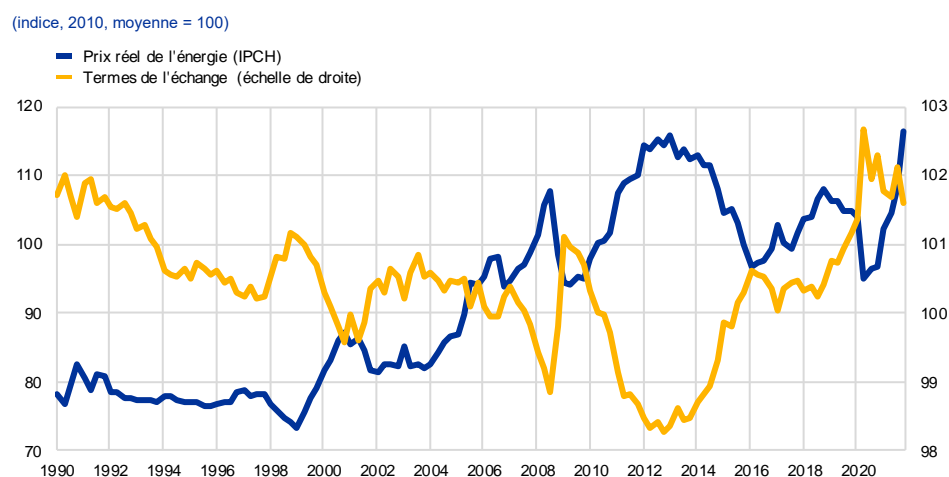
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : « Énergie » recouvre les secteurs de la coke, des produits pétroliers raffinés, de l'électricité, du gaz, de la vapeur et de l'air conditionné. Les données se fondent sur les prix de base. Le « prix réel de l'énergie » indique le ratio de la composante énergie de l'IPCH rapportée à l'indice global.

L'impact des variations des prix de l'énergie sur le revenu disponible réel peut être approximé par le ratio du déflateur du PIB rapporté au déflateur de la consommation. Pour les importateurs nets d'énergie (comme la zone euro), les prix

de l'énergie présentent une corrélation négative stable avec les termes de l'échange, interprétés comme le montant de biens importés dans une économie par unité de biens exportés. Lorsqu'on évalue l'impact des variations des prix de l'énergie sur la consommation, le ratio du déflateur du PIB rapporté au déflateur de la consommation privée (ou celui du déflateur des revenus rapporté au déflateur des dépenses) constitue une approximation clé ¹⁰. Dans la zone euro, les prix (réels) de l'énergie sont corrélés négativement avec ce ratio (graphique 2). Cette mesure est bien fondée d'un point de vue théorique et rend compte des canaux directs et indirects par lesquels les prix de l'énergie affectent le revenu disponible réel des ménages ¹¹. Même si les canaux par lesquels les prix de l'énergie influent sur l'économie changent, cette approche met malgré tout en évidence une relation stable entre les modifications du pouvoir d'achat liées à l'énergie et la consommation privée. Elle est pertinente face à des variations de l'intensité en énergie de la consommation et aux innovations dans la production d'énergie et de biens non énergétiques.

Graphique 2
Prix de l'énergie et termes de l'échange



Sources : Eurostat, Commission européenne et calculs de la BCE.
Notes : Le « prix réel de l'énergie » correspond au ratio de la composante énergie de l'IPCH rapportée à l'indice global. Les « termes de l'échange » sont calculés comme le déflateur du PIB divisé par le déflateur de la consommation privée. Du fait d'une disponibilité limitée, les données antérieures à 1995 sont tirées de la base de données des projections macroéconomiques de l'Eurosystème.

Les épisodes bien connus de fluctuations importantes des prix de l'énergie mettent en évidence le rôle des différents canaux de transmission.

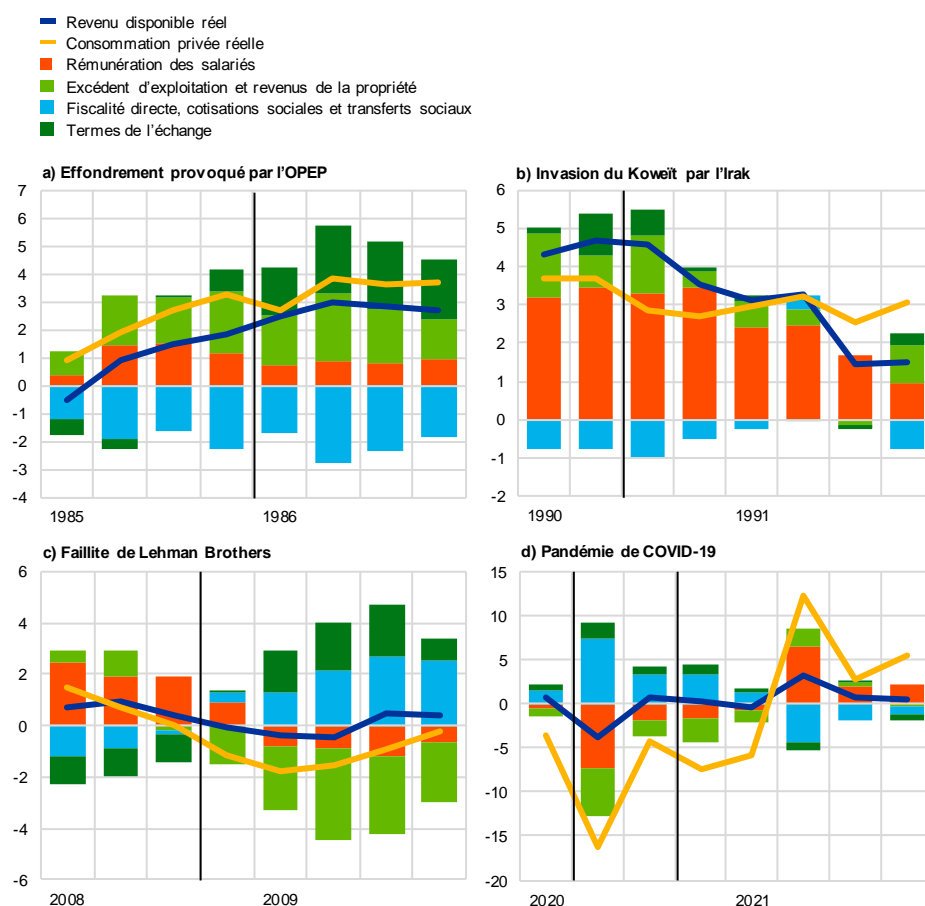
Le graphique 3 présente une ventilation de la dynamique du revenu disponible réel des ménages en diverses sources de revenus provenant de l'activité économique (salaires, bénéfices et autres revenus de la propriété), en transferts nets des administrations publiques, et en termes de l'échange (approximés par le ratio du déflateur du PIB rapporté au déflateur de la consommation privée). Les fluctuations des termes de l'échange résultant de fortes variations de l'offre d'énergie ont

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018.
¹¹ Cf. Blanchard (O.) et Galí (J.), « *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?* », dans Galí (J.) et Gertler (M.) (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, p. 373-421.

constitué un déterminant important du revenu des ménages après a) l'accroissement par l'OPEP de sa production de pétrole, qui a entraîné un effondrement des prix de l'énergie au premier trimestre 1986 et b) l'invasion du Koweït par l'Irak, qui a entraîné une flambée des prix de l'énergie au troisième trimestre 1990. À l'inverse, les évolutions de l'activité économique agrégée ont constitué le principal canal de la baisse des revenus des ménages au quatrième trimestre 2008, à la suite de la faillite de Lehman Brothers, dans un contexte de diminution des prix de l'énergie et d'amélioration consécutive des termes de l'échange. Aux premiers stades de la pandémie de COVID-19, les fluctuations brutales de l'activité économique ont été le principal mécanisme de transmission, alors que les termes de l'échange ont pesé sur le revenu des ménages fin 2021. Toutefois, pour identifier les facteurs sous-jacents, il faut utiliser des indicateurs disponibles plus rapidement et plus fréquemment, tels que les données d'enquêtes.

Graphique 3
Revenu disponible réel et consommation des ménages

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



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

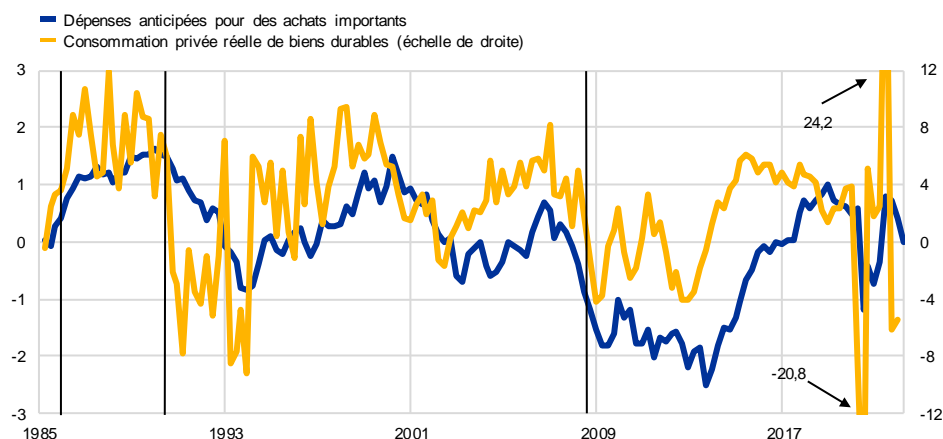
Notes : Dans les trois premières parties, la ligne verticale indique le début de l'épisode en question. Dans la partie d, la première ligne verticale correspond au début de la pandémie et la deuxième ligne indique le début de la hausse des prix de l'énergie. Du fait d'une disponibilité limitée, les données relatives aux épisodes antérieurs à 1995 et au quatrième trimestre 2021 sont tirées de la base de données des projections macroéconomiques de l'Eurosysteme.

Les enquêtes auprès des ménages fournissent des informations rapides et fréquentes concernant l'inflation et la consommation privée, ainsi que sur leurs déterminants sous-jacents.

Historiquement, l'indice relatif aux projets d'achats importants des ménages au cours des douze prochains mois, tiré de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, a relativement bien correspondu à la croissance annuelle de la consommation privée réelle de biens durables, bien que la corrélation entre les deux ait fortement diminué durant la première vague de la pandémie (graphique 4). En outre, cet indicateur tiré d'enquêtes relatif aux anticipations de consommation des ménages affiche de bonnes propriétés d'indicateur avancé de la consommation future effective¹². En effet, les enquêtes contiennent des informations susceptibles de contribuer à l'identification rapide des déterminants sous-jacents des décisions de consommation des ménages (encadré 1). Les hausses de l'inflation attendue peuvent résulter de plusieurs facteurs, et certains facteurs peuvent avoir des effets opposés à d'autres en ce qui concerne les projets de dépenses des ménages. Dans un contexte de renforcement de l'activité économique avec des niveaux plus élevés d'inflation par la demande, la consommation est susceptible d'augmenter au fur et à mesure que le revenu réel augmente. En revanche, en présence d'un affaiblissement de l'activité économique avec des niveaux plus élevés d'inflation par les coûts, la consommation est susceptible de diminuer au fur et à mesure de la baisse du revenu réel.

Graphique 4 Fluctuations de la consommation au fil du temps

(échelle de gauche : indice normalisé, moyenne de long terme = 0 ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Les « dépenses anticipées pour des achats importants » représentent les moyennes trimestrielles d'un indice normalisé établi sur la base des réponses nettes des consommateurs à des questions concernant leurs projets d'achats importants au cours des douze prochains mois. Pour la période allant jusqu'à 1989 (inclus), les données relatives à la « consommation privée réelle de biens durables » concernent uniquement la France, la Finlande ayant été ajoutée à la série en 1990 et l'Allemagne en 1991 ; les données représentent les agrégats de la zone euro. Les lignes verticales correspondent au premier trimestre 1986 (effondrement provoqué par l'OPEP), au troisième trimestre 1990 (invasion du Koweït par l'Irak) et au quatrième trimestre 2008 (à la suite de la faillite de Lehman Brothers).

¹² Les propriétés d'indicateur avancé sont jugées présentes si la corrélation instantanée (c'est-à-dire la corrélation entre l'indice moyen tiré d'enquêtes pour un trimestre spécifique et le taux de croissance trimestriel de la consommation effective au même trimestre) est inférieure à la corrélation future (c'est-à-dire la corrélation entre l'indice tiré d'enquêtes pour un trimestre spécifique et le taux de croissance cumulé des données effectives jusqu'à un trimestre futur donné) sur différents horizons. Les propriétés d'indicateur avancé de l'indice tiré d'enquêtes par rapport aux données effectives atteignent un pic à l'horizon de trois trimestres, mais elles peuvent être observées jusqu'à un horizon de huit trimestres.

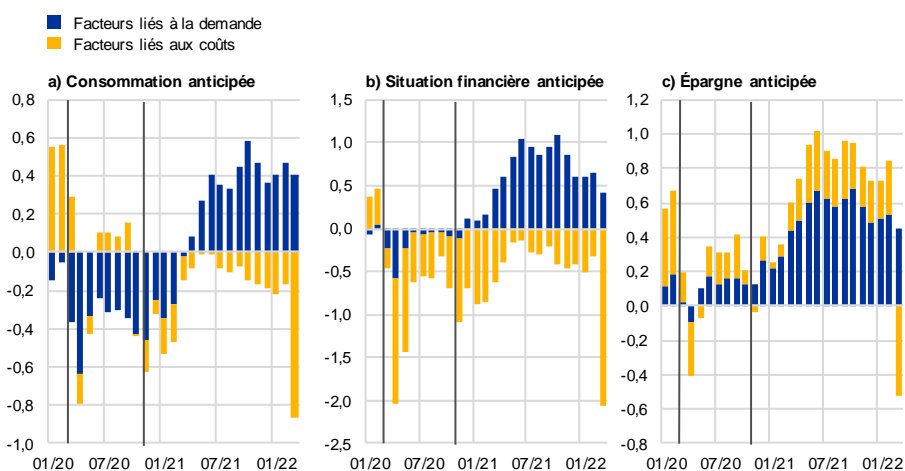
Jusqu'à présent, la reprise de la consommation résulte principalement de facteurs favorables liés à la demande, mais les facteurs défavorables liés aux coûts assombrissent de plus en plus les perspectives à court terme.

Aux premiers stades de la pandémie, avec la détérioration de leurs perspectives financières, les ménages ont revu à la baisse leurs projets en matière de consommation et d'épargne, principalement en réaction à des chocs récessifs liés aux coûts et, peu de temps après, à des chocs liés à la demande (graphique 5)¹³. Depuis début 2021, d'importants chocs de demande ont contribué au redressement des conditions financières, de la consommation et de l'épargne anticipées des ménages. Toutefois, le renchérissement des matières premières observé depuis l'été 2021 est de plus en plus considéré comme pesant lourdement sur la situation financière anticipée des ménages, ce qui freine leurs projets de dépenses. En mars 2022, les forces récessionnistes du côté de l'offre – exacerbées par les tensions géopolitiques en cours – ont contrebalancé et au-delà les facteurs expansionnistes provenant de la demande, qui étaient à l'origine des projets de consommation.

Graphique 5

Facteurs liés à la demande et facteurs liés aux coûts de la consommation, de la situation financière et de l'épargne anticipées des ménages

(contributions des moyennes de long terme aux écarts types)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Pour plus de détails concernant le processus d'estimation, cf. l'encadré 1. Dans chaque partie, la première ligne verticale indique le début de la pandémie de COVID-19 et la deuxième ligne correspond au début de la hausse des prix de l'énergie.

¹³ L'indicateur de l'épargne anticipée des ménages a enregistré une baisse de courte durée en mars et avril 2020 avant de se redresser nettement à compter de mai 2020, bien avant les indicateurs mesurant la consommation anticipée et la situation financière anticipée, suggérant qu'il a fallu un peu de temps avant que les ménages considèrent que leur bilan s'était amélioré en raison du stock important d'épargne accumulée. Cette interprétation est soutenue par la dynamique analogue qui a été observée concernant l'indicateur de l'épargne actuelle des ménages (une bonne approximation du bilan actuel des ménages), qui a également accusé un léger recul aux premiers stades de la pandémie avant de se redresser fortement par la suite.

Encadré 1

Distinguer les facteurs liés à la demande de ceux liés aux coûts : est-ce important pour la consommation ?

Niccolò Battistini et Maarten Dossche

Le présent encadré utilise un modèle empirique fondé sur des séries temporelles pour évaluer le rôle joué par les perceptions de la situation économique dans les projets d'achats importants des ménages. L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs mesure les anticipations des ménages concernant l'activité économique et l'inflation, ainsi que leurs projets de dépenses, leur situation financière et leur épargne. Un modèle multivarié (vectoriel autorégressif) structurel a été estimé en utilisant les données d'enquête pour la période allant de janvier 1985 à février 2022. Afin de distinguer les différents déterminants structurels, le modèle part de l'hypothèse que l'activité économique attendue s'améliore après perception d'un choc lié à la demande et diminue après un choc lié aux coûts, tandis que les deux chocs entraînent une hausse des anticipations d'inflation. Cet encadré a pour objectif d'examiner la manière dont la consommation, la situation financière et l'épargne anticipées des ménages réagissent à de tels chocs. Par conséquent, les réactions de ces trois variables ne font pas l'objet de restrictions ¹⁴.

Les réactions aux chocs liés à la demande et à ceux liés aux coûts suggèrent que les sources de ces chocs ont de l'importance pour la consommation, la situation financière et l'épargne anticipées des ménages (graphique A). Afin de comparer l'ampleur des réactions aux différents chocs, chacun d'eux est normalisé afin d'exercer le même impact (c'est-à-dire 1 écart type) sur l'inflation anticipée. Par conséquent, les chocs normalisés liés à la demande et ceux liés aux coûts induisent des tensions inflationnistes observées équivalentes, mais leur impact économique est fortement asymétrique. Conformément aux prévisions théoriques, la consommation des ménages, leur situation financière et leur épargne anticipées s'améliorent significativement après la perception d'un choc lié à la demande et se détériorent après la perception d'un choc lié aux coûts. De plus, confirmant les hypothèses d'identification classiques dans la littérature empirique, les résultats montrent que les chocs liés aux coûts ont un impact plus durable sur la consommation, la situation financière et l'épargne anticipées des ménages au cours des deux années suivantes que les chocs liés à la demande. Enfin, si l'on examine l'ensemble de l'horizon, les anticipations des ménages semblent réagir plus fortement aux chocs liés aux coûts qu'aux chocs liés à la demande ¹⁵.

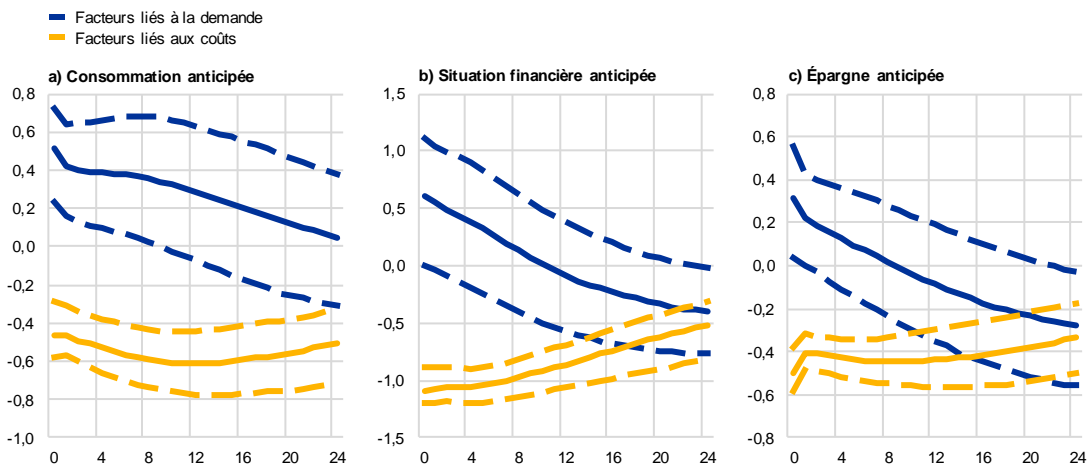
¹⁴ De plus, nous supposons que l'activité économique et l'inflation anticipées ne réagissent pas instantanément à d'autres chocs non identifiés en imposant des absences de restrictions. Ainsi, de tels chocs non identifiés peuvent seulement affecter les anticipations spécifiques aux ménages s'agissant de leur situation financière et de leur consommation.

¹⁵ Cf., par exemple, Blanchard (O.) et Quah (D.), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, 1989, p. 655-673. L'ampleur et la persistance des réponses peuvent varier au fil du temps en raison de changements structurels et de réactions différentes aux mesures prises (par exemple après l'introduction de l'euro). Le fait de limiter l'échantillon aux observations postérieures à janvier 1999 ne modifie pas sensiblement les conclusions présentées ici.

Graphique A

Réactions aux chocs liés à la demande et aux chocs liés aux coûts

(axe des abscisses : mois ; axe des ordonnées : écarts types)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Ce graphique présente les réactions à des chocs normalisés liés à la demande et à des chocs liés aux coûts exerçant un impact d'un écart type sur l'inflation anticipée. Les lignes continues indiquent la réaction médiane, tandis que les lignes en pointillés représentent les limites supérieure et inférieure des intervalles de crédibilité de 68 %.

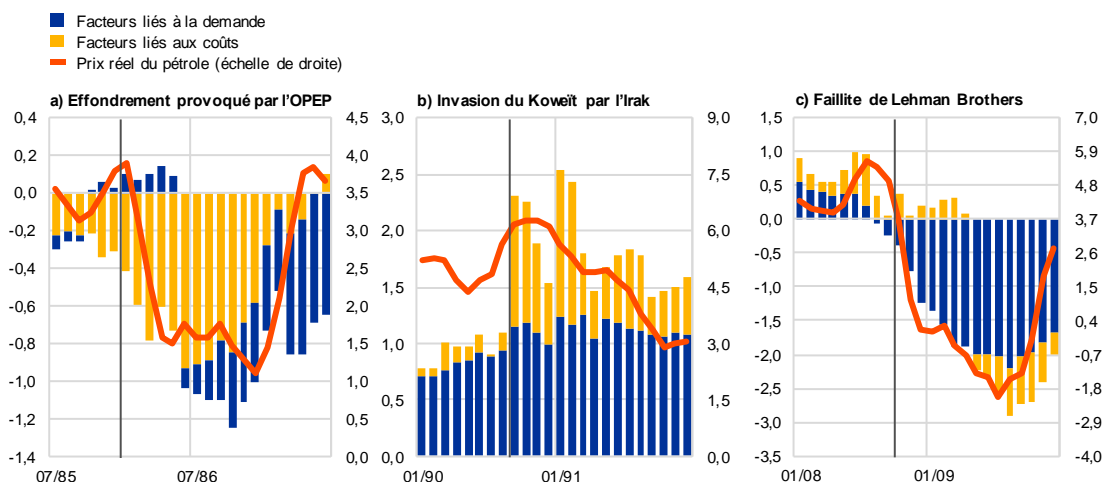
L'analyse des déterminants des anticipations d'inflation des ménages autour d'épisodes historiques bien connus permet de valider le choix des hypothèses d'identification (graphique B). Par exemple, le modèle est performant pour rendre compte de la nature liée aux coûts de la baisse de l'inflation anticipée qui avait résulté de l'augmentation de la production de pétrole par l'OPEP et de l'effondrement des prix du pétrole qui avait suivi au cours des premiers mois de 1986. Les facteurs liés aux coûts expliquent également la majeure partie de la hausse des anticipations relatives aux prix à la consommation déclenchée par l'épisode de renchérissement du pétrole qui avait suivi l'invasion du Koweït par l'Irak à l'été 1990. De plus, le modèle décrit correctement la baisse liée à la demande enregistrée par l'inflation anticipée à la suite de la faillite de Lehman Brothers au second semestre 2008, au début de la crise financière mondiale. Globalement, le modèle représente avec précision les variations des anticipations relatives aux prix à la consommation en réponse à la fois aux facteurs liés à la demande et à ceux liés aux coûts.

Graphique B

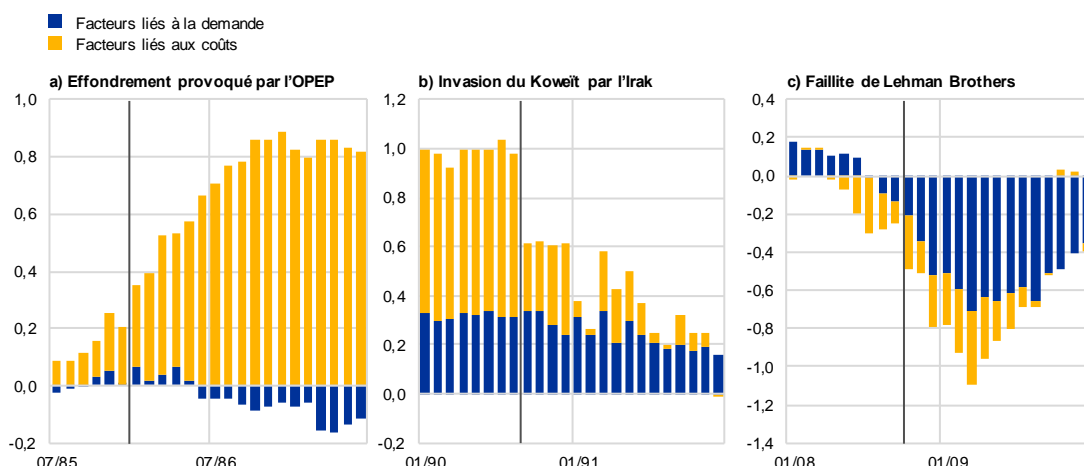
Contributions des facteurs liés à la demande et des facteurs liés aux coûts durant les principaux épisodes

(échelle de gauche : contributions aux écarts types provenant des moyennes à long terme ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)

Inflation anticipée



Consommation anticipée



Sources : Commission européenne, US Energy Information Administration, US Bureau of Labor Statistics et calculs de la BCE.

Note : Le « prix réel du pétrole » correspond aux coûts d'acquisition des raffineurs pour le pétrole brut (importé) divisés par l'indice des prix à la consommation.

Si l'on examine la consommation anticipée durant ces mêmes épisodes, les facteurs liés aux coûts ont conduit les ménages à intensifier leurs projets de consommation durant l'effondrement des prix provoqué par l'OPEP au cours des premiers mois de 1986 et à les réduire brutalement à la suite de l'invasion du Koweït par l'Irak à l'été 1990. En revanche, à la suite de la faillite de Lehman Brothers au second semestre 2008, la pression à la baisse persistante exercée sur la consommation anticipée provenait principalement de facteurs liés à la demande. Globalement, les facteurs liés aux coûts semblent être les principaux déterminants des épisodes trouvant leur origine dans le secteur de l'énergie (en particulier le marché du pétrole).

Perspective désagrégée

Même si une variation des prix de l'énergie peut avoir plusieurs origines, un ménage aura tendance à la percevoir comme un choc exogène sur son revenu disponible réel. Lorsqu'ils prennent des décisions relatives à la consommation et à l'épargne, les ménages prennent les prix de l'énergie pour un fait acquis, sans tenir compte des implications de leurs décisions sur ces prix. Quand les prix de l'énergie augmentent, cela entraîne une diminution du revenu disponible réel des ménages, même si cette hausse des prix est causée par une augmentation de la demande d'énergie. En fonction de la situation économique globale, une hausse des prix de l'énergie pourra soit accentuer une diminution du revenu disponible soit contrebalancer en partie une augmentation de revenu (par exemple dans le contexte d'une reprise économique). Pour ces raisons, cette section se concentre sur les effets distributifs directs des prix de l'énergie, tout en prenant en compte les déterminants macroéconomiques sous-jacents des chocs énergétiques, qui ont été analysés précédemment dans la section relative à la perspective agrégée.

L'énergie est un bien de consommation nécessaire, de sorte que l'exposition des ménages aux fluctuations de ses prix diminue avec la hausse des revenus. Dans la mesure où la consommation d'énergie répond à des besoins fondamentaux, auxquels les ménages ne peuvent renoncer totalement, la demande d'énergie a tendance à être inélastique aux prix à court terme. Les ménages s'adaptent généralement à une hausse des prix de l'énergie en révisant leurs projets d'épargne et en réaffectant les dépenses. Toutefois, la mesure dans laquelle les ménages doivent recourir à l'une ou l'autre de ces stratégies dépend de leur exposition à la réévaluation de l'énergie. La part du revenu mensuel des ménages consacrée aux services collectifs et aux services de transport (c'est-à-dire à forte consommation en énergie) est un indicateur approximatif de leur exposition à une variation des prix de l'énergie. Cette exposition diffère fortement entre les groupes de revenus, se situant à près de 35 % pour le quintile inférieur de la distribution des revenus, mais à moins de 10 % pour le quintile supérieur¹⁶. Par conséquent, les effets distributifs d'une hausse des prix de l'énergie sont significatifs, les ménages à faibles revenus subissant un impact presque quatre fois supérieur à celui enregistré par les ménages du quintile supérieur de la distribution des revenus (graphique 6)¹⁷.

Quand les dépenses en énergie augmentent, les ménages réduisent dans une faible mesure leurs achats de biens et de services essentiels. L'élasticité moyenne de la substitution entre les dépenses en énergie et celles en autres biens essentiels (par exemple, les produits d'épicerie, le logement et les services de santé) est assez faible, même si la réaction varie selon les quintiles de revenus (graphique 7 ; cf. l'encadré 2 pour des détails sur la méthodologie d'estimation). Quand les besoins fondamentaux sont principalement satisfaits par des articles peu coûteux (ce qui est le cas pour les ménages ayant les revenus les plus faibles), la

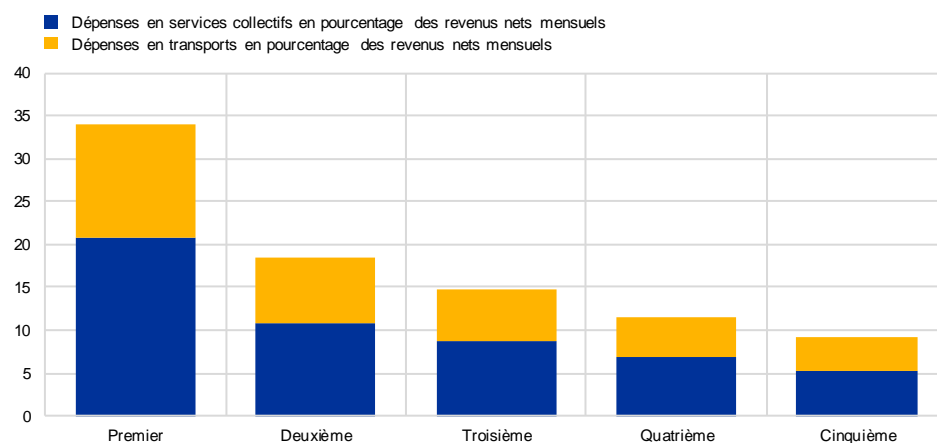
¹⁶ Pour une comparaison à cet égard entre l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et l'enquête sur le budget des ménages, cf. Bankowska (K.) *et al.*, « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, 2021.

¹⁷ Pour des détails sur l'impact régressif des taxes sur le carbone, cf. Wang (Q.), Hubacek (K.), Feng (K.), Wei (Y.-M.) et Liang (Q.-M.), « *Distributional effects of carbon taxation* », *Applied Energy*, vol. 184, 2016, p. 1123-1131.

la marge de manœuvre est très limitée pour réduire les dépenses consacrées aux autres biens essentiels en réponse à une hausse des prix de l'énergie (cette marge est estimée à 0,2 point de pourcentage des dépenses totales pour chaque augmentation d'un point de pourcentage des dépenses liées à l'énergie) ¹⁸.

Graphique 6 Exposition des ménages aux chocs sur les prix de l'énergie

(axe des abscisses : quintiles de revenus ; axe des ordonnées : pourcentages)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.
Note : Les chiffres sont fondés sur les résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs pour janvier 2022 et représentent des moyennes pondérées des données pour l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas et la Belgique.

Les ménages dont les revenus sont plus élevés font moins d'ajustements de leurs dépenses en biens et services essentiels, dans la mesure où les dépenses sensibles à l'énergie représentent un pourcentage plus faible de leurs revenus. Pour la même augmentation absolue des dépenses liées à l'énergie, les ménages appartenant au quintile supérieur de la distribution des revenus réduisent leurs dépenses en biens et services essentiels de 0,15 point de pourcentage seulement. Les ménages à revenus intermédiaires ont tendance à réagir davantage, car ils sont plus susceptibles de remplacer les produits de marque par des alternatives moins onéreuses ¹⁹. Au sein des quintiles de revenus, les ménages subissant des contraintes de liquidité (c'est-à-dire ceux dont le revenu net est insuffisant pour couvrir les dépenses totales et les remboursements de dette) ont tendance à réduire légèrement plus leur consommation de biens et services essentiels que ceux qui disposent d'un coussin de liquidité pour des dépenses imprévues.

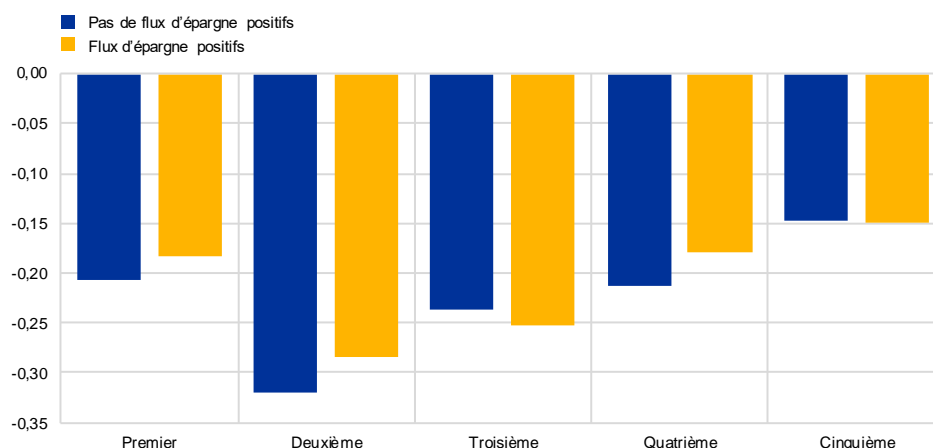
¹⁸ Pour des résultats similaires en utilisant une méthodologie différente, cf. Edelstein (P.) et Kilian (L.), « *How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 46, 2009, p. 766-779.

¹⁹ Cf. Gicheva (D.), Hastings (J.) et Villas-Boas (S.), « *Investigating Income Effects in Scanner Data: Do Gasoline Prices Affect Grocery Purchases?* », *American Economic Review – Papers and Proceedings*, vol. 100, n° 2, 2010, p. 480-484.

Graphique 7

Variations des dépenses en biens et services essentiels lorsque les dépenses liées à l'énergie augmentent

(axe des abscisses : quintiles de revenus ; axe des ordonnées : en points de pourcentage des dépenses mensuelles totales)



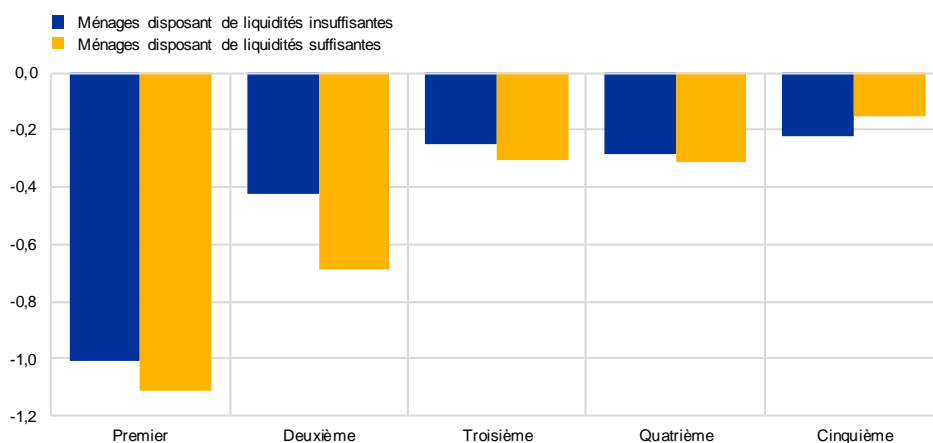
Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.

Notes : L'axe vertical présente la réduction moyenne des dépenses en biens et services essentiels en réponse à une augmentation des dépenses liées à l'énergie. Pour chaque quintile de revenus, les dépenses liées à l'énergie augmentent d'un montant équivalent à une hausse de 1 point de pourcentage de la part de l'énergie dans le revenu moyen du premier quintile de la distribution. L'équation dans l'encadré 2 estime la variation en points de pourcentage de la part des dépenses totales consacrée aux biens et services essentiels qui résulte d'une hausse de 1 point de pourcentage de la part des services collectifs dans les revenus. Afin d'obtenir la réponse moyenne à la même variation absolue des dépenses en services collectifs, les coefficients bêta sont ajustés en utilisant le ratio du revenu moyen de chaque quintile rapporté au revenu moyen du premier quintile. Les barres bleues représentent les réponses moyennes des ménages sans flux d'épargne positifs ; les barres jaunes représentent les réponses moyennes des ménages avec des flux d'épargne positifs. Les estimations ont été calculées en utilisant un échantillon couvrant la période allant d'avril 2020 à janvier 2022.

Graphique 8

Variations de l'épargne en réponse à une augmentation des dépenses liées à l'énergie

(axe des abscisses : quintiles de revenus ; axe des ordonnées : en points de pourcentage des revenus)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.

Notes : L'axe vertical indique les variations des ratios d'épargne des ménages en réponse à une augmentation des dépenses en services collectifs. Pour chaque quintile de revenus, les dépenses en services collectifs augmentent d'un montant équivalent à une hausse de 1 point de pourcentage de la part des services collectifs dans le revenu moyen du premier quintile. Le graphique établit une distinction entre les réponses des ménages disposant d'un coussin de liquidité et de ceux qui n'en possèdent pas (barres bleues). Les estimations ont été calculées en utilisant un échantillon couvrant la période allant d'avril 2020 à janvier 2022.

Les ménages puisent dans leur épargne pour amortir l'impact qu'exerce le renchérissement de l'énergie sur la consommation. Des éléments empiriques confirment que – au moins à court terme – les ménages réduisent significativement

leurs taux d'épargne afin de faire face à la hausse des dépenses consacrées à l'énergie (mais dans une moindre mesure si les coussins de liquidité pour des dépenses imprévues sont limités)²⁰. L'identification des réactions de l'épargne entre les différents quintiles de revenus montre que, pour la même augmentation absolue des dépenses liées à l'énergie, la réduction de l'épargne est inversement corrélée aux revenus de la famille et environ cinq ou six fois plus importante pour les ménages situés dans le quintile inférieur de la distribution des revenus par rapport à ceux du quintile supérieur (graphique 8).

Encadré 2

Estimation des réponses des ménages à des variations des dépenses liées à l'énergie

Virginia Di Nino et Aleksandra Kolndrekaj

Cet encadré présente les détails de la méthodologie économétrique utilisée pour étudier l'effet que les variations des dépenses mensuelles liées à l'énergie exercent sur les taux d'épargne des ménages et sur les dépenses en biens et services essentiels. Cette analyse, qui utilise des microdonnées provenant de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs couvre les six principales économies de la zone euro, avec plus de 75 000 observations sur la période débutant en avril 2020. Chaque trimestre, l'enquête sur les anticipations des consommateurs collecte des informations sur les dépenses mensuelles des ménages dans 12 domaines principaux (notamment les services collectifs, les services de transport, l'alimentation, la santé et les services de logement). Les flux d'épargne sont calculés en soustrayant les dépenses mensuelles totales des revenus nets mensuels. Les dépenses « essentielles » concernent l'alimentation, les boissons et le tabac, la santé et les services de logement.

Deux modèles de panel linéaires examinant les variations trimestrielles du taux d'épargne mensuel et des dépenses en biens et services essentiels en part des dépenses totales ($y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3}$) sont spécifiés comme une fonction de la variation trimestrielle du pourcentage des revenus dépensés en services collectifs ($x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}$) :

$$y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3} = \alpha_{c,t} + \alpha_j + \alpha_{i,t} + \rho s_{j,c,t-3} + (\beta + \delta_{iq=0})(x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}) + \varepsilon$$

Cette équation inclut le taux d'épargne mensuel enregistré trois mois auparavant ($s_{j,c,t-3}$), qui prend en compte l'impact des achats ponctuels importants effectués sur la période précédente ayant des répercussions sur le taux d'épargne.

Cette analyse se heurte à plusieurs difficultés. Il peut s'avérer difficile pour les ménages de se rappeler avec précision toutes leurs dépenses ventilées par catégories, et il est alors possible d'aboutir à une déclaration inexacte de leurs dépenses totales. L'utilisation de différences premières dans la spécification permet de contrôler en partie ces problèmes, en éliminant les biais constants spécifiques aux ménages dans les données. La spécification inclut également plusieurs effets fixes afin d'identifier le paramètre principal β , qui mesure la réaction à une modification des

²⁰ Les niveaux de revenus semblent peu influencer sur la manière dont la consommation des ménages réagit à des variations anticipées et non anticipées des prix de l'énergie. Indépendamment des effets d'anticipation, ce constat est cohérent avec l'hypothèse selon laquelle l'épargne est toujours le principal coussin utilisé pour amortir les chocs peu importants sur le revenu disponible réel (à l'exception des chocs non anticipés affectant les ménages subissant des contraintes de liquidité, dont la consommation ne varie pas pour absorber ces chocs). Cf. Cullen (J.B.), Friedberg (L.) et Wolfram (C.), « *Do Households Smooth Small Consumption Shocks? Evidence from Anticipated and Unanticipated Variation in Home Energy Costs* », mimeo, 2005.

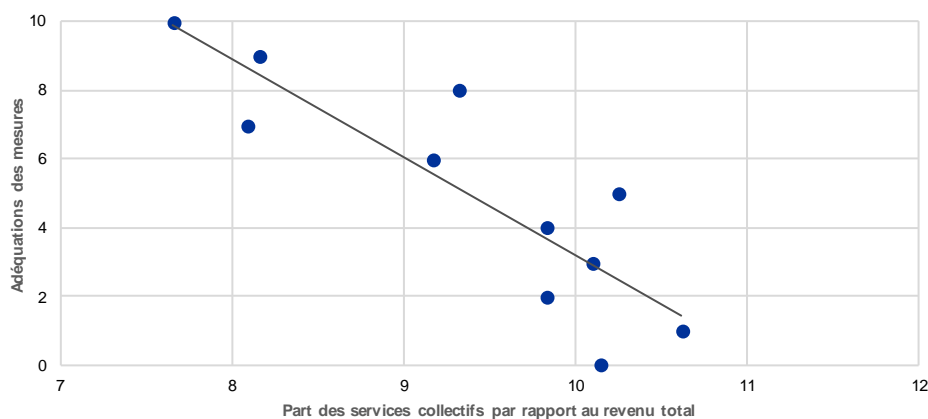
dépenses en services collectifs, en neutralisant plusieurs effets de confusion. Ces effets fixes se rapportent a) aux caractéristiques hétérogènes des ménages (α_i), telles que la taille et la situation des logements habités, ainsi que la composition des familles, b) à des facteurs spécifiques aux pays, mais variables dans le temps ($\alpha_{c,t}$), tels que les conditions économiques différentes qui caractérisent chaque pays (croissance du PIB, taux d'inflation, etc.), et c) à des facteurs qui varient en fonction des groupes de revenus et au fil du temps ($\alpha_{i,t}$), qui peuvent influencer les décisions relatives à l'épargne et aux dépenses, telles que des mesures gouvernementales atténuant l'impact de la pandémie sur les ménages).

Les ménages qui sont davantage exposés aux prix de l'énergie considèrent les mesures visant à alléger la charge liée à la hausse des prix de l'énergie comme moins adaptées. L'intervention des gouvernements vise principalement à atténuer l'impact inégal exercé par la hausse des prix de l'énergie selon les ménages, en soutenant les ménages les plus pauvres (qui ont tendance à dépenser davantage pour l'énergie en pourcentage de leurs revenus). Tout en étant les principaux bénéficiaires, les ménages très exposés aux prix de l'énergie ont tendance à estimer que ces mesures ne sont pas suffisantes pour compenser l'impact négatif des flambées des prix de l'énergie (graphique 9).

Graphique 9

Perception de l'adéquation des interventions des gouvernements et exposition à l'énergie

(axe des abscisses : dépenses en services collectifs en pourcentage du revenu total ; axe des ordonnées : perception de l'adéquation des interventions sur une échelle de 0 à 10)



Sources : Enquête sur les anticipations des consommateurs et calculs de la BCE.

Notes : L'axe vertical indique le score moyen attribué par les ménages aux mesures prises par les gouvernements pour atténuer l'impact du renchérissement de l'énergie sur le revenu disponible. Les ménages en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas et en Belgique sont regroupés dans 11 classes de taille égale en fonction des dépenses qu'ils consacrent aux services collectifs en pourcentage du revenu total. Pour chaque classe, les dépenses moyennes en services collectifs en pourcentage du revenu total sont représentées par rapport à la moyenne correspondante pour la perception de l'adéquation des mesures gouvernementales. Ces données ont été collectées en octobre 2021.

4 Conclusions

La hausse récente des prix de l'énergie constitue un facteur clairement défavorable pour la reprise de la consommation. Durant les premières phases de la pandémie, avec la détérioration de leurs perspectives financières, les ménages

ont réduit leurs projets de consommation, principalement en réponse à des chocs liés aux coûts entraînant une contraction, et peu après, à une série de chocs de demande négatifs. Depuis début 2021, les chocs de demande positifs ont entraîné un redressement des conditions financières, de la consommation et de l'épargne anticipées s'agissant des ménages. Toutefois, la hausse des prix des matières premières observée depuis l'été 2021 a été de plus en plus considérée comme un frein pour la situation financière anticipée des ménages, pesant ainsi sur leurs projets de dépenses.

Les hausses des prix de l'énergie ont des effets distributifs significatifs, qui nécessitent des mesures de politique budgétaire ciblées. L'impact des prix de l'énergie sur le revenu et les dépenses des ménages dépend principalement du niveau d'exposition du ménage. Les ménages à faibles revenus qui ont des niveaux d'exposition élevés ont tendance à connaître des difficultés financières considérables lorsque les dépenses liées à l'énergie augmentent de manière inattendue, et ils réagissent à de tels chocs en réduisant leur épargne ou en retardant les paiements. En conséquence, ces ménages sont plus susceptibles d'avoir le sentiment qu'il est nécessaire pour les pouvoirs publics d'atténuer l'impact négatif du renchérissement de l'énergie.

2 Inégalités économiques et confiance du public dans la Banque centrale européenne

Stephanie Bergbauer, Alessandro Giovannini et Nils Hernborg

1 Introduction

Dans la plupart des économies avancées, les inégalités de revenus et de richesse ont augmenté depuis le début des années 1980, même si les données disponibles montrent la diversité des trajectoires nationales. Il a été démontré que la concentration de la richesse et les inégalités de revenus augmentent en Europe continentale, mais nettement moins que, par exemple, aux États-Unis et au Royaume-Uni ¹. La pandémie de coronavirus (COVID-19) devrait encore amplifier les inégalités économiques. Les inégalités de revenus pourraient s'accroître du fait de l'augmentation du chômage et de la perte de revenu chez les jeunes travailleurs, les femmes, les travailleurs qui se situent dans les groupes à faible revenu et à faible niveau d'éducation et les travailleurs temporaires ². En outre, la hausse des prix des actifs, notamment des actions et de l'immobilier, conjuguée à des modifications, intervenues pendant la pandémie, des comportements de consommation et d'épargne dans différentes parties de la distribution de la richesse, pourrait contribuer à un accroissement des inégalités de richesse ³.

Dans le cadre de l'évaluation stratégique de la BCE, les citoyens ont fait part de préoccupations relatives aux inégalités économiques ⁴. D'un point de vue empirique, des études ont montré que la politique monétaire pourrait n'avoir qu'un impact limité sur les inégalités économiques et que, dans l'ensemble, l'assouplissement de la politique monétaire semble les avoir légèrement atténuées dans la zone euro ces dernières années ⁵. Dans le même temps, il a été démontré que les inégalités pourraient jouer un rôle dans la transmission de la politique

¹ Cf., par exemple, Alvaredo (F.), Chancel (L.), Piketty (T.), Saez (E.) et Zucman (G.), « *Global Inequality Dynamics: New Findings from WID.world* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 5, 2017, p. 404-409 ; Blanchet (T.), Chancel (L.) et Gethin (A.), « *Why is Europe more equal than the United States?* », *World Inequality Lab Working Papers*, n° 2020/19, 2020 ; Piketty (T.) et Saez (E.), « *Inequality in the long run* », *Science*, vol. 344, n° 6186, 2014, pp. 838-843 ; Nolan (B.) et Valenzuela (L.), « *Inequality and its discontents* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 35, n° 3, 2019, p. 396-430 ; et Zucman (G.), « *Global Wealth Inequality* », *Annual Review of Economics*, vol. 11, n° 1, 2019, p. 109-138.

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

³ Pour plus d'informations, cf. également Schnabel (I.), « *Monetary policy and inequality* », discours prononcé à l'occasion de la conférence en ligne intitulée « *Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking* », 9 novembre 2021.

⁴ Cf. *La BCE à votre écoute – Rapport de synthèse sur l'évaluation à mi-parcours*, BCE, 2021 ; et *La BCE à votre écoute – Rapport de synthèse des contributions reçues sur le portail "La BCE à votre écoute"*, BCE, 2022.

⁵ Cf. l'article intitulé « *Politique monétaire et inégalités* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021. Bien que les données relatives aux effets sur les inégalités de revenus soient plus concluantes, celles relatives à la distribution de la richesse le sont moins. Cf. Schnabel (I.), *op. cit.*

monétaire, ce qui souligne la nécessité de mieux comprendre comment les inégalités peuvent avoir une influence sur l’accomplissement du mandat de la BCE.

La manière dont une augmentation perçue des inégalités pourrait affecter la confiance du public dans les banques centrales, et comment cela pourrait avoir une incidence sur l’accomplissement des mandats des banques centrales, constitue un aspect moins exploré. Dans le contexte européen, il a été démontré que l’accroissement des inégalités économiques réduisait la confiance du public dans l’UE et ses institutions, tant directement qu’indirectement, via l’impact négatif des inégalités sur la confiance dans les institutions nationales ⁶. Cela pourrait avoir des répercussions sur la BCE, car la confiance du public joue un rôle dans l’ancrage des anticipations d’inflation, qui améliore l’efficacité de la politique monétaire ⁷, et protège la BCE des pressions politiques susceptibles de compromettre son indépendance.

Cet article examine la relation entre les inégalités économiques et la confiance du public dans la BCE et dans les autres institutions européennes.

En s’appuyant sur des données tirées de la nouvelle enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES) et sur l’enquête Eurobaromètre standard, il analyse la relation entre les différentes formes d’inégalités économiques, les perceptions des inégalités et la confiance du public dans la BCE et dans les autres institutions européennes de la zone euro sur la période 1999-2020 et dans le contexte de la crise de la COVID-19. La section 2 aborde le rôle que jouent les inégalités économiques dans la confiance institutionnelle en général et dans la confiance dans la BCE en particulier. La section 3 examine les différentes dimensions et mesures des inégalités économiques et leur évolution dans la zone euro. La section 4 analyse ensuite la relation entre les différentes mesures des inégalités économiques et la confiance du public dans la BCE et dans les autres institutions de l’UE, telles que la Commission européenne et le Parlement européen. La section 5 apporte une conclusion.

⁶ Cf., par exemple, Kuhn (T.), van Elsas (E.), Hakhverdian (A.) et van der Brug (W.), « *An ever wider gap in an ever closer union: Rising inequalities and euroscepticism in 12 West European democracies, 1975-2009* », *Socio-Economic Review*, vol. 14, n° 1, 2016, pp. 27-45 ; et Lipps (J.) et Schraff (D.), « *Regional inequality and institutional trust in Europe* », *European Journal of Political Research*, vol. 60, n° 4, 2021, p. 892-913. En outre, plusieurs études ont montré que l’accroissement des inégalités économiques tend à augmenter le soutien politique aux partis populistes, ce qui a un impact sur l’élaboration des politiques de l’UE. Cf., par exemple, Guriev (S.), « *Economic Drivers of Populism* », *AEA Papers and Proceedings*, vol. 108, 2018, p. 200-203.

⁷ Des niveaux de confiance du public plus élevés peuvent contribuer à ancrer les anticipations d’inflation des acteurs économiques autour de la cible d’inflation, garantissant ainsi que des écarts temporaires de l’inflation effective par rapport à sa cible n’influencent pas les revendications salariales et les décisions de fixation des prix des ménages et des entreprises. Cf., par exemple, Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.) et van Rooij (M.), « *Trust in the Central Bank and Inflation Expectations* », *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n° 6, 2021, p. 1-37 ; Rumler (F.) et Valderrama (M.T.), « *Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data* », *Economic Modelling*, vol. 87, 2020, p. 8-23 ; et van der Cruysen (C.) et Samarina (A.) « *Trust in the ECB in turbulent times* », *DNB Working Paper*, n° 722, De Nederlandsche Bank, 2021.

2 Le rôle des inégalités économiques dans la confiance institutionnelle

Un accroissement des inégalités économiques tend à réduire la confiance du public dans les institutions. Les inégalités économiques peuvent se comprendre comme un standard normatif et comme un résultat concret des décisions politiques par lequel les citoyens évaluent la performance des pouvoirs publics. Lorsque les institutions ne parviennent pas à fournir les ressources suffisantes à tous les citoyens ou à garantir une distribution relativement uniforme des ressources, et que cela entraîne des inégalités économiques, de la pauvreté et une exclusion économique, alors les attentes de certains citoyens ne sont pas satisfaites, ce qui réduit la confiance dans les institutions. D'un point de vue empirique, il a été démontré qu'un accroissement des niveaux d'inégalité de revenus et de richesse était corrélé à une diminution des niveaux de confiance dans les institutions politiques et à un affaiblissement de l'adhésion à la démocratie en général ⁸.

Des facteurs contextuels peuvent modérer la relation entre les inégalités économiques et la confiance institutionnelle. Les normes spécifiques à un pays, les performances passées de son propre pays et l'exemple d'autres pays sont autant d'éléments de référence dont disposent les citoyens pour évaluer les niveaux d'inégalités dans leur propre société ⁹. Les préoccupations à l'égard des inégalités semblent également avoir un effet plus marqué sur la confiance en période de crise, lorsque les questions d'exclusion et de déclin économiques sont plus saillantes ¹⁰. Toutefois, l'impact des inégalités sur la confiance se révèle être plus faible en présence de politiques sociales et redistributives fortes, ce qui souligne le rôle des politiques publiques dans l'atténuation des conséquences politiques des inégalités ¹¹.

L'impact des inégalités économiques sur la confiance institutionnelle dépend également des perceptions, des croyances et des expériences individuelles. Les études montrent que les perceptions d'inégalités ne coïncident pas toujours avec les niveaux de disparité de richesse et de revenu mesurés statistiquement ¹². En outre, les citoyens ont des croyances normatives différentes en ce qui concerne

⁸ Cf., par exemple, Andersen (R.), « *Support for democracy in cross-national perspective: The detrimental effect of economic inequality* », *Research in Social Stratification and Mobility*, vol. 30, n° 4, 2012, p. 389-402 ; Gould (E.) et Hijzen (A.), « *Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital* », *IMF Working Papers*, n° 16/176, Fonds monétaire international, 2016 ; et Kriekhaus (J.), Son (B.), Bellinger (N.) et Wells (J.), « *Economic Inequality and Democratic Support* », *The Journal of Politics*, vol. 76, n° 1, 2014, p. 139-151.

⁹ Par exemple, les sociétés présentant des niveaux élevés d'inégalités tendent également à mieux accepter des distributions plus inégales des revenus. Par ailleurs, un accroissement des inégalités pourrait avoir un impact plus marqué sur la confiance dans les institutions dans les pays présentant initialement des faibles niveaux d'inégalités que dans les pays présentant initialement des niveaux d'inégalités élevés. Cf. Sachweh (P.) et Olafsdottir (S.), « *The Welfare State and Equality? Stratification Realities and Aspirations in Three Welfare Regimes* », *European Sociological Review*, vol. 28, n° 2, 2012, p. 149-168.

¹⁰ Cf. Ervasti (H.), Kouvo (A.) et Venetoklis (T.), « *Social and Institutional Trust in Times of Crisis: Greece, 2002-2011* », *Social Indicators Research*, vol. 141, 2019, p. 1207-1231.

¹¹ Cf. Kumlin (S.) et Haugsgjerd (A.), « *The welfare state and political trust: bringing performance back in* », in Zmerli (S.) et van der Meer (T.W.G.) (eds.), *Handbook on Political Trust*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2017, p. 285-301.

¹² Cf., par exemple, Knell (M.) et Stix (H.), « *Perceptions of inequality* », *European Journal of Political Economy*, vol. 65, 2020.

la distribution souhaitable de la richesse et des revenus dans la société, et cela pourrait influencer la confiance institutionnelle^{13,14}. Enfin, la relation entre les inégalités au niveau macroéconomique et la confiance des individus dans les institutions publiques dépend également du milieu socioéconomique des individus et de leur position dans la distribution des revenus et de la richesse¹⁵.

Les perceptions à l'égard de la performance des institutions politiques dans la gestion des inégalités semblent également revêtir une importance pour les banques centrales. Des données récentes suggèrent que les préoccupations des citoyens concernant les inégalités visent non seulement les gouvernements – acteurs ayant la responsabilité première du problème et la capacité à y remédier – mais également les banques centrales. Au cours des événements « La BCE à votre écoute », dans le cadre de l'évaluation stratégique de la politique monétaire, les citoyens ont indiqué que la BCE devrait jouer un rôle plus important dans la prise en compte des enjeux sociétaux, tels que les inégalités et la pauvreté¹⁶. Cela suggère que les citoyens attendent de leurs banques centrales qu'elles agissent. Lorsque ces attentes ne sont pas satisfaites, la confiance du public dans la banque centrale peut être affectée négativement à travers les mécanismes décrits dans les paragraphes ci-dessus.

La littérature sur l'impact des inégalités économiques sur la confiance du public dans les banques centrales est limitée. Peu d'analyses empiriques ont étudié les liens entre perceptions des inégalités économiques et confiance dans des banques centrales telles que la BCE. Il a été observé que la confiance dans la BCE est liée aux opinions à l'égard des effets que les mesures de politique monétaire ont sur les inégalités¹⁷. En outre, les niveaux d'inégalités de revenus semblent être associés à la confiance du public dans la BCE, en particulier en période de crise¹⁸. Enfin, il est possible que les niveaux d'inégalités mesurés statistiquement ne soient pas le seul facteur à revêtir une importance, ce serait aussi le cas des niveaux perçus subjectivement. Une étude portant sur la Banque d'Angleterre a montré que

¹³ Cf. les résultats descriptifs dans, par exemple, Dion (M.L.) et Birchfield (V.), « *Economic Development, Income Inequality, and Preferences for Redistribution* », *International Studies Quarterly*, vol. 54, n° 2, 2010, p. 315-334 ; et Olivera (J.), « *Preferences for redistribution in Europe* », *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 4, n° 14, 2015.

¹⁴ Selon les données, les inégalités ont des effets négatifs plus prononcés sur la confiance institutionnelle parmi les citoyens ayant des valeurs plus égalitaires. Cf. Anderson (C.J.) et Singer (M.M.), « *The Sensitive Left and the Impervious Right: Multilevel Models and the Politics of Inequality, Ideology, and Legitimacy in Europe* », *Comparative Political Studies*, vol. 41, n° 4/5, 2008, p. 564-599.

¹⁵ Cf., par exemple, Goubin (S.) et Hooghe (M.), « *The Effect of Inequality on the Relation Between Socioeconomic Stratification and Political Trust in Europe* », *Social Justice Research*, vol. 33, 2020, p. 219-247.

¹⁶ Cf. *La BCE à votre écoute – Rapport de synthèse sur l'évaluation à mi-parcours*, BCE, 2021

¹⁷ Selon des données d'enquêtes représentatives recueillies en Allemagne en 2018, il a été observé que les participants qui avaient confiance dans la BCE étaient plus susceptibles de penser que son programme d'achats d'actifs n'avait aucun effet sur les inégalités en Allemagne ou les réduisait, et qu'il améliorerait leur situation économique personnelle. Cf. Hayo (B.), « *Does Quantitative Easing Affect People's Personal Financial Situation and Economic Inequality? The View of the German Population* », SSRN, 2020.

¹⁸ Cf. Bonasia (M.), Canale (R.R.), Liotti (G.) et Spagnolo (N.), « *Trust in Institutions and Income Inequality in the Eurozone: The Role of the Crisis* », *Engineering Economics*, vol. 27, n° 1, 2016, p. 4-12.

les personnes satisfaites de la distribution actuelle des revenus sont plus susceptibles d'avoir confiance dans la banque centrale ¹⁹.

3 Dimensions et perceptions des inégalités économiques

Différentes mesures des inégalités économiques couvrent divers aspects des inégalités et se fondent sur des méthodes différentes pour déterminer le bien-être économique et sa distribution dans la société. Il est important de comprendre ces différences méthodologiques, car elles pourraient avoir une incidence sur les résultats relatifs à la relation empirique entre confiance et inégalités. En particulier, il convient de faire la différence entre les niveaux d'inégalité mesurés objectivement et les perceptions subjectives des inégalités.

Parmi les dimensions des inégalités, la distinction la plus courante est celle entre revenus et richesse. Même si les inégalités de revenus et de richesse se sont accrues dans la plupart des économies avancées depuis le début des années 1980, la concentration de la richesse tend à être plus importante que la concentration des revenus ²⁰. Les inégalités de revenus peuvent être mesurées sur la base du revenu avant impôt ou après impôt (revenu disponible) ²¹. La capacité des pouvoirs publics à influencer sur la concentration des revenus via la fiscalité et les transferts peut influencer l'opinion publique, en particulier dans les pays européens ayant traditionnellement des systèmes de protection sociale et des politiques redistributives plus favorables ²².

Les inégalités de revenus et de richesse dans les pays de la zone euro se sont accrues depuis 1999, bien que de façon marginale (graphique 1). Cette tendance s'est renforcée suite à la crise financière mondiale de 2008, les inégalités de richesse s'étant accrues plus rapidement que les inégalités de revenus. Ces deux mesures ont atteint un pic en 2014 et se sont depuis stabilisées ²³.

¹⁹ Cf. Farrell (L.), Fry (J.M.) et Fry (T.R.L.), « *Who trusts the bank of England and high street banks in Britain?* », *Applied Economics*, vol. 53, n° 16, 2021, p. 1886-1898.

²⁰ Cf., par exemple, Piketty (T.) et Saez (E.), *op. cit.* Pour plus d'informations sur la manière dont les tendances relatives aux inégalités de revenus et de richesse diffèrent aux États-Unis, cf. Kuhn (M.), Schularick (M.) et Steins (U.I.), « *Income and Wealth Inequality in America, 1949-2016* », *Journal of Political Economy*, vol. 128, n° 9, 2020, p. 3469-3519.

²¹ Pour les inégalités de revenus et de richesse, l'indice de Gini est un indicateur standard – mais n'est pas le seul – de la mesure dans laquelle la distribution des revenus ou de la richesse s'écarte de l'égalité parfaite.

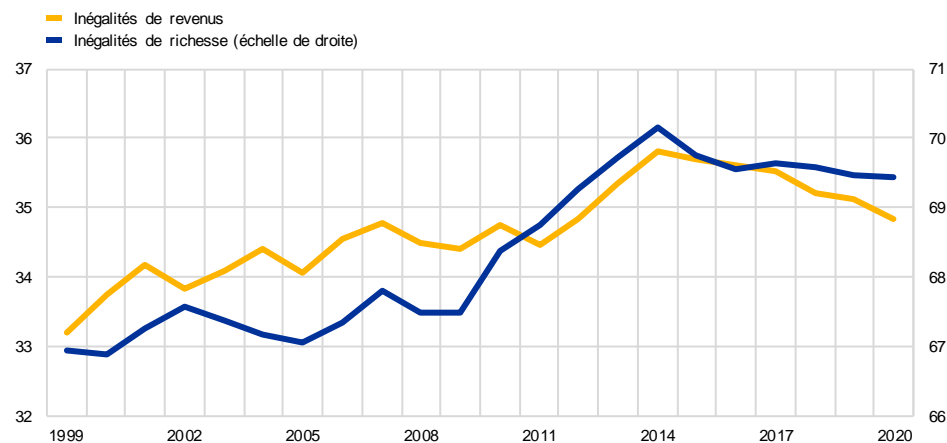
²² Pour une analyse des mesures des inégalités, cf. McGregor (T.), Smith (B.) et Wills (S.), « *Measuring inequality* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 35, n° 3, 2019, p. 368-395.

²³ Pour de plus amples informations sur ces tendances, cf. Blanchet (T.), Chancel (L.) et Ghetin (A.), « *How Unequal is Europe? Evidence from Distributional National Accounts, 1980-2017* », *WID.world Working Paper*, n° 2019/06, 2019.

Graphique 1

Inégalités de revenus et de richesse dans les pays de la zone euro, 1999-2020

(échelle de gauche : indice de Gini pour les revenus après impôt ; échelle de droite : indice de Gini pour la richesse)



Source : Base de données sur les inégalités mondiales (World Inequality Database).

Note : Indice de Gini moyen des pays de la zone euro pondéré de la taille de la population et corrigé des adhésions à la zone euro.

Les individus sont plus susceptibles de fonder leurs décisions et leurs préférences politiques sur des perceptions subjectives des inégalités de revenus que sur des mesures statistiques.

Même si la plupart des gens connaissent approximativement leur revenu, ils n'ont généralement pas connaissance de la distribution complète des revenus ou ne savent pas exactement où se situe leur niveau de revenus dans cette distribution²⁴. Selon une approche heuristique, les personnes ont tendance à associer leur propre position dans la distribution de revenus à un groupe de référence qu'elles connaissent bien, souvent un groupe de pairs appartenant à un milieu socioéconomique similaire, mais se considèrent souvent elles-mêmes comme étant plus proches du centre de la distribution qu'elles ne le sont réellement. Les personnes situées dans la partie supérieure de la distribution tendent à croire qu'elles sont classées plus bas, tandis que les personnes situées dans la partie inférieure de la distribution tendent à croire qu'elles sont classées plus haut qu'elles ne le sont réellement²⁵.

Les perceptions individuelles des inégalités se forment au moins partiellement en adéquation avec les fondamentaux de l'économie.

Les recherches par pays montrent un décalage entre les impressions subjectives et les inégalités économiques appréhendées par les indicateurs statistiques²⁶. Dans le même temps, des données récentes concernant les pays de l'OCDE suggèrent que, bien que les informations sur la distribution des revenus soient incomplètes, les perceptions des

²⁴ Cf. Gimpelson (V.) et Treisman (D.), « *Misperceiving inequality* », *Economics & Politics*, vol. 30, n° 1, 2018, p. 27-54.

²⁵ Cette tendance est appelée « biais du centre » et représente une conception erronée des interprétations subjectives des inégalités de revenus. Cf. Hvidberg (K.B.), Kreiner (C.) et Stantcheva (S.), « *Social Positions and Fairness Views on Inequality* », *NBER Working Paper*, n° 28099, novembre 2021 ; et Cruces (G.), Perez-Truglia (R.) et Tetaz (M.), « *Biased perceptions of income distribution and preferences for redistribution: Evidence from a survey experiment* », *Journal of Public Economics*, vol. 98, 2013, p. 100-112.

²⁶ Cf. Cruces (G.) *et al.*, *op. cit.* ; et Kuhn (A.), « *The Individual Perception of Wage Inequality: A Measurement Framework and Some Empirical Evidence* », *IZA Discussion Paper Series*, n° 9579, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, 2015.

disparités de revenus semblent refléter des données bien réelles attestant d'inégalités économiques ²⁷. Les gens décèlent des inégalités de revenus qui sont corroborées par les estimations statistiques.

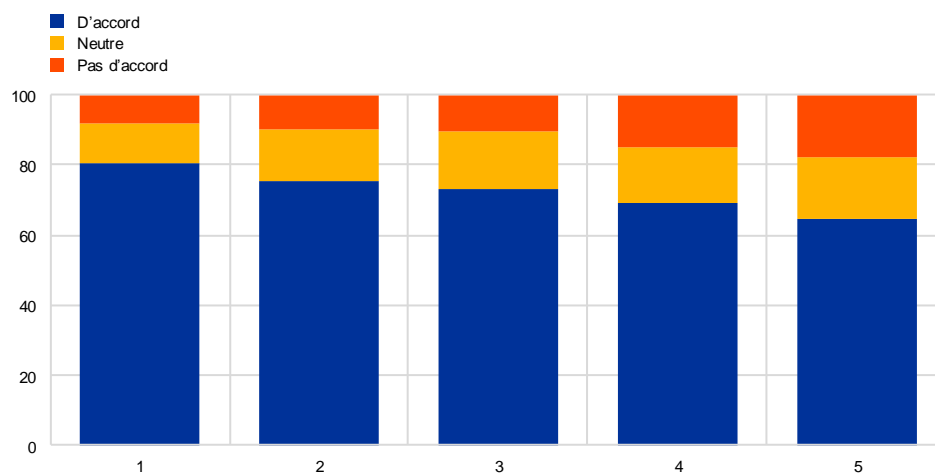
Dans les six pays étudiés dans le cadre de la nouvelle enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, une grande majorité de citoyens perçoivent les inégalités de revenus comme « trop importantes » et leur point de vue est corrélé à leur niveau de revenu. Il est important de noter que la question posée dans l'enquête est essentiellement normative, car elle demande aux participants de comparer le degré actuel d'inégalités par rapport à un niveau idéal. Par conséquent, cette mesure ne rend pas nécessairement compte de la perception qu'a le participant du niveau des inégalités dans la société. Comme le montre le graphique 2, la part des personnes interrogées qui perçoivent les inégalités comme « trop importantes » représente une majorité très nette pour tous les quintiles de revenus. Si l'on s'intéresse aux différents pays, en Belgique, en Espagne et en Italie, plus de 75 % des personnes interrogées ont le sentiment que les inégalités de revenus sont « trop importantes » (pas de représentation). Ce sentiment est également partagé par une majorité de personnes interrogées sur l'ensemble de la distribution des revenus de tous les pays. Dans le même temps, ceux qui se trouvent dans la partie inférieure de la distribution des revenus sont plus susceptibles (d'environ 15 points de pourcentage) d'être d'accord avec l'affirmation que les inégalités de revenus sont « trop importantes » que ceux qui se trouvent dans la partie supérieure. Les écarts varient d'un pays à l'autre, les personnes interrogées en Espagne et en Italie affichant des points de vue assez comparables sur toute la distribution des revenus, tandis qu'il existe des écarts entre les personnes interrogées ayant de faibles revenus et des revenus élevés en Belgique, en Allemagne, en France et aux Pays-Bas (pas de représentation).

²⁷ *Does Inequality Matter? How People Perceive Economic Disparities and Social Mobility*, Éditions de l'OCDE, Paris, 2021.

Graphique 2

Perception d'inégalités « trop importantes », par quintile de revenus

(part en pourcentage)



Source : Enquête CES de la BCE.

Notes : Données regroupées et pondérées sur les vagues d'avril 2020 à décembre 2021 pour les six pays figurant dans l'enquête (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). La perception d'inégalités de revenus « trop importantes » se mesure sur une échelle allant de 1 à 7, où 1 correspond à « pas du tout d'accord » et 7 correspond à « tout à fait d'accord » avec l'affirmation suivante : « Les écarts de revenus sont trop importants dans le pays où vous vivez actuellement ». Les réponses 1 à 3 figurent dans « D'accord », 4 dans « Neutre » et 5 à 7 dans « Pas d'accord ».

4 Confiance du public dans les institutions de l'UE et inégalités économiques

Établir une relation de cause à effet entre les inégalités et la confiance du public dans la BCE et les autres institutions de l'UE est compliqué. D'une part, un certain nombre de facteurs de nature à introduire de la confusion peuvent affecter simultanément les inégalités économiques et la confiance du public dans les institutions. Par exemple, des différences de niveau d'éducation peuvent entraîner un accroissement des inégalités de revenus. Ces différences se refléteraient également dans les niveaux de confiance du public, des niveaux d'éducation plus bas étant associés à une moindre confiance du public dans les institutions²⁸. De même, des niveaux de chômage plus élevés ont tendance à être associés à la fois à de plus fortes inégalités de revenus et à des niveaux moins importants de confiance du public²⁹. En revanche, les inégalités économiques peuvent être endogènes aux niveaux de confiance du public, la confiance interpersonnelle affectant les préférences pour des politiques plus ou moins redistributives. Par exemple, de plus faibles niveaux d'inégalités de revenus et des systèmes de protection sociale plus généreux dans les pays scandinaves ont été reliés à des

²⁸ Cf., par exemple, Ehrmann (M.), Soudan (M.) et Stracca (L.), « Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, n° 3, 2013, p. 781-807 ; et Bergbauer (S.), Hemberg (N.), Jamet (J.-F.) et Persson (E.), « The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected? », *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n° 8, 2020.

²⁹ Cf., par exemple, Roth (F.) et Jonung (L.), « Public Support for the Euro and Trust in the ECB: The first two decades of the common currency », *Hamburg Discussion Papers in International Economics*, n° 2, 2019.

niveaux plus élevés de confiance interpersonnelle ³⁰, elle-même corrélée à la confiance institutionnelle ³¹. Cela peut donner lieu à un problème de causalité inversée, la difficulté étant de dissocier les effets des inégalités sur la confiance des effets de la confiance sur les inégalités.

La présente section étudie les relations entre les inégalités économiques et la confiance du public au niveau bivarié sans chercher à établir de causalité.

L'encadré 1 examine de manière empirique la relation entre les inégalités de revenus perçues et la confiance du public dans les institutions de l'UE, en ajoutant des variables de contrôle supplémentaires pour rendre compte de facteurs de confusion possibles susceptibles d'affecter la corrélation entre inégalités économiques et confiance institutionnelle.

L'analyse s'appuie sur des données tirées d'enquêtes, provenant de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et de l'Eurobaromètre standard.

L'enquête menée par la BCE sur les anticipations des consommateurs rend compte de la confiance du public dans les institutions au travers d'une enquête s'appuyant sur des données de panel mensuelles, qui a commencé en avril 2020 ³². Cette étude est combinée avec l'analyse des données de l'Eurobaromètre standard couvrant 43 vagues de cette enquête semestrielle ³³. Ces enquêtes d'opinion constituent les meilleures sources dont on dispose pour mesurer la confiance du public dans les institutions de l'UE et permettent des analyses quantitatives des tendances dans le temps et pour les différents pays.

La confiance dans la BCE est étudiée parallèlement à la confiance dans la Commission européenne et la confiance dans le Parlement européen.

Les citoyens peuvent ne pas faire correctement la différence entre les diverses institutions de l'UE lorsqu'ils expriment leur niveau de confiance, et certains citoyens peuvent donc évaluer la BCE dans le cadre global de l'UE ³⁴. Toute relation entre les inégalités économiques et la confiance du public dans la BCE pourrait donc être due à des facteurs qui ne sont pas associés uniquement à la BCE, mais qui font plutôt partie d'une évaluation du système global de l'UE. Par ailleurs, on peut comparer les

³⁰ Cf., par exemple, Algan (Y.), Cahuc (P.) et Sangnier (M.), « *Efficient and Inefficient Welfare States* », *IZA Discussion Paper Series*, n° 5445, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, 2011.

³¹ Cf. Angino (S.), Ferrara (F.) et Secola (S.), « *The cultural origins of institutional trust: The case of the European Central Bank* », *European Union Politics*, 2021.

³² Bien que limitée dans le temps et dans sa couverture géographique (couvrant uniquement la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas), cette enquête présente la confiance du public sur une échelle de 0 à 10, ce qui permet une analyse plus précise de cette variable que les indicateurs binaires. En outre, l'enquête comprend une série d'informations sur les caractéristiques socio-démographiques et les anticipations économiques des participants, y compris les niveaux de revenus totaux des ménages et les perceptions des inégalités. Pour plus d'informations sur l'enquête, Cf. Bańkowska (K.) *et al.*, « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, décembre 2021.

³³ L'Eurobaromètre pose la question suivante : « Veuillez préciser si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à ces institutions européennes : [NOM DE L'INSTITUTION] ». Les données sont agrégées au niveau des pays et au niveau régional pour les pays de la zone euro par année, en combinant les vagues habituelles d'enquête du printemps et de l'automne. Les données pour 2020 recouvrent seulement une vague d'enquête, le rythme habituel de deux enquêtes par an ayant été perturbé par la pandémie.

³⁴ Au lendemain de la crise financière mondiale, les institutions tant nationales qu'européennes ont enregistré une baisse de confiance du public dans le cadre d'une tendance plus large de scepticisme croissant des citoyens à l'égard des décideurs. Cf. l'encadré intitulé « *Évolution de la confiance dans les institutions publiques depuis la crise financière mondiale* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

profils de confiance dans la BCE avec les profils de confiance dans d'autres institutions de l'UE afin de déceler si un lien entre inégalités et confiance est spécifique à la BCE.

Encadré 1

La relation entre les inégalités de revenus perçues et la confiance du public dans les institutions de l'UE dans l'enquête CES de la BCE

Navid Armeli, Alessandro Giovannini et Nils Hernborg

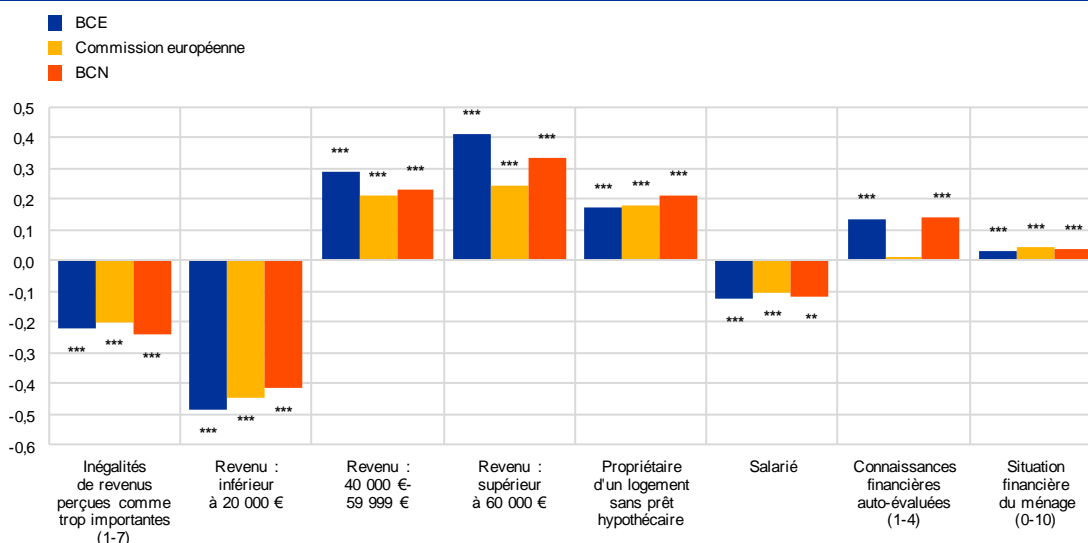
Le présent encadré examine la relation entre les perceptions normatives des inégalités de revenus et la confiance du public dans les institutions de l'UE, en contrôlant pour plusieurs facteurs de confusion possibles susceptibles d'affecter cette corrélation. Ainsi, il étend les analyses récentes de la confiance dans la BCE dans le contexte de la pandémie de COVID-19 en incluant la perception des inégalités de revenus dans les variables explicatives. Sur la base d'une étude récente de van der Crujisen et Samarina ³⁵, nous appliquons une technique comparable de régression sur données de panel à effets aléatoires à partir de données de panel mensuelles extraites de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (enquête CES) pour six pays de la zone euro entre avril 2020 et octobre 2021. Afin d'analyser si une relation donnée est spécifique à la BCE, nous évaluons le modèle pour la confiance dans la Commission européenne et dans les banques centrales nationales (BCN) ainsi que pour la confiance dans la BCE.

La perception d'inégalités de revenus « trop importantes » est associée négativement à la confiance du public dans la BCE lorsqu'on contrôle pour plusieurs facteurs de confusion possibles. Les résultats présentés dans le graphique A suggèrent que le fait de franchir un cran sur une échelle à sept positions exprimant l'accord avec l'affirmation selon laquelle les inégalités de revenus sont « trop importantes » (1 = pas du tout d'accord, 7 = tout à fait d'accord) réduit le niveau de confiance dans la BCE de 0,2 point (sur une échelle de 0 à 10). Bien que faible par son ordre de grandeur, la relation négative est statistiquement significative. Cette relation négative vaut aussi pour la confiance du public à l'égard de la Commission européenne et les BCN, avec un ordre de grandeur comparable. Cela semble indiquer que la relation négative n'est pas spécifique à la BCE et que les citoyens ont des attitudes similaires envers toutes les institutions. Par ailleurs, les résultats montrent également que les niveaux de revenus sont associés positivement à la confiance du public dans la BCE lorsqu'on contrôle pour d'autres facteurs, et que la même relation s'observe pour d'autres institutions. De même, les niveaux de richesse, dont une approximation est donnée par les propriétaires occupants d'un bien immobilier n'ayant pas de prêt hypothécaire à rembourser, sont associés positivement à la confiance du public dans la BCE et à la confiance du public dans la Commission européenne et les BCN (graphique A). Les résultats similaires d'une institution à l'autre peuvent également être influencés par le fait que les participants ne font pas de différence entre les institutions lorsqu'ils répondent à des questions concernant leur niveau de confiance.

³⁵ Cf. van der Crujisen (C.) et Samarina (A.), *op. cit.*

Graphique A

Relation entre la confiance dans les institutions de l'UE et les inégalités perçues



Source : Enquête CES de la BCE.

Notes : Le tableau présente les résultats de régressions sur données de panel à effets aléatoires, avec des erreurs-types regroupées au niveau individuel. Des variables muettes constantes par vague et par pays sont intégrées (mais non représentées). La régression contrôle également pour le sexe, l'âge et l'éducation (pas de représentation). La confiance dans les institutions se mesure sur une échelle allant de 0 à 10, où 0 signifie aucune confiance dans l'institution et 10 une confiance totale. La perception d'inégalités de revenus « trop importantes » se mesure sur une échelle allant de 1 à 7, où 1 correspond à « pas du tout d'accord » et 7 correspond à « tout à fait d'accord » avec l'affirmation suivante : « Les écarts de revenus sont trop importants dans le pays où vous vivez actuellement ». La situation financière du ménage est mesurée au travers de la question « Quel est votre niveau d'inquiétude par rapport aux conséquences du coronavirus (COVID-19) sur chacun des éléments suivants : « La situation financière de votre ménage », où 0 signifie pas du tout inquiet et 10 extrêmement inquiet. Les connaissances financières auto-évaluées sont mesurées par la question « Comment évalueriez-vous votre connaissance des questions financières ? », où 1 signifie pas de connaissances et 4 de très bonnes connaissances. ***, ** et * indiquent une signification statistique aux niveaux de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

5 Confiance du public dans les institutions de l'UE et inégalités

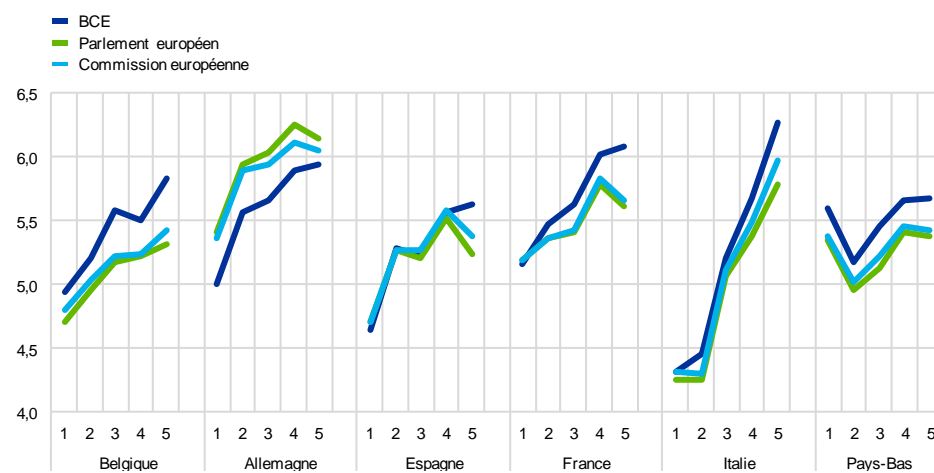
La confiance dans les institutions européennes augmente avec le niveau des revenus. Le graphique 3 présente une ventilation de la confiance du public selon les revenus totaux des ménages pour toute la population et montre que, dans l'ensemble des six pays étudiés, les niveaux moyens de confiance dans la BCE augmentent progressivement avec la hausse des revenus. Cette corrélation est robuste aux différences d'âge, de sexe, de niveau d'éducation et de statut professionnel (pas de représentation). En outre, ce schéma se retrouve dans les niveaux moyens de confiance envers le Parlement européen et la Commission européenne ³⁶.

³⁶ Une comparaison avec les données de l'enquête européenne sur les valeurs (*European Values Survey, EVS*), qui mesure seulement la confiance dans le Parlement européen, confirme que le niveau moyen de confiance dans ce Parlement augmente sur toute la distribution des revenus. Ce profil d'évolution s'applique également à d'autres niveaux de confiance, notamment la confiance dans les BCN et les niveaux généralisés de confiance envers autrui (confiance interpersonnelle).

Graphique 3

Confiance dans les institutions de l'UE, par quintile de revenus des ménages

(niveau moyen de confiance)



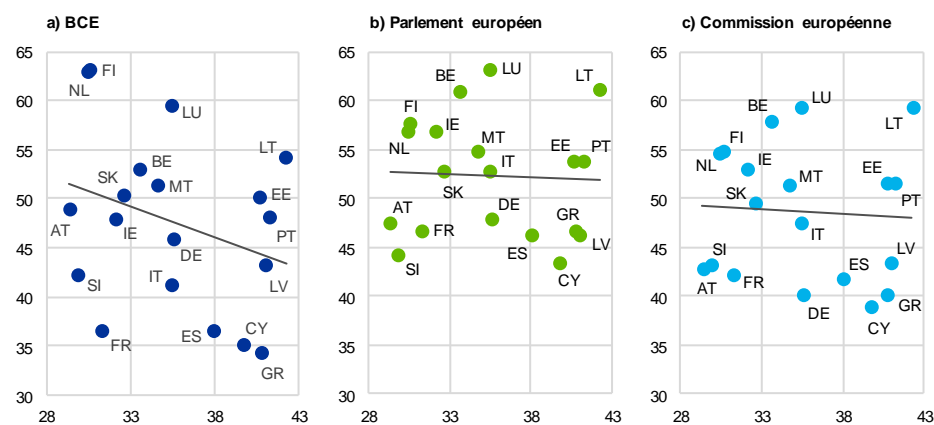
Si les différences de niveaux de confiance sur l'ensemble de la distribution des revenus s'appliquent à l'ensemble des six pays et des trois institutions, la force de la relation est cependant hétérogène. La variation des niveaux moyens de confiance dans la BCE le long de la distribution des revenus est la plus faible aux Pays-Bas et la plus importante en Italie. S'agissant des différences entre la BCE et les autres institutions de l'UE, il est à noter qu'en France et en Italie, les niveaux moyens de confiance dans la BCE sont plus proches des niveaux moyens de confiance dans le Parlement européen et dans la Commission dans la partie basse de la distribution des revenus, mais légèrement supérieurs dans la partie haute. En Belgique et aux Pays-Bas, la confiance dans la BCE est plus forte que la confiance dans les autres institutions sur toutes les classes de revenus, tandis qu'en Allemagne elle est plus faible sur l'ensemble de la distribution.

Cette relation positive suggère que les niveaux de revenus peuvent avoir de l'importance pour la confiance du public dans les institutions de l'UE, mais elle ne donne que peu d'indications sur la relation entre inégalités de revenus et confiance du public. La partie a du graphique 4 montre que la confiance du public dans la BCE tend à être plus forte dans les pays où les inégalités de revenus sont plus faibles et inversement. En outre, la relation bivariable entre le coefficient de Gini après impôts et la confiance est plus forte pour la BCE que pour le Parlement européen ou la Commission européenne (parties b et c).

Graphique 4

Coefficients de Gini des inégalités de revenus après impôts et de la confiance dans les institutions de l'UE pour les pays de la zone euro (1999-2020)

(axe des abscisses : coefficient de Gini moyen des inégalités de revenus après impôt ; axe des ordonnées : tendance moyenne à faire confiance à l'institution)



Sources : Eurobaromètre standard et base de données WIID (World Income Inequality Database).

Notes : Valeurs moyennes entre 1999 et 2020 corrigées de l'adhésion à la zone euro. La confiance dans l'institution se mesure comme la part des personnes interrogées répondant « Tendance à faire confiance » à la question « Veuillez préciser si vous avez tendance à faire confiance ou à ne pas faire confiance à ces institutions européennes : [NOM DE L'INSTITUTION] ». La relation entre la tendance moyenne à faire confiance et le coefficient de Gini moyen des inégalités de revenus après impôts est statistiquement significative au seuil de 10 % pour la BCE, mais non significative pour le Parlement européen et la Commission européenne.

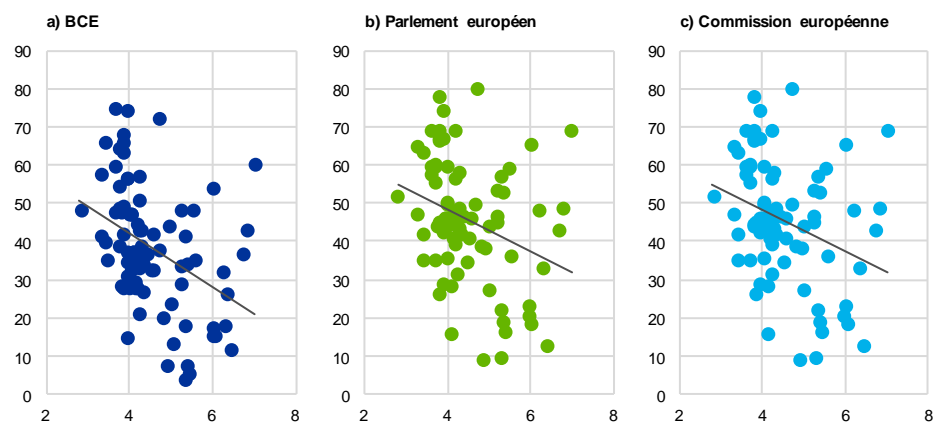
Les données régionales confirment la relation négative entre inégalités des revenus et confiance du public dans la BCE, validant ainsi la thèse selon laquelle le niveau des inégalités de revenus est un facteur pertinent.

La confiance du public dans la BCE est plus faible dans les régions affichant des écarts importants entre les salariés les mieux rémunérés et les salariés les moins bien rémunérés que dans les régions où les écarts sont moins importants (graphique 5, partie a). Cette relation s'applique également aux niveaux de confiance du public dans le Parlement européen et la Commission européenne (parties b et c). Par rapport aux mesures des inégalités de revenus au niveau des pays, les mesures régionales des inégalités de revenus sont probablement plus proches du niveau d'inégalités que les citoyens jugent pertinent pour eux, d'où une plus grande influence sur leurs comportements en général.

Graphique 5

Rapport interquintile de revenu (S80/S20) et confiance dans les institutions de l'UE dans les régions appartenant à la zone euro (NUTS1/2)

(axe des abscisses : rapport interquintile de revenu au sein des régions ; axe des ordonnées : tendance à faire confiance)



Sources : Eurobaromètre standard, Eurostat et OCDE.

Notes : Le rapport interquintile de revenu mesure le rapport entre la part du revenu total perçu par les 20 % de la population ayant le revenu le plus élevé (quintile supérieur) et la part du revenu total perçu par les 20 % de la population ayant le revenu le plus bas (quintile inférieur) au sein de la région. Le graphique présente les rapports interquintiles de revenu au sein des régions au niveau NUTS1 pour la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Italie et les Pays-Bas et au niveau NUTS2 pour l'Irlande, l'Espagne, la France, la Lituanie, l'Autriche, la Slovaquie, la Slovaquie et la Finlande. Les observations sont les dernières disponibles pour chaque pays (2019 pour la Belgique, l'Irlande, la Grèce, l'Italie, la Lettonie, les Pays-Bas, la Slovaquie et la Slovaquie ; 2018 pour l'Autriche ; 2013 pour l'Allemagne et l'Espagne ; 2010 pour la France). Les rapports interquintiles de revenu ont été winsorisés aux 1er et 99e centiles pour prendre en compte les valeurs extrêmes. La tendance à faire confiance pour chaque institution a été agrégée au niveau NUTS correspondant et par années (en combinant les vagues d'enquête de l'automne et du printemps de l'Eurobaromètre standard), et les régions ayant moins de 45 observations ont été exclues. Il n'y a pas d'observations pour l'Estonie, Chypre, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et le Portugal. La corrélation entre la confiance du public et le rapport interquintile de revenu est statistiquement significative au seuil de 1 % pour l'ensemble des institutions.

Les mesures des inégalités de richesse montrent une relation moins marquée avec la confiance dans les institutions de l'UE.

Par rapport aux mesures de la distribution des revenus, les mesures des niveaux de richesse des ménages et leur distribution sont moins disponibles et pas aussi exactes, en raison des difficultés de collecte de ces informations par le biais d'enquêtes et de données administratives. Lorsqu'on représente les inégalités de richesse (mesurées par le coefficient de Gini pour la richesse personnelle nette) par rapport à la confiance du public dans la BCE dans les pays de la zone euro entre 1999 et 2020, aucune relation nette ne se dégage.

Enfin, les citoyens qui perçoivent les inégalités de revenus comme « trop importantes » ont tendance à afficher des niveaux de confiance légèrement plus faibles dans la BCE et les autres institutions de l'UE.

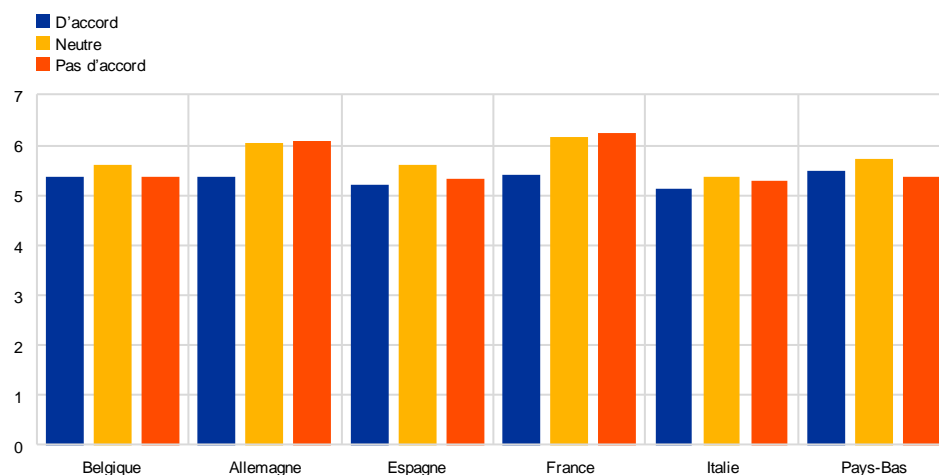
Comme cela a été examiné à la section 3, il se peut que tous les citoyens n'aient pas connaissance des mesures statistiques des inégalités de revenus, et qu'ils fondent leurs préférences et leur comportement sur leurs perceptions subjectives et variables des inégalités de revenus. Le graphique 6 montre que, en moyenne, les citoyens allemands et français qui perçoivent les inégalités comme « trop importantes » affichent des niveaux de confiance dans la BCE plus faibles que ceux qui ont une position neutre ou ne sont pas d'accord avec l'affirmation. Cette relation reste identique lorsqu'on tient compte des différences d'âge, de sexe, de niveau d'éducation et de statut professionnel (pas de représentation). Toutefois, en Belgique, en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas, les écarts de niveaux moyens de confiance dans la BCE pour les différentes perceptions sont relativement faibles. Un profil comparable ressort

également pour la confiance dans la Commission européenne et le Parlement européen (pas de représentation).

Graphique 6

Confiance du public dans la BCE, suivant les perceptions d'inégalités « trop importantes »

(niveau moyen de confiance)



Source : Enquête CES de la BCE

Notes : Les données couvrent les vagues mensuelles comprises entre avril 2020 et décembre 2021. La perception d'inégalités de revenus « trop importantes » se mesure sur une échelle allant de 1 à 7, où 1 correspond à « pas du tout d'accord » et 7 correspond à « tout à fait d'accord » avec l'affirmation suivante : « Les écarts de revenus sont trop importants dans le pays où vous vivez actuellement ». Les réponses 1 à 3 figurent dans « Désaccord », 4 dans « Neutre » et 5 à 7 dans « Accord ».

6 Conclusion

Les inégalités de revenus et de richesse se sont accrues dans de nombreuses économies avancées au cours des dernières décennies et la pandémie pourrait encore creuser les inégalités économiques existantes. L'impact des risques liés à la pandémie de COVID-19 amplifie les inégalités économiques existantes, car certains segments de la population sont plus exposés au chômage et à des pertes de revenu, tandis que la hausse des prix des actifs pourrait exacerber les inégalités de richesse.

Même si les inégalités économiques ont récemment fait l'objet d'une attention accrue dans la recherche académique et les débats politiques, leur relation avec la confiance du public dans les banques centrales a suscité un intérêt moindre jusqu'à présent. La responsabilité de la réduction des inégalités sociales incombe principalement aux gouvernements, mais les citoyens peuvent également attendre des banques centrales qu'elles agissent, et leur attitude envers celles-ci peut par conséquent être influencée par des mesures et des perceptions objectives et subjectives des inégalités sociales.

Des données provisoires suggèrent que des inégalités de revenus plus élevées, ainsi que les perceptions qui y sont associées, pourraient jouer un rôle dans la confiance du public dans la BCE. La confiance du public dans la BCE tend à être faible dans les pays présentant des inégalités de revenus élevées,

et inversement. De même, au niveau régional, elle tend à être faible dans les régions caractérisées par des différences importantes entre les salaires les plus élevés et les salaires les plus bas. Enfin, au niveau individuel, les citoyens qui perçoivent les inégalités de revenus comme étant « trop importantes » tendent à afficher des niveaux de confiance dans la BCE légèrement inférieurs. Bien qu'elle soit de faible ampleur, la relation négative est statistiquement significative et se vérifie lorsqu'on contrôle pour de possibles facteurs de confusion.

Toutefois, les inégalités jouent un rôle non seulement dans les évaluations de la BCE par les citoyens, mais également plus largement dans leurs évaluations des institutions européennes. Comme démontré dans cet article, la relation entre confiance du public dans la BCE et inégalités de revenus s'applique également aux autres institutions de l'UE, telles que le Parlement européen et la Commission européenne. Cela va dans le sens d'études montrant que les attitudes envers les différentes institutions européennes tendent à être fortement corrélées, ce qui suggère la possibilité que les citoyens évaluent le cadre européen dans son ensemble lorsqu'on les interroge sur des institutions spécifiques ³⁷.

Des efforts pour améliorer la compréhension par le public du mandat et des missions de la BCE pourraient contribuer à renforcer la confiance dans l'institution. Rendre la communication plus accessible et prendre en compte les préoccupations concrètes des citoyens dans les différentes parties de la zone euro – telles que le rôle de la BCE dans les résultats économiques – peut renforcer la confiance dans la BCE, ce qui améliorerait ainsi l'efficacité de ses instruments de politique monétaire et contribuerait à préserver son indépendance. Ces efforts consistent notamment à expliquer comment les politiques de la BCE, axées sur le respect de son objectif principal de stabilité des prix tel que défini par le Traité, contribuent à la stabilisation macroéconomique et peuvent avoir une incidence sur les inégalités économiques. En effet, l'inflation est souvent considérée comme étant l'une des « taxes » les plus régressives et, en maintenant la stabilité des prix, la BCE protège le pouvoir d'achat des ménages à faible revenu qui sont les plus sensibles aux fluctuations du niveau des prix. En parallèle, comme de nombreuses banques centrales, la BCE continue également d'approfondir son analyse afin de mieux comprendre l'incidence de ses politiques sur les inégalités et la manière dont l'hétérogénéité des ménages détermine la transmission de ses politiques ³⁸.

³⁷ Cf. Ehrmann (M.), Soudan (M.) et Stracca (L.), *op. cit.*

³⁸ Cf. l'article intitulé « [Politique monétaire et inégalités](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

Statistiques

Table des matières

1 Environnement extérieur	S 2
2 Évolutions financières	S 3
3 Activité économique	S 8
4 Prix et coûts	S 14
5 Monnaie et crédit	S 18
6 Évolutions budgétaires	S 23

Informations complémentaires

Les statistiques de la BCE peuvent être consultées et téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) :

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Les données de la section Statistiques du *Bulletin économique* sont accessibles à partir du SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100004813>

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100004045>

Des définitions méthodologiques figurent dans les notes générales annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Les détails des calculs figurent dans les notes techniques annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Les explications des termes et des abréviations figurent dans le glossaire des statistiques :

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions utilisées dans les tableaux

–	données inexistantes/non pertinentes
.	données non encore disponibles
...	néant ou négligeable
(p)	provisoire
cvs	corrige des variations saisonnières
ncvs	non corrige des variations saisonnières

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,6	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 T1	0,7	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
T2	0,5	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
T3	1,9	0,6	0,9	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
T4	1,4	1,7	1,3	1,1	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 Octobre	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Novembre	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
Décembre	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Janvier	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Février	-	-	-	-	-	-	7,7	5,5	7,9	6,2	0,9	.	5,9
Mars ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	8,5	7,0	.	.	7,5

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

3) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires concernant les prix de l'énergie.

1.2 Principaux partenaires commerciaux, indice des directeurs d'achat et échanges internationaux

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,4	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,5	12,8
2021 T2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,6	1,9
T3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,2	-0,3	-2,1
T4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2022 T1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	.	.	.
2021 Octobre	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,4	-0,4
Novembre	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,0	0,2	-0,3
Décembre	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 Janvier	50,9	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	3,5	5,5	1,4
Février	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	.	.	.
Mars	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,7	53,0	48,0	.	.	.

Sources : Markit (col. 1-9); Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (col. 10-12).

1) « Mondiales » et « Économies avancées » s'entendent hors zone euro. Les données annuelles et trimestrielles sont des pourcentages d'une période sur l'autre; les données mensuelles sont des pourcentages en glissement sur trois mois. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Dépôts à vue (Eonia) ³⁾	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Septembre	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Octobre	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Novembre	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Décembre	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Janvier	-0,58	—	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Février	-0,58	—	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
Mars	-0,58	—	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01

Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1^{er} octobre 2019. Les données relatives aux périodes précédentes se rapportent au pré-€STR qui a été publié à titre d'information seulement et non pour être utilisé comme référence ou taux de référence pour les transactions de marché.

3) L'Institut du marché monétaire européen (*European Money Markets Institute*) a abandonné l'Eonia le 3 janvier 2022.

2.2 Courbes des rendements

(fin de période; taux en pourcentage annuel; écart de taux en points de pourcentage)

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Septembre	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
Octobre	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
Novembre	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
Décembre	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Janvier	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Février	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
Mars	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81

Source : Calculs de la BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2) Calculs de la BCE établis sur la base des données sous-jacentes fournies par EuroMTS Ltd et des notations fournies par Fitch Ratings.

2.3 Indices boursiers

(niveaux des indices en points; valeurs moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2
2020	360,0	3274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3217,3	22703,5
2021 Sept.	465,5	4158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4449,6	29893,6
Oct.	461,4	4132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4460,7	28586,2
Nov.	478,7	4306,4	1020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1002,3	380,2	286,3	933,0	4668,9	29370,6
Déc.	469,1	4207,9	1020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4677,0	28514,2
2022 Janvier	471,0	4252,3	1031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4573,8	27904,0
Février	452,7	4084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4436,0	27066,5
Mars	422,1	3796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4391,3	26584,1

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)}

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux					
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2021	Mars	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	16,07	4,93	5,13	5,73	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
	Avril	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	16,06	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
	Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
	Juin	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
	Juillet	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
	Août	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
	Septembre	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
	Octobre	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,62	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
	Novembre	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
	Décembre	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,10	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022	Janvier	0,01	0,35	0,20	0,56	4,79	15,82	5,58	5,28	5,86	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
	Février ^(p)	0,01	0,46	0,19	0,56	4,83	15,78	5,37	5,29	5,88	2,09	1,36	1,49	1,39	1,37	1,66	1,38

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2021	Mars	-0,01	-0,11	0,22	1,81	1,90	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	Avril	-0,01	-0,18	0,25	1,79	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
	Juin	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
	Juillet	-0,02	-0,31	0,13	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
	Août	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
	Septembre	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
	Octobre	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
	Novembre	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
	Décembre	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022	Janvier	-0,04	-0,32	0,20	1,68	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
	Février ^(p)	-0,04	-0,31	0,35	1,68	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,41	1,07	1,07	1,46	1,41

Source : BCE.

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

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014, les sociétés holdings des groupes non financiers ont été reclassées du secteur des sociétés non financières vers le secteur des sociétés financières.

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale

(montants en milliards d'euros; transactions durant le mois et encours de fin de période; valeurs nominales)

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2019	1283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2020	1530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49	
2021	1464	460	145	.	94	669	95	428	204	46	.	35	107	36	
2021	Septembre	1576	507	145	.	100	697	127	475	221	46	.	39	124	46
	Octobre	1534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
	Novembre	1533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
	Décembre	1464	460	145	.	94	669	95	312	138	46	.	38	76	15
2022	Janvier	1490	481	152	.	101	650	106	448	199	56	.	42	106	44
	Février	1461	464	150	.	102	642	103	407	191	47	.	33	98	39
Long terme															
2019	16315	3817	3402	.	1319	7152	626	247	69	74	.	20	78	7	
2020	17289	3891	3208	.	1459	8006	725	296	68	71	.	27	114	16	
2021	18502	4053	3517	.	1547	8590	795	283	63	77	.	20	111	13	
2021	Septembre	18285	4020	3396	.	1522	8559	788	305	72	81	.	23	114	15
	Octobre	18372	4038	3467	.	1527	8553	787	293	64	102	.	22	92	13
	Novembre	18528	4062	3521	.	1556	8598	792	268	50	82	.	36	90	9
	Décembre	18502	4053	3517	.	1547	8590	795	180	45	79	.	7	42	6
2022	Janvier	18623	4083	3527	.	1550	8659	805	350	111	75	.	14	135	15
	Février	18745	4107	3542	.	1540	8748	808	281	77	69	.	7	118	10

Source : BCE.

1) À des fins de comparaison, les données annuelles se rapportent au chiffre mensuel moyen sur l'année.

2.7 Taux de croissance et encours de titres de créance et d'actions cotées

(montants en milliards d'euros; variations en pourcentage)

	Titres de créance							Actions cotées				
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												1
Encours												
2019	17598,1	4367,1	3582,4	.	1403,9	7558,3	686,5	8560,4	537,8	1410,5	6612,1	
2020	18818,7	4345,9	3352,7	.	1556,4	8720,5	843,2	8442,0	468,4	1312,0	6661,5	
2021	19966,2	4513,6	3661,8	.	1641,2	9259,3	890,3	10325,5	597,3	1544,0	8184,2	
2021	Septembre	19860,9	4527,2	3541,2	.	1621,8	9255,8	914,9	9909,7	597,2	1617,7	7694,8
	Octobre	19906,4	4524,0	3607,7	.	1631,2	9239,4	904,0	10305,7	613,8	1701,5	7990,3
	Novembre	20061,7	4560,7	3663,6	.	1653,8	9277,7	905,7	10021,7	566,5	1619,1	7836,0
	Décembre	19966,2	4513,6	3661,8	.	1641,2	9259,3	890,3	10325,5	597,3	1544,0	8184,2
2022	Janvier	20112,8	4564,0	3678,5	.	1650,3	9309,4	910,7	9876,0	606,9	1537,7	7731,4
	Février	20206,0	4571,1	3692,6	.	1642,4	9389,4	910,6	9320,1	552,5	1416,3	7351,3
Taux de croissance												
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0	
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8	
2021	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1	
2021	Septembre	4,1	1,0	4,6	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
	Octobre	4,4	1,4	5,7	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
	Novembre	5,1	2,2	7,2	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
	Décembre	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2022	Janvier	4,9	2,2	7,6	.	5,0	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2
	Février	4,7	2,6	7,0	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,3	0,9

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,4	87,0	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,6	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,4	85,4	120,8	94,2
2021 T2	100,5	94,1	94,9	89,3	72,3	85,6	121,9	94,9
T3	99,5	93,4	94,4	88,5	72,3	84,9	120,5	94,0
T4	97,7	91,8	93,3	86,5	71,1	83,6	119,1	92,7
2022 T1	96,4	91,2	94,5	.	.	.	118,7	92,2
2021 Octobre	98,4	92,4	93,6	–	–	–	119,5	93,1
Novembre	97,6	91,7	93,2	–	–	–	118,8	92,6
Décembre	97,1	91,2	93,2	–	–	–	119,0	92,4
2022 Janvier	96,6	91,2	94,1	–	–	–	118,6	92,3
Février	96,9	91,6	94,9	–	–	–	118,9	92,7
Mars	95,9	90,8	94,6	–	–	–	118,5	91,7
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>				
2022 Mars	-1,0	-0,9	-0,3	–	–	–	-0,3	-1,0
				<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>				
2022 Mars	-4,4	-3,4	-0,1	–	–	–	-2,3	-3,2

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 T2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
T3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
T4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 T1	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2021 Octobre	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Novembre	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
Décembre	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Janvier	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Février	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
Mars	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>								
2022 Mars	-2,8	0,5	2,3	0,0	5,5	0,0	4,5	-0,2	0,0	0,1	-2,1	-2,8
				<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>								
2022 Mars	-9,7	-0,1	-4,5	0,1	3,0	1,0	3,3	-2,6	1,2	3,7	-7,4	-7,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2021	T1	29821,1	30376,6	-555,5	11449,4	9502,1	11520,0	13674,5	-128,2	6130,5	7200,0	849,4	15505,2
	T2	30326,6	30718,8	-392,2	11492,5	9503,9	12026,4	14021,1	-134,1	6072,8	7193,8	869,0	15393,1
	T3	31085,0	31357,5	-272,5	11728,7	9470,0	12229,3	14334,7	-102,8	6227,5	7552,8	1002,4	15787,6
	T4	32029,1	32209,3	-180,2	11881,1	9729,9	12851,5	14659,5	-96,9	6336,4	7820,0	1057,0	16025,3
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2021	T4	261,3	262,8	-1,5	96,9	79,4	104,9	119,6	-0,8	51,7	63,8	8,6	130,8
Flux													
2021	T1	550,5	443,7	106,8	127,5	-3,6	269,8	182,3	3,2	153,0	265,0	-3,0	-
	T2	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
	T3	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
	T4	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2021	Août	160,1	125,8	34,3	-11,6	-54,3	36,2	1,5	1,7	11,7	178,5	122,1	-
	Septembre	42,5	38,4	4,1	24,6	3,3	50,3	33,5	4,2	-37,9	1,6	1,5	-
	Octobre	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
	Novembre	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
	Décembre	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022	Janvier	221,2	203,7	17,6	44,9	40,9	16,9	-11,7	3,3	158,3	174,4	-2,2	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2022	Janvier	1211,3	907,9	303,3	135,4	-115,0	679,2	252,1	61,8	206,0	770,9	129,0	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2022	Janvier	9,9	7,4	2,5	1,1	-0,9	5,5	2,1	0,5	1,7	6,3	1,1	-

Source : BCE.

1) Les dérivés financiers nets sont inclus dans le total des avoirs.

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2019	11 984,2	11 578,1	6 378,5	2 456,5	2 654,2	1 253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5 766,1	5 360,1
2020	11 405,6	10 982,1	5 905,3	2 572,4	2 497,0	1 216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5 177,3	4 753,8
2021	12 255,5	11 756,0	6 248,8	2 709,6	2 694,1	1 362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6 063,9	5 564,3
2021 T1	2 945,9	2 808,9	1 471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1 407,0	1 269,9
T2	3 018,4	2 888,8	1 533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1 476,6	1 347,0
T3	3 122,9	2 990,2	1 614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1 542,4	1 409,7
T4	3 157,9	3 058,8	1 626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1 632,1	1 533,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2021 T1	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
T2	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
T3	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
T4	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 T1	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
T2	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
T3	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
T4	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2021 T1	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
T2	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
T3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
T4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 T1	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
T2	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
T3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
T4	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2019	10 742,5	178,3	2 101,5	560,9	2 041,4	531,7	478,8	1 205,1	1 249,8	2 025,5	369,4	1 241,7
2020	10 275,9	177,1	1 971,7	552,6	1 801,0	545,3	471,1	1 211,7	1 168,1	2 054,6	322,8	1 129,7
2021	10 991,5	186,1	2 168,5	603,3	1 994,8	584,8	476,2	1 246,6	1 257,8	2 142,3	331,1	1 264,0
2021 T1	2 652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
T2	2 705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
T3	2 794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
T4	2 825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2021 T1	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
T2	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
T3	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
T4	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 T1	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
T2	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
T3	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
T4	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2021 T1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	–
T3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	–
T4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	–
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	–
2021 T1	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	–
T2	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	–
T3	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	–
T4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 T1	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
T2	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
T3	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
T4	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 T1	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
T2	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
T3	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
T4	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 T1	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
T2	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
T3	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
T4	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾										Taux de vacance d'em- ploi ³⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,508	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,946	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,7	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,616	7,7	.	10,164	6,8	2,452	16,8	6,414	7,4	6,201	8,1	2,4
2021 T1	161,684	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,4	6,811	7,9	6,598	8,8	2,1
T2	163,059	3,5	12,968	8,0	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
T3	164,027	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,3	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
T4	.	.	11,700	7,1	3,0	9,497	6,3	2,203	14,9	5,982	6,8	5,718	7,4	2,8
2021 Septembre	–	–	12,034	7,3	–	9,736	6,5	2,297	15,5	6,142	7,0	5,892	7,7	–
Octobre	–	–	11,886	7,2	–	9,648	6,5	2,238	15,1	6,064	6,9	5,822	7,6	–
Novembre	–	–	11,685	7,1	–	9,475	6,3	2,211	14,9	5,970	6,8	5,715	7,4	–
Décembre	–	–	11,530	7,0	–	9,368	6,3	2,162	14,5	5,912	6,7	5,618	7,3	–
2022 Janvier	–	–	11,336	6,9	–	9,209	6,2	2,127	14,3	5,783	6,6	5,552	7,2	–
Février	–	–	11,155	6,8	–	9,053	6,0	2,101	14,0	5,620	6,4	5,535	7,2	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Ventes au détail				Chiffre d'affaires des services ¹⁾	Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, boissons, tabac	Produits non ali- mentaires	Carburants		
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2019	-1,1	-1,0	-2,5	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,9	8,6	9,5	8,8	7,8	1,6	5,9	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 T1	4,7	5,2	4,8	8,7	1,3	-0,1	3,2	2,4	2,5	3,2	-5,2	-0,4	3,7
T2	23,2	25,3	25,7	31,6	18,5	5,6	18,6	11,8	1,9	18,7	29,8	26,1	53,4
T3	6,0	6,8	7,7	5,2	8,8	-0,9	1,6	2,4	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
T4	0,2	0,1	2,1	-4,0	3,9	2,2	1,6	4,0	-0,6	6,2	14,0	16,9	-25,0
2021 Septembre	4,1	4,5	5,0	3,1	6,8	-0,1	3,1	2,7	0,6	4,0	5,0	–	-24,0
Octobre	0,2	0,4	2,3	-2,1	1,4	-0,8	3,3	1,6	-1,3	3,0	9,1	–	-28,4
Novembre	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	1,3	8,4	0,8	12,7	19,8	–	-21,6
Décembre	2,0	2,0	1,9	0,4	4,9	2,6	0,2	2,3	-1,1	3,7	13,9	–	-24,9
2022 Janvier	-1,3	-1,7	0,6	-8,4	6,3	1,4	4,1	8,4	-1,7	16,1	13,1	–	-10,0
Février	.	.	.	.	.	.	.	5,0	-2,0	9,3	12,0	–	-7,1
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2021 Septembre	-0,7	-0,9	-0,1	-1,4	-0,1	1,4	1,4	0,0	0,8	-1,4	1,1	–	1,7
Octobre	-1,3	-1,2	-0,2	0,8	-4,2	0,5	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5	–	-1,9
Novembre	2,5	2,6	1,0	2,2	2,4	1,7	0,1	1,2	0,2	2,1	-1,6	–	0,5
Décembre	1,3	1,4	0,8	5,3	-1,0	-0,1	-1,5	-2,1	0,7	-4,4	0,3	–	2,4
2022 Janvier	0,0	-0,2	-0,3	-2,4	2,4	-0,3	3,9	0,2	-0,2	1,1	-1,8	–	-5,4
Février	.	.	.	.	.	.	.	0,3	-0,5	0,8	3,2	–	5,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE, données expérimentales de la BCE (col. 8) et Association des constructeurs européens d'automobiles (col. 13).

1) Y compris le commerce de gros.

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur des manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 T2	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
T3	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
T4	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 T1	111,7	12,8	.	-12,0	9,3	3,1	12,2	.	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 Octobre	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Novembre	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
Décembre	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Janvier	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Février	113,9	14,1	-	-8,8	9,9	5,5	12,9	-	58,2	55,5	55,5	55,5
Mars	108,5	10,4	-	-18,7	9,8	0,2	14,4	-	56,5	53,1	55,6	54,9

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages						Sociétés non financières						
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sement financier	Investis- sement non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage				En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcen- tage du PIB		Variations annuelles en pourcentage		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,4	5,6	75,0	2,0	7,7	1,6
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,1	-3,5	4,3	3,6	31,2	4,5	81,8	3,0	-14,4	1,9
2021 T1	20,6	96,6	0,1	4,5	11,0	6,8	3,9	32,2	5,6	83,1	3,9	-10,2	2,1
T2	19,1	96,7	3,7	4,0	31,6	6,4	5,0	34,4	7,6	80,6	4,7	19,7	2,5
T3	18,6	96,8	0,9	3,9	17,9	7,3	6,7	34,6	8,1	79,8	5,0	14,4	2,7
T4	17,3	96,8	-0,4	3,3	19,1	7,0	7,0	35,0	8,2	79,6	5,7	16,5	3,4

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne, de la dette et du revenu disponible brut (ajustés des variations des droits à pension).

2) Actifs financiers (nets des engagements financiers) et actifs non financiers. Les actifs non financiers recouvrent principalement du patrimoine immobilier (structures résidentielles et terrains). Ils incluent également les actifs non financiers des entreprises non constituées en sociétés classées dans le secteur des ménages.

3) La part des bénéfices utilise le revenu net d'entreprise, qui est globalement équivalent au bénéfice non distribué en comptabilité d'entreprise.

4) Mesure consolidée couvrant les engagements sous forme de prêts et de titres de créance.

3 Activité économique

3.8 Balance des paiements, compte des transactions courantes et compte de capital

(montant en milliards d'euros ; données cvs sauf indication contraire ; flux)

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	T1	1 058,3	956,7	101,6	600,1	498,7	230,3	206,2	191,3	175,4	36,6	76,4	16,3	13,4
	T2	1 092,0	1 004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
	T3	1 115,9	1 042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
	T4	1 174,0	1 151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2021	Août	370,1	353,1	16,9	208,0	185,4	83,9	84,3	64,5	57,7	13,6	25,7	8,3	3,4
	Septembre	372,6	349,4	23,3	208,3	187,2	86,9	78,3	64,6	57,4	12,8	26,5	11,0	4,7
	Octobre	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
	Novembre	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
	Décembre	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2022	Janvier	4 481,5	4 214,1	267,4	2 522,8	2 262,1	1 017,7	915,8	790,4	728,7	150,6	307,5	130,2	87,4
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2022	Janvier	36,6	34,4	2,2	20,6	18,5	8,3	7,5	6,5	6,0	1,2	2,5	1,1	0,7

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	8	9	10	11	Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2021	T1	0,7	0,4	580,6	281,1	114,7	173,7	486,3	511,2	283,5	91,3	129,5	382,8	47,0
	T2	34,4	34,0	596,2	291,7	117,0	177,4	493,4	558,6	324,1	92,6	136,1	405,2	53,5
	T3	13,6	22,7	608,0	305,3	118,7	171,8	501,8	581,0	345,4	94,0	135,5	415,6	58,8
	T4	12,0	31,1	634,7	321,2	114,9	185,6	523,5	645,3	391,9	96,4	148,0	449,4	71,1
2021	Août	19,5	29,1	203,2	103,3	39,3	56,7	167,1	194,6	115,6	31,8	45,3	140,5	19,6
	Septembre	10,2	21,7	202,7	102,6	38,6	57,3	167,4	197,2	117,1	31,5	46,3	140,2	19,5
	Octobre	7,4	24,6	207,5	104,4	37,7	60,8	171,0	206,7	125,1	30,8	47,6	143,5	22,9
	Novembre	14,6	32,1	214,1	107,6	38,7	62,9	175,8	215,9	131,6	31,6	50,0	150,4	25,1
	Décembre	14,1	36,9	213,1	109,3	38,5	62,0	176,6	222,8	135,3	34,0	50,5	155,6	23,1
2022	Janvier	18,9	44,3	220,3	.	.	.	182,0	228,0	.	.	.	156,5	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2021	T1	0,8	0,3	104,0	108,7	100,2	101,2	103,6	104,5	103,0	112,0	105,4	107,9	86,8
	T2	29,1	20,5	104,5	109,5	101,1	101,5	103,3	109,6	110,8	113,9	108,4	111,8	86,1
	T3	4,4	5,5	103,6	110,2	100,7	96,7	102,1	108,2	109,6	112,4	105,4	110,7	85,6
	T4	0,8	8,8	105,1	112,2	95,5	101,6	104,0	114,4	118,2	108,6	110,6	114,8	93,8
2021	Juillet	4,9	3,2	104,2	109,4	104,4	97,7	103,1	107,0	108,8	110,0	104,2	108,8	86,1
	Août	9,0	11,0	103,4	111,3	99,9	95,4	101,6	108,9	110,2	115,2	105,7	112,4	86,6
	Septembre	0,2	3,0	103,1	109,8	97,7	96,9	101,6	108,7	109,8	112,1	106,3	110,9	84,1
	Octobre	-3,0	2,6	104,3	110,3	94,8	101,6	103,1	110,7	113,3	105,9	108,0	111,5	91,1
	Novembre	3,0	9,2	106,7	113,2	97,7	102,8	105,2	114,7	119,1	107,3	111,4	115,0	96,8
	Décembre	2,6	14,9	104,4	113,1	94,1	100,5	103,8	117,9	122,3	112,7	112,3	118,0	93,6

Sources : BCE et Eurostat.

1) Les écarts entre le poste des biens figurant dans la balance des paiements de la BCE (tableau 3.8) et les échanges de biens enregistrés par Eurostat (tableau 3.9) découlent principalement de différences de définitions.

2) Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques.

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 T2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,4	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4
T3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
T4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 T1	112,3	6,2	2,7	.	2,5	2,7	1,6	2,9	1,5	14,6	0,7	.	.
2021 Octobre	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6
Novembre	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,3	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2
Décembre	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Janvier	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,9	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Février	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	0,9	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3
Mars ³⁾	114,5	7,5	3,0	.	2,7	1,8	0,5	1,5	0,1	12,5	0,2	.	.

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers		
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie						Loyers	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 T2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
T3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
T4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 T1	4,2	3,6	6,4	.	2,9	35,3	.	.	.	.	.	.
2021 Octobre	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	
Novembre	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7	
Décembre	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8	
2022 Janvier	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Février	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6	
Mars ³⁾	5,0	4,1	7,8	.	3,4	44,7	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique*, n° 3, 2016 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf).

3) Estimation rapide.

4 Prix et coûts

4.2 Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,6	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	8,0	.
2021 T1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,9	2,7	6,2	-1,6
T2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,3	23,8	4,7	7,3	-3,1
T3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,2	3,0	2,8	2,9	2,1	34,4	7,7	9,1	-0,5
T4	127,3	24,0	12,3	9,6	17,9	4,4	4,0	3,9	3,0	67,5	.	9,5	.
2021 Septembre	118,1	16,2	10,3	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Octobre	124,5	22,0	11,8	8,9	16,9	4,0	3,4	3,2	2,8	62,3	-	-	-
Novembre	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,5	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Décembre	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,6	4,6	4,7	3,2	73,9	-	-	-
2022 Janvier	137,3	30,7	13,9	11,8	20,5	5,7	6,3	6,3	5,0	85,4	-	-	-
Février	138,8	31,4	14,4	12,2	20,8	5,9	6,8	.	5,4	87,2	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 T2	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
T3	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
T4	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 T1	.	.	.	.	.	.	.	.	88,7	32,2	35,0	29,7	35,6	38,7	32,5
2021 Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,7	31,7
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,6	43,5	32,6	40,9	46,7	35,0

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 T2	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
T3	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
T4	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 T1	51,8	48,8	23,3	40,2	61,6	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 Octobre	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Novembre	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Décembre	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Janvier	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Février	49,8	47,9	22,4	38,0	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8
Mars	58,1	56,0	26,5	45,5	64,3	87,0	79,6	74,2	62,6

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 T1	104,6	1,3	2,1	-1,3	1,1	1,6	1,4
T2	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
T3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
T4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

4.6 Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire ; données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 T1	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
T2	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
T3	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
T4	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Rémunération par tête												
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 T1	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
T2	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
T3	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
T4	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Productivité par personne employée												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 T1	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
T2	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
T3	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
T4	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Rémunération par heure travaillée												
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 T1	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
T2	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
T3	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
T4	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Productivité horaire du travail												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 T1	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
T2	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
T3	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
T4	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions								Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5								
Encours												
2019	1 222,4	7 721,9	8 944,3	1 069,7	2 364,2	3 433,9	12 378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12 984,8
2020	1 360,8	8 886,2	10 247,0	1 034,9	2 450,1	3 485,0	13 731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14 469,2
2021	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7
2021 T1	1 392,9	9 137,6	10 530,4	991,4	2 477,0	3 468,4	13 998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	14 741,9
T2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,2	14 949,2
T3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1
T4	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7
2021 Septembre	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1
Octobre	1 451,8	9 664,4	11 116,2	927,0	2 495,7	3 422,7	14 539,0	133,7	618,9	32,5	785,1	15 324,0
Novembre	1 459,9	9 698,3	11 158,1	928,9	2 499,4	3 428,3	14 586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15 390,8
Décembre	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7
2022 Janvier	1 481,9	9 823,0	11 304,9	947,2	2 512,8	3 460,0	14 764,9	129,8	614,2	27,7	771,7	15 536,6
Février ^(p)	1 493,8	9 903,2	11 397,0	934,8	2 519,3	3 454,1	14 851,1	131,6	587,3	34,7	753,6	15 604,7
Flux												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1 250,1	1 388,5	-28,9	86,7	57,8	1 446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1 579,8
2021	105,2	903,2	1 008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,0	44,7	1 001,8
2021 T1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7
T2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
T3	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4
T4	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,4	267,8
2021 Septembre	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3
Octobre	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	-5,7	25,4	107,6
Novembre	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
Décembre	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,9	-16,5	93,7
2022 Janvier	17,2	22,2	39,4	20,2	5,0	25,2	64,6	11,8	-44,2	14,6	-17,8	46,8
Février ^(p)	12,0	77,2	89,2	-11,9	6,5	-5,4	83,8	2,0	-26,9	7,0	-17,8	65,9
Taux de croissance												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 T1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1
T2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
T3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
T4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 Septembre	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
Octobre	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	145,3	10,2	7,7
Novembre	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,2	11,4	7,3
Décembre	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Janvier	7,7	9,3	9,1	-7,1	2,5	-0,2	6,8	14,0	-3,2	60,4	0,5	6,4
Février ^(p)	7,8	9,2	9,0	-6,7	2,3	-0,3	6,7	17,5	-4,7	23,4	-0,5	6,3

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2019	2 483,9	2 070,3	256,7	150,5	6,4	7 044,4	4 399,1	492,0	2 152,4	1,0	1 026,5	215,7	464,7
2020	2 976,1	2 522,8	309,9	140,1	3,2	7 663,7	4 965,2	437,3	2 260,4	0,9	1 097,0	234,6	501,2
2021	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 T1	3 048,2	2 600,4	300,1	140,2	7,5	7 825,8	5 113,4	422,1	2 289,3	0,9	1 133,2	217,0	491,1
T2	3 087,3	2 651,4	290,7	136,7	8,5	7 918,9	5 207,3	407,1	2 303,8	0,7	1 164,8	222,5	494,6
T3	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
T4	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 Septembre	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Octobre	3 183,2	2 753,4	292,7	128,9	8,2	8 045,2	5 337,4	383,5	2 323,3	1,0	1 244,7	239,2	508,5
Novembre	3 207,3	2 778,9	291,5	129,4	7,5	8 063,4	5 359,0	377,8	2 325,6	1,0	1 233,1	231,9	517,0
Décembre	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Janvier	3 237,8	2 806,1	294,3	127,1	10,3	8 133,4	5 424,6	364,8	2 343,3	0,8	1 265,7	238,7	537,2
Février ^(p)	3 256,7	2 834,1	284,4	126,6	11,6	8 170,2	5 457,4	362,1	2 349,7	1,0	1 280,8	235,0	546,1
Flux													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 T1	67,1	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	145,9	-15,7	30,4	0,0	27,6	-18,2	-10,0
T2	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
T3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
T4	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2021 Septembre	26,2	24,8	0,5	0,1	0,8	33,5	33,1	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
Octobre	28,1	22,7	8,8	-2,0	-1,4	19,6	18,3	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
Novembre	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Décembre	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Janvier	-5,9	-13,1	3,0	0,5	3,7	43,9	43,6	-6,4	6,8	0,0	26,8	8,8	-14,5
Février ^(p)	20,1	28,9	-9,6	-0,5	1,4	36,7	32,6	-2,6	6,5	0,2	11,7	-3,6	8,9
Taux de croissance													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 T1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	40,9	4,6	-5,7	4,1
T2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
T3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
T4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Septembre	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Octobre	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
Novembre	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Décembre	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Janvier	7,7	9,5	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	-13,8	14,9	2,6	6,9
Février ^(p)	7,7	9,6	-4,2	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,8	3,0	1,6	14,7	2,1	10,1

Source : BCE.

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

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

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

4) Se rapporte au secteur des administrations publiques hors administration centrale.

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2019	4 654,6	989,2	3 653,6	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 708,3	6 132,0	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2021 T1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 763,9	6 189,6	953,8	151,6	1 518,5	880,2
T2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 733,9	6 252,4	942,1	149,1	1 523,2	887,2
T3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 772,8	6 313,2	951,8	144,7	1 532,4	896,6
T4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2021 Septembre	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 772,8	6 313,2	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Octobre	6 391,9	987,4	5 402,9	14 682,9	12 231,6	12 592,5	4 793,1	6 336,7	947,2	154,6	1 555,8	895,5
Novembre	6 476,2	987,3	5 487,3	14 739,4	12 310,2	12 659,5	4 818,8	6 362,1	968,7	160,6	1 541,7	887,4
Décembre	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2022 Janvier	6 545,6	992,5	5 551,4	14 900,5	12 446,5	12 602,6	4 870,8	6 415,1	987,9	172,7	1 568,3	885,7
Février ^(p)	6 558,7	996,6	5 559,4	14 938,3	12 498,2	12 652,4	4 881,5	6 436,0	1 010,5	170,2	1 562,1	878,0
Flux												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 041,9	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,1	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	570,4	480,6	513,8	176,4	262,0	51,9	-9,7	80,4	9,4
2021 T1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,7	39,3	-16,4	2,7	8,3
T2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,1	74,9	-10,9	-2,4	4,8	5,0
T3	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8
T4	201,1	-1,1	202,0	229,6	175,1	225,5	98,4	60,5	0,0	16,1	63,2	-8,7
2021 Septembre	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0
Octobre	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,4	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6
Novembre	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-13,9	-6,7
Décembre	104,1	9,9	94,1	97,6	54,1	99,3	53,5	14,3	-14,2	0,6	41,9	1,6
2022 Janvier	11,0	-5,2	16,2	60,1	75,3	63,3	2,4	25,8	35,7	11,3	-13,9	-1,3
Février ^(p)	50,8	4,2	46,6	50,9	55,0	60,7	11,7	22,1	23,6	-2,5	-0,5	-3,6
Taux de croissance												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 T1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
T2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
T3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
T4	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Septembre	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Octobre	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7
Novembre	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2
Décembre	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Janvier	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,7	4,4	7,4	11,8	4,6	1,0
Février ^(p)	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,8	4,4	9,3	11,4	4,4	-0,1

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	Prêts corrigés ⁴⁾				2	Prêts corrigés ⁴⁾			
Encours										
2019	4 474,3	4 576,5	966,7	877,5	2 630,1	5 930,1	6 221,7	720,1	4 523,5	686,5
2020	4 708,3	4 829,7	897,2	1 009,7	2 801,4	6 132,0	6 400,5	700,6	4 724,7	706,7
2021	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2021 T1	4 763,9	4 885,8	893,4	1 016,0	2 854,4	6 189,6	6 452,7	696,7	4 787,4	705,5
T2	4 733,9	4 855,0	832,0	969,9	2 932,0	6 252,4	6 511,4	694,1	4 852,6	705,7
T3	4 772,8	4 887,8	834,7	971,7	2 966,4	6 313,2	6 571,5	696,6	4 914,4	702,1
T4	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2021 Septembre	4 772,8	4 887,8	834,7	971,7	2 966,4	6 313,2	6 571,5	696,6	4 914,4	702,1
Octobre	4 793,1	4 911,1	858,8	971,2	2 963,1	6 336,7	6 592,5	699,0	4 935,1	702,6
Novembre	4 818,8	4 930,9	869,5	979,8	2 969,5	6 362,1	6 617,7	702,5	4 956,9	702,8
Décembre	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2022 Janvier	4 870,8	4 848,9	888,5	1 000,9	2 981,4	6 415,1	6 616,3	697,4	5 011,2	706,5
Février ^(p)	4 881,5	4 855,7	896,7	998,9	2 985,9	6 436,0	6 639,4	700,8	5 027,8	707,4
Flux										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,1	325,2	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	208,3	-1,4	2,9	174,9	262,0	266,9	10,7	255,0	-3,7
2021 T1	55,9	58,1	-3,8	6,6	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,4
T2	-18,1	-21,8	-57,5	-42,8	82,3	74,9	70,3	2,3	72,1	0,5
T3	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,5	4,1	64,0	-2,2
T4	98,4	127,5	55,8	37,2	5,4	60,5	71,1	6,5	55,7	-1,6
2021 Septembre	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
Octobre	19,4	26,0	23,8	-0,9	-3,6	23,1	22,9	2,8	20,3	0,0
Novembre	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
Décembre	53,5	78,8	21,4	28,5	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,4
2022 Janvier	2,4	2,6	-2,5	-6,7	11,6	25,8	23,9	0,9	24,4	0,6
Février ^(p)	11,7	11,5	8,8	-1,5	4,4	22,1	28,1	3,7	17,3	1,1
Taux de croissance										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 T1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
T2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
T3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
T4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 Septembre	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Octobre	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
Novembre	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,3
Décembre	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 Janvier	3,7	4,4	0,3	0,1	6,1	4,4	4,3	1,9	5,5	-0,3
Février ^(p)	3,8	4,4	1,2	0,1	5,9	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2021 T1	704,0	6 891,3	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,2	1 409,5	400,9	127,2	130,2
T2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
T3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
T4	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2021 Septembre	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Octobre	739,5	6 877,7	1 842,7	38,1	2 007,8	2 989,0	1 385,0	481,4	140,0	147,6
Novembre	706,9	6 911,5	1 830,9	37,7	2 017,9	3 025,1	1 387,9	405,7	144,5	149,9
Décembre	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2022 Janvier	723,6	6 901,4	1 846,7	36,8	2 013,4	3 004,4	1 350,3	365,2	165,3	158,8
Février ^(p)	731,5	6 881,7	1 836,6	36,6	2 005,3	3 003,3	1 370,1	350,9	165,7	159,4
Flux										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-26,4	-74,2	-5,0	-33,1	85,9	-122,0	-87,1	-11,3	-2,3
2021 T1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
T2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
T3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
T4	106,7	18,4	-13,3	-1,6	12,9	20,4	-71,7	34,0	-20,2	-9,2
2021 Septembre	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Octobre	48,6	22,3	-7,7	-0,5	29,0	1,5	-2,6	69,5	0,9	1,6
Novembre	-32,3	-11,1	-13,4	-0,5	1,7	1,0	-31,5	-62,6	4,6	2,2
Décembre	90,4	7,2	7,8	-0,6	-17,9	17,9	-37,6	27,1	-25,7	-13,1
2022 Janvier	-69,5	-9,9	-10,0	-0,3	-0,4	0,7	-9,2	-94,5	46,4	29,0
Février ^(p)	7,9	-19,0	-9,9	-0,2	-8,4	-0,5	-5,9	-40,9	0,2	0,7
Taux de croissance										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 T1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
T2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
T3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
T4	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 Septembre	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Octobre	-11,3	-0,2	-3,9	-10,5	-1,8	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Novembre	-5,6	-0,3	-5,1	-11,2	-1,2	3,5	-	-	-2,4	1,9
Décembre	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Janvier	5,4	-0,1	-4,2	-12,1	-0,5	2,9	-	-	12,1	13,1
Février ^(p)	6,2	-0,4	-4,3	-11,8	-0,7	2,5	-	-	13,8	14,3

Source : BCE.

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

2) Recouvrent les dépôts de l'administration centrale auprès du secteur des IFM et leurs portefeuilles de titres émis par le secteur des IFM.

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 T4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 T1	-8,3	.	.	.	.	-6,8
T2	-6,9	.	.	.	.	-5,4
T3	-6,2	.	.	.	.	-4,8

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 T4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 T1	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
T2	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
T3	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.3 Ratio dette publique/PIB

(en pourcentage du PIB ; encours en fin de période)

	Total	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
														IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 T4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 T1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents ¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers				Effets de valorisation et autres changements de volume	Autres			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance			Actions et parts de fonds d'investissement		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 T4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 T1	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
T2	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
T3	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

1) Les prêts intergouvernementaux dans le cadre de la crise financière sont consolidés excepté dans les données trimestrielles relatives à l'ajustement dette/déficit.

2) Calculée comme la différence entre le ratio dette publique/PIB à la fin de la période de référence et un an auparavant.

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

(service de la dette en pourcentage du PIB ; flux durant la période de service de la dette ; rendements nominaux moyens en pourcentage annuel)

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts	Durée résiduelle moyenne en années ³⁾		Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois				Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Durées ≤ 1 an	Émissions	Remboursements
	1			2	3								
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 T4	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 T1	15,6	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
T3	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
T3	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
2021 Septembre	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Octobre	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Novembre	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Décembre	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Janvier	15,2	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
Février	15,1	13,8	5,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 T4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 T1	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4	
T2	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2	
T3	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6	
Dettes des administrations publiques										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 T4	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 T1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4	
T2	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9	
T3	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 T4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 T1	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
T2	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
T3	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Dettes des administrations publiques										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 T4	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 T1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
T2	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
T3	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2022**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 13 avril 2022.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-22-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général