



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 7 / 2022



# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires récentes</b>	<b>2</b>
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	14
3 Prix et coûts	22
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	31
<b>Encadrés</b>	<b>40</b>
1 Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les tensions sur les prix qui affectent les échanges de biens et le tourisme de la zone euro	40
2 Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix	47
3 Acquis de croissance et croissance intra-trimestrielle du PIB – estimations fondées sur des indicateurs mensuels	56
4 L'impact de la récente hausse de l'inflation sur les ménages à faibles revenus	60
5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	67
6 Un examen plus détaillé des anticipations d'inflation des consommateurs : éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs	71
7 Le rôle de la demande et de l'offre dans l'inflation sous-jacente – une analyse de l'IPCHX selon une approche par composantes	77
8 Les relations de la zone euro avec la Russie : perspectives récentes tirées de la balance des paiements	84
<b>Article</b>	<b>89</b>
1 Le partage des risques dans la zone euro : une analyse centrée sur le canal public et la pandémie de COVID-19	89
<b>Statistiques</b>	<b>109</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

## Synthèse

Lors de sa réunion du 27 octobre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base. Avec ce troisième relèvement important consécutif des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a retiré une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a pris sa décision, et prévoit de continuer à relever les taux d'intérêt directeurs, pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation vers la cible de la BCE de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs fondera la trajectoire des taux d'intérêt sur l'évolution des perspectives d'inflation et économiques, réunion par réunion.

L'inflation reste beaucoup trop forte et demeurera supérieure à la cible pendant une période prolongée. Au mois de septembre, l'inflation de la zone euro a atteint 9,9 %. Ces derniers mois, la flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la reprise de la demande après la pandémie ont entraîné une généralisation des pressions sur les prix et une accélération de l'inflation. La politique monétaire du Conseil des gouverneurs vise à réduire le soutien à la demande et à éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de modifier les conditions applicables à la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III). Cet instrument a joué un rôle central pour contrecarrer les risques à la baisse sur la stabilité des prix pendant la phase la plus aiguë de la pandémie. Actuellement, compte tenu de l'accélération inattendue et exceptionnelle de l'inflation, il est nécessaire de le recalibrer pour garantir qu'il soit cohérent avec le processus plus large de normalisation de la politique monétaire et pour renforcer la transmission des relèvements des taux directeurs aux conditions du crédit bancaire. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé d'ajuster les taux d'intérêt applicables aux TLTRO III à compter du 23 novembre 2022 et de proposer aux banques des dates supplémentaires de remboursement anticipé volontaire. Le recalibrage des modalités et conditions applicables aux TLTRO III contribuera à la normalisation des coûts du financement bancaire. La normalisation des conditions de financement qui en résultera exercera, quant à elle, une pression à la baisse sur l'inflation, contribuant ainsi à rétablir la stabilité des prix à moyen terme. Le recalibrage supprime également les éléments dissuadant le remboursement anticipé volontaire des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO III en cours. Les remboursements anticipés volontaires réduiraient la taille du bilan de l'Eurosystème et contribueraient ainsi à la normalisation globale de la politique monétaire.

Enfin, pour mieux aligner la rémunération des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit auprès de l'Eurosystème sur les conditions en vigueur sur le marché monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de fixer la rémunération des réserves obligatoires au taux de la facilité de dépôt de la BCE.

## Activité économique

L'activité économique mondiale s'est contractée au deuxième trimestre 2022, les données d'enquêtes allant dans le sens d'une poursuite de la dynamique de croissance modérée à court terme. En dépit de quelques éléments favorables pour l'économie mondiale liés à la poursuite de l'allègement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales en raison des améliorations de l'offre et du fléchissement de la demande, les risques à la baisse persistent. Ces risques ont trait à l'incertitude géopolitique persistante, en particulier aux perturbations potentielles liées à la guerre injustifiée menée par la Russie en Ukraine, ainsi qu'à une possible aggravation des évolutions du coronavirus (COVID-19) durant l'automne et l'hiver. En dépit de l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la dynamique du commerce mondial reste modérée dans un contexte de détérioration des perspectives économiques mondiales.

L'activité économique dans la zone euro devrait avoir ralenti considérablement au troisième trimestre 2022, et le Conseil des gouverneurs anticipe un affaiblissement supplémentaire sur le reste de l'année 2022 et début 2023. Le niveau élevé de l'inflation, qui entame le revenu réel des consommateurs et pousse les coûts à la hausse pour les entreprises, continue de freiner les dépenses de consommation et la production. De fortes perturbations de l'approvisionnement en gaz ont encore aggravé la situation, et la confiance des consommateurs comme des entreprises s'est rapidement détériorée, pesant également sur l'économie. La demande de services se ralentit, après avoir été solide au cours des trimestres précédents, avec la réouverture des secteurs les plus touchés par les restrictions liées à la pandémie, et les indicateurs relatifs aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier tirés des enquêtes sont orientés à la baisse. De plus, la croissance de l'activité économique mondiale s'est modérée, dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante, due en particulier à la guerre en Ukraine, et de resserrement des conditions de financement. La dégradation des termes de l'échange, liée à l'augmentation plus rapide des prix à l'importation que des prix à l'exportation, pèse sur les revenus dans la zone euro.

Le marché du travail est resté vigoureux au troisième trimestre, et le taux de chômage s'est maintenu au niveau historiquement bas de 6,6 % en août. Bien que les indicateurs de court terme laissent présager une poursuite des créations d'emplois au troisième trimestre, l'affaiblissement de l'économie pourrait entraîner une légère hausse du chômage dans la période à venir.

Pour limiter le risque qu'elles alimentent l'inflation, les mesures de soutien budgétaire destinées à protéger l'économie des effets des prix élevés de l'énergie doivent être temporaires et ciblées vers les plus vulnérables. Les autorités doivent

encourager la baisse de la consommation d'énergie et soutenir l'approvisionnement en énergie. Dans le même temps, les administrations publiques doivent conduire des politiques budgétaires démontrant leur engagement à réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Des politiques structurelles doivent être conçues de manière à permettre un relèvement du potentiel de croissance et des capacités d'offre de la zone euro et la consolidation de sa capacité de résistance, contribuant ainsi à une atténuation des tensions à moyen terme sur les prix. La mise en œuvre rapide des plans d'investissement et de réformes structurelles prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* contribuera largement à la réalisation de ces objectifs.

## Inflation

L'inflation s'est accélérée, pour atteindre 9,9 % en septembre, ce qui reflète de nouvelles hausses de toutes les composantes. La hausse des prix de l'énergie, qui s'est établie à 40,7 %, reste le principal moteur de l'inflation globale, avec une contribution croissante des prix du gaz et de l'électricité. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est elle aussi encore renforcée, à 11,8 %, le niveau élevé des coûts des intrants rendant leur production plus onéreuse.

Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténuent progressivement, même si leurs effets décalés continuent de soutenir l'inflation. Les retombées de la demande non satisfaite diminuent, mais poussent toujours les prix dans le secteur des services à la hausse. La dépréciation de l'euro a alimenté l'accumulation des tensions inflationnistes.

Les pressions sur les prix sont manifestes dans des secteurs toujours plus nombreux, du fait notamment de la diffusion des effets des coûts élevés de l'énergie à l'ensemble de l'économie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont donc demeurées élevées, notamment l'inflation hors énergie et produits alimentaires, qui s'est encore accélérée, à 4,8 %, en septembre.

La vigueur des marchés du travail, ainsi que certains effets de rattrapage visant à compenser la poussée inflationniste, devraient favoriser une hausse des salaires. Les données qui nous parviennent sur les salaires et les récents accords salariaux signalent un possible affermissement de la progression des salaires. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu.

## Évaluation des risques

Les données les plus récentes confirment que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont orientés nettement à la baisse, particulièrement à court terme. Une guerre prolongée en Ukraine demeure un risque important. La confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre

s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un ralentissement de l'économie mondiale pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance au sein de la zone euro.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. Le principal risque à court terme est une nouvelle hausse des prix au détail de l'énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en cas d'augmentations renouvelées des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et d'une répercussion plus forte sur les prix à la consommation, d'une détérioration durable de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs, ou d'augmentations salariales plus fortes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie et un affaiblissement supplémentaire de la demande allégeraient les tensions sur les prix.

## Conditions financières et monétaires

Les coûts de financement des banques augmentent du fait de la hausse des taux d'intérêt de marché. Emprunter est aussi devenu plus onéreux pour les entreprises et les ménages. L'activité de prêt bancaire aux entreprises reste dynamique, car celles-ci doivent financer des coûts de production élevés et la constitution de stocks. Dans le même temps, la demande de prêts à des fins de financement de l'investissement a continué de reculer. L'activité de prêt aux ménages se ralentit, sous l'effet du durcissement des critères d'octroi et de la baisse de la demande de crédits dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de confiance des consommateurs en berne.

La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro signale un resserrement des critères d'octroi de toutes les catégories de prêts au troisième trimestre de l'année, les banques s'inquiétant davantage de la détérioration des perspectives économiques et des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans l'environnement actuel. Les banques prévoient un resserrement supplémentaire au quatrième trimestre.

## Conclusion

En résumé, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 27 octobre 2022, de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base, et prévoit de continuer à les augmenter pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation vers sa cible à moyen terme. Avec ce troisième relèvement important consécutif des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a retiré une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire. Les modifications des conditions applicables aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées contribueront également au processus en cours de normalisation de la politique monétaire.

Les futures décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion. Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour faire en sorte que l'inflation revienne au niveau de sa cible à moyen terme.

## Décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base. Dès lors, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront relevés à respectivement 2,00 %, 2,25 % et 1,50 % à compter du 2 novembre 2022.

Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de recalibrer les modalités des TLTRO III dans le cadre des mesures de politique monétaire adoptées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme. Au vu des évolutions actuelles de l'inflation et des perspectives en la matière, il est nécessaire d'adapter certains paramètres des TLTRO III afin de renforcer la transmission de nos taux directeurs aux conditions d'octroi des prêts bancaires, de sorte que les TLTRO III contribuent à la transmission de l'orientation de politique monétaire nécessaire pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme de la BCE. À compter du 23 novembre 2022, et jusqu'à la date d'échéance ou de remboursement anticipé de chaque opération TLTRO III en cours concernée, le taux d'intérêt des opérations TLTRO III sera indexé sur la moyenne des taux d'intérêt directeurs de la BCE applicables au cours de cette période. Le Conseil des gouverneurs a également décidé de proposer aux banques trois dates supplémentaires de remboursement anticipé volontaire. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de fixer la rémunération des réserves obligatoires au taux de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ce changement entrera en vigueur à partir du début de la période de constitution de réserves débutant le 21 décembre 2022. Ces fonds étaient jusqu'à présent rémunérés au taux des opérations principales de refinancement de la BCE. Toutefois, dans les conditions de marché et de liquidité actuelles, le taux de la facilité de dépôt reflète mieux le taux auquel les fonds peuvent être investis en instruments du marché monétaire lorsqu'ils ne sont pas détenus en tant que réserves obligatoires et le taux auquel les banques empruntent des fonds sur le marché monétaire pour satisfaire aux exigences en matière de réserves obligatoires.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il a commencé à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour

maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire.

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

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

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. L'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix.



## 1 Environnement extérieur

*L'activité économique mondiale s'est contractée au deuxième trimestre de 2022, les données d'enquêtes indiquant la poursuite d'une croissance modérée à court terme. En dépit de certains effets favorables sur l'économie mondiale résultant d'une nouvelle atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales due à l'amélioration de l'offre et à l'affaiblissement de la demande, des risques à la baisse persistent. Ils sont associés à l'incertitude géopolitique persistante, en particulier aux perturbations potentielles liées à la guerre en Ukraine et à une éventuelle aggravation de l'évolution du coronavirus (COVID-19) en automne et en hiver. Malgré l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la dynamique du commerce mondial demeure modérée dans un contexte de détérioration des perspectives économiques mondiales. Si les tensions inflationnistes totales semblent avoir atteint un pic dans l'ensemble du monde, la dynamique persistante de l'inflation sous-jacente, sous l'effet de la forte hausse des prix des services, n'indique qu'un retour progressif de l'inflation vers les objectifs.*

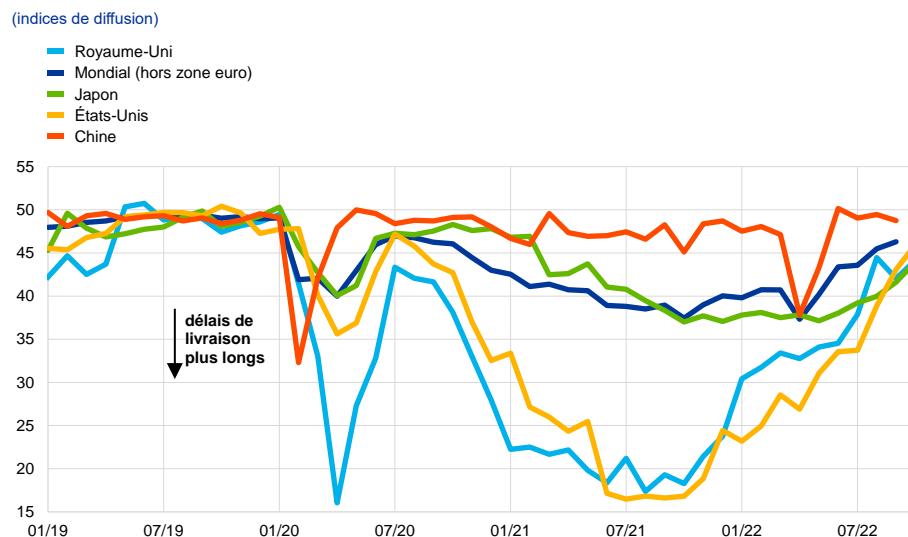
**La croissance mondiale connaît un ralentissement dans un contexte de montée des préoccupations liées à la récession.** Le PIB mondial (hors zone euro) s'est contracté au deuxième trimestre, principalement sous l'effet d'une baisse de l'activité en Chine en raison des restrictions découlant de sa politique zéro COVID, d'une baisse du PIB de la Russie induite par la guerre et d'une légère contraction de l'activité aux États-Unis. Dans l'ensemble, un degré relativement important de synchronisation entre les pays en termes de ralentissement des indicateurs de l'activité mondiale a toutefois été enregistré au cours du troisième trimestre, indiquant une détérioration des perspectives pour le second semestre de cette année. L'indice mondial des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier (hors zone euro) a encore diminué en septembre, demeurant juste au-dessus du seuil neutre et indiquant la poursuite d'une croissance modérée au troisième trimestre. Si l'indice a enregistré un léger rebond dans les économies avancées, il a baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction dans les marchés émergents.

**Une nouvelle atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales a un effet favorable sur l'économie mondiale.** En septembre, l'indice des directeurs d'achat pour les pénuries d'offre au niveau mondial s'est amélioré pour le cinquième mois consécutif (graphique 1). Les tensions sur l'offre ont diminué pour tous les produits, et l'écart entre les secteurs s'est également resserré. Des améliorations du côté de l'offre ainsi qu'un affaiblissement de la demande expliquent l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'approvisionnement, mais des risques à la baisse subsistent du fait de perturbations potentielles liées à la guerre en Ukraine et d'une possible aggravation de l'évolution de la COVID-19 en automne et en hiver. D'autre part, les entreprises semblent s'être ajustées à des délais de livraison plus longs en constituant des stocks plus importants et en renforçant la résilience de leurs chaînes d'approvisionnement face aux chocs. En septembre, le ratio de l'indice PMI pour les stocks/l'indice PMI des nouvelles commandes au niveau mondial (hors zone euro) a atteint son plus haut niveau depuis 2009 (en excluant la crise de la COVID-19 en 2020). Par conséquent, le risque existe

qu'un nouvel assombrissement des perspectives de la demande mondiale se traduise ultérieurement par des stocks excédentaires.

### 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 octobre 2022 (estimations rapides pour le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon) et à septembre 2022 pour la Chine et au niveau mondial (hors zone euro).

#### Malgré l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la dynamique du commerce mondial reste modérée dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales.

Les échanges mondiaux de marchandises (hors zone euro) sont restés inchangés en août, après une augmentation en juillet. La poursuite de la croissance des échanges dans les économies de marché émergentes (EME) a été contrebalancée par une baisse des échanges dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis. Dans le même temps, des données plus récentes font état de perspectives moroses pour les échanges internationaux. En particulier, l'indice mondial (hors zone euro) des directeurs d'achat pour la production manufacturière pour le mois de septembre et les derniers indices pour les commandes à l'exportation sont devenus plus négatifs.

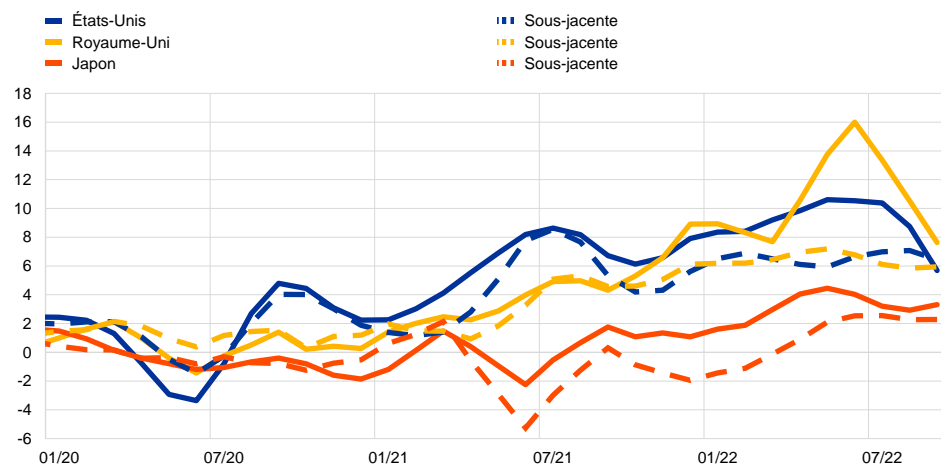
#### Les tensions inflationnistes mondiales restent très élevées.

Si l'inflation annuelle totale dans les pays de l'OCDE (à l'exception de la Turquie) est restée stable à 7,9 % en août, l'inflation hors produits alimentaires et énergie a encore augmenté pour atteindre 5,3 %. En outre, la dynamique de l'inflation sous-jacente, portée par la forte hausse des prix des services, reste persistante dans tous les pays (graphique 2). Cela contraste avec la dynamique de l'inflation totale, qui diminue sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie.

## Graphique 2

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

(variations annuelles en pourcentage en glissement trimestriel ; inflation totale et sous-jacente)



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

Notes : L'inflation sous-jacente se rapporte à l'inflation de tous les produits, hors produits alimentaires et énergie. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

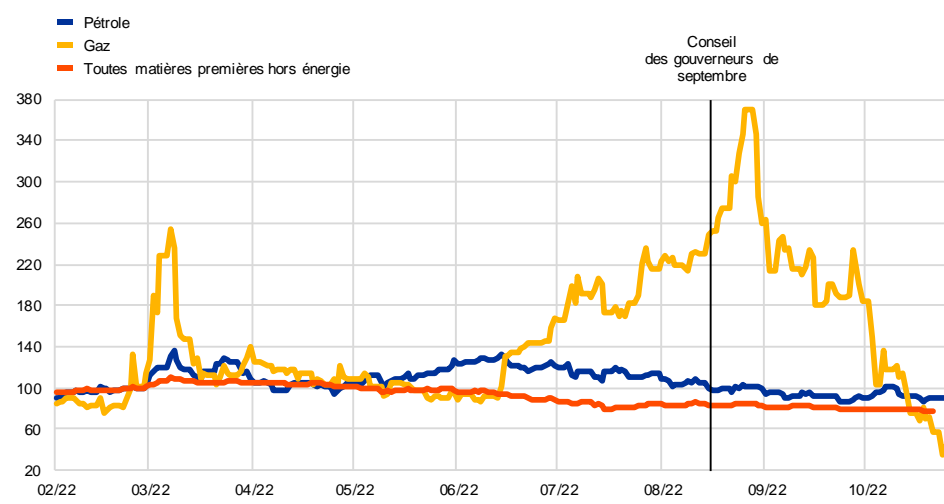
**Les prix des matières premières énergétiques ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, dans un contexte de perspectives économiques plus moroses et d'une conjonction de plusieurs facteurs sur le marché du gaz.** Les prix du pétrole sont globalement stables depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre (+0,7 %), la décision de l'OPEP+ de réduire son offre de pétrole ayant contrebalancé les effets de la baisse de la demande due à la modération de la croissance économique mondiale. Le 5 octobre, le cartel a convenu de revoir à la baisse son objectif d'offre de pétrole de 2 millions de barils par jour à compter de novembre, en réponse à la récente tendance baissière des prix du pétrole. Toutefois, l'impact sur l'offre actuelle de l'OPEP+ devrait être plus faible, car plusieurs pays ne sont pas parvenus à respecter les objectifs de production au cours de l'année écoulée. Dans le même temps, une incertitude importante pèse sur le marché pétrolier, notamment s'agissant des perspectives de l'offre de pétrole russe. Les pays du G7 visent à instaurer un plafond des prix du pétrole, plafonnant le prix du pétrole russe payé par des parties tierces, d'ici le 5 décembre, lorsque les sanctions de l'Union européenne interdisant les importations maritimes de pétrole brut russe entreront en vigueur. Les prix du gaz en Europe ont baissé d'environ 80 % en raison d'une diminution de la demande de gaz due à un climat plus chaud qu'attendu et aux mesures proposées par l'UE pour faire face aux prix élevés de l'énergie en Europe, notamment un plan d'économies d'électricité qui devrait également réduire la demande de gaz. Les niveaux élevés de gaz stocké dans l'UE, l'augmentation de la production d'électricité d'origine éolienne, la baisse de la demande de gaz industriel et l'augmentation de l'offre de gaz naturel liquéfié et de gaz acheminé par gazoduc en provenance de Norvège ont également pesé sur les prix du gaz au comptant, contrebalançant les effets de la fermeture complète du gazoduc Nord Stream 1 par la Russie. Toutefois, la situation du marché européen du gaz reste fragile. Tout facteur susceptible d'accroître la demande de gaz, tel qu'un hiver plus froid qu'escompté, entraînerait la persistance d'une concurrence rude pour garantir l'approvisionnement en gaz, renforçant ainsi les

tensions sur les prix. L'incertitude sur le marché européen du gaz se reflète également dans le niveau élevé de la courbe des contrats à terme tout au long de 2023, qui prévoit un prix moyen du gaz supérieur à 130 euros le MWh, nettement plus élevé que le prix au comptant actuel.

**Le ralentissement économique mondial a continué de peser sur les prix des métaux et des produits alimentaires, mais des risques persistent du côté de l'offre.** Depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs, les prix des matières premières hors énergie ont légèrement diminué, de 3,5 %, les prix des métaux et des produits alimentaires ayant légèrement baissé dans un contexte de détérioration des perspectives de croissance économique. L'atténuation des tensions sur les prix des produits alimentaires a également été favorisée par l'amélioration des perspectives en matière d'offre pour certaines catégories d'aliments (soja et café). En revanche, les prix des céréales ont augmenté, les évolutions récentes de la guerre en Ukraine ayant suscité des préoccupations accrues concernant le maintien du corridor sécurisé en mer Noire pour les exportations de céréales ukrainiennes.

### Graphique 3 Évolutions des prix des matières premières

(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 de septembre 2022. Les dernières observations se rapportent au 26 septembre 2022 pour le pétrole et le gaz et au 21 septembre 2022 pour les matières premières hors énergie.

**Aux États-Unis, après la contraction de l'activité au premier semestre, la croissance devrait rester modérée**<sup>1</sup>. La croissance du PIB en volume a diminué de 0,1 % au deuxième trimestre en glissement trimestriel, en raison d'une contribution négative des stocks et, dans une moindre mesure, de l'investissement privé et de la consommation publique. Dans le même temps, la consommation privée s'est ralentie, le niveau élevé de l'inflation ayant pesé sur les revenus réels depuis le début de l'année. Même si le marché du travail présente les premiers

<sup>1</sup> Le PIB en volume a augmenté à un rythme annuel de 2,6 % au troisième trimestre 2022, selon l'estimation provisoire publiée par le Bureau d'analyse économique après la réunion du Conseil des gouverneurs, reflétant principalement un rebond de la contribution des exportations nettes.

signes d'une atténuation des tensions, ces dernières persistent, les créations d'emplois ayant été nombreuses en septembre et le taux de chômage demeurant à des niveaux bas (3,5 %). En revanche, l'inflation reste élevée, étant donné la forte dynamique d'inflation dans les services. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est ralentie, ressortant à 8,2 % en septembre, les prix de l'énergie ayant continué de diminuer. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a encore augmenté pour s'établir à 6,6 %. Pour les mois à venir, la croissance du PIB devrait demeurer modérée dans un contexte de durcissement significatif des conditions du crédit, principalement en réaction aux décisions du Comité fédéral de l'*open market* (*Federal Open Market Committee*) de relever les taux d'intérêt directeurs, ainsi qu'en raison de l'assombrissement général des perspectives économiques mondiales.

**En Chine, la croissance du PIB a enregistré un léger rebond au troisième trimestre, mais les indicateurs clés font état d'un ralentissement de la dynamique.**

L'économie a crû au troisième trimestre 2022, de 3,9 % en glissements trimestriel et annuel. Ce rebond fait suite à un fort ralentissement au deuxième trimestre, provoqué par une importante recrudescence de la COVID-19 et par les mesures sévères d'endiguement qui en ont résulté. La croissance du PIB a été soutenue par une contribution positive des exportations nettes, et par une reprise de l'investissement et de la consommation, qui ont bénéficié des mesures de relance mises en place par les pouvoirs publics et de la réouverture de l'économie. Toutefois, s'agissant de la dynamique en septembre, les indicateurs mensuels clés laissent déjà entrevoir un ralentissement significatif de la consommation, le rythme de croissance des ventes au détail s'étant également ralenti en août. L'économie chinoise continue d'être confrontée à la persistance de facteurs défavorables résultant de la politique zéro COVID encore en vigueur et de faiblesses durables dans le secteur immobilier. Le 20<sup>e</sup> congrès du Parti communiste chinois a reconduit le président Xi pour un troisième mandat et confirmé la continuité de sa ligne politique, axée sur l'autonomie du pays, tant pour des raisons économiques que sécuritaires, et sur le renforcement des secteurs publics, tout en mettant moins l'accent sur la recherche de croissance du PIB à tout prix.

**Au Japon, l'activité économique devrait continuer de se redresser au troisième trimestre malgré des facteurs défavorables.**

Les données pour juillet et août suggèrent que la consommation privée, en particulier dans les services, a bien résisté face à la vague de COVID-19 survenue pendant l'été, soutenue par la demande latente. Cependant, les répercussions sur la confiance des consommateurs des hausses plus marquées des prix pourraient freiner la reprise. L'inflation totale est restée à 3,0 % en septembre, son niveau le plus élevé depuis environ 30 ans (hors périodes de hausse de la TVA). La hausse des prix des produits alimentaires reste un facteur majeur d'inflation, reflétant l'augmentation des prix internationaux des matières premières et l'affaiblissement du yen, ainsi que la hausse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a augmenté, mais demeure à un niveau plus modéré (0,9 %). La hausse des anticipations d'inflation – tant pour les ménages que pour les entreprises – pourrait indiquer une répercussion progressive des tensions sur les coûts aux prix finaux. Cela laisse entrevoir un changement potentiel du comportement traditionnellement prudent des entreprises

en matière de fixation des prix, facteur qui a par le passé pesé sur la dynamique des prix au Japon.

**Au Royaume-Uni, la dynamique de croissance s'est encore ralentie.** Le PIB mensuel en août a surpris défavorablement, à – 0,3 % en glissement mensuel, reflétant des baisses de l'activité dans les secteurs manufacturier et des services. Le recul des ventes au détail et le bas niveau record de confiance des consommateurs ont continué de mettre en évidence la faiblesse de la demande des consommateurs, et les indicateurs à court terme ont également fait état d'une détérioration de la confiance des entreprises. Il est probable que l'économie britannique soit entrée en récession au troisième trimestre. La hausse des prix à la consommation s'est accélérée, ressortant à 10,1 % en septembre, en raison de l'augmentation des prix des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées. L'inflation sous-jacente a augmenté à 6,5 % en septembre, soutenue en particulier par la hausse des prix facturés par les restaurants et les hôtels.

**La détérioration des perspectives mondiales pèse sur les perspectives de croissance des économies de marché émergentes (EME).** Les enquêtes indiquent un recul de la production dans la plupart des EME, et les nouvelles commandes à l'exportation se sont ralenties, suggérant que l'activité devrait continuer de se détériorer maintenant que les entreprises manufacturières ont largement rattrapé leur retard. Le durcissement des politiques monétaires au niveau mondial a des répercussions sur les conditions financières et pèse sur la production industrielle dans l'ensemble des EME. Cela s'explique par le fait que, par rapport aux économies avancées, les EME détiennent une part plus importante d'engagements extérieurs libellés en dollar, et que la facturation en dollar est plus répandue. En Russie, les indicateurs mensuels font état d'une récession durable, mais n'indiquent pas de nouveau fort ralentissement. En août, l'inflation totale a diminué à 14,3 % en raison d'une appréciation du taux de change du rouble et d'un affaiblissement de la demande des consommateurs. Dans l'ensemble, sous l'effet des politiques mises en œuvre et de l'amélioration des conditions macroéconomiques (à savoir une diminution des vulnérabilités), les EME ont jusqu'à présent évité l'apparition des perturbations importantes sur les marchés qui ont été observées lors d'épisodes précédents de durcissement des politiques monétaires au niveau mondial.

## 2 Activité économique

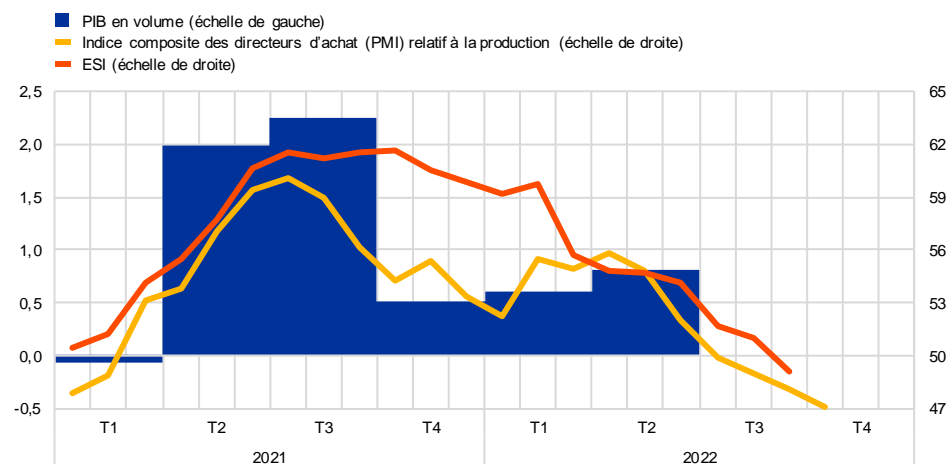
*Le niveau élevé de l'inflation continue de freiner les dépenses et la production en réduisant le pouvoir d'achat et en poussant les coûts à la hausse pour les entreprises. De fortes perturbations de l'approvisionnement en gaz ont encore aggravé la situation, et la confiance dans les différents secteurs s'est rapidement détériorée. Après avoir été solide au cours des trimestres précédents, au moment où les secteurs les plus touchés par les restrictions liées à la pandémie ont rouvert, la demande de services se ralentit maintenant. De plus, dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante et de resserrement des conditions de financement, la croissance de l'activité économique mondiale se modère. La dégradation des termes de l'échange pèse sur les revenus dans la zone euro, les prix à l'importation augmentant plus rapidement que des prix à l'exportation. Dans le même temps, même si le marché du travail est resté vigoureux, le ralentissement de l'économie pourrait entraîner une légère hausse du chômage à l'avenir. Les dernières données disponibles confirment que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont nettement orientés à la baisse, en particulier à court terme.*

**La production de la zone euro a affiché une croissance robuste au cours des deux premiers trimestres de l'année.** Après s'être établie à 0,6 % au premier trimestre 2022, la croissance du PIB en volume s'est de nouveau fortement accélérée au deuxième trimestre, atteignant 0,8 % en rythme trimestriel (graphique 4). La demande intérieure et, dans une moindre mesure, les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance, tandis que les variations des stocks ont eu un faible impact négatif. En ce qui concerne la production, la croissance a été principalement soutenue par une forte hausse dans les services à valeur ajoutée. L'augmentation de la production a été relativement généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro. La croissance a varié selon les pays, reflétant largement l'ampleur variable avec laquelle les pays ont été affectés par la réouverture du secteur des services et la reprise du tourisme. De plus, la proximité de la guerre en Ukraine – et les sanctions associées contre la Russie et le Bélarus – ont eu un impact négatif sur la croissance dans certains pays au deuxième trimestre.

## 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, S&P Global et calculs de la BCE.

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les 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 deuxième trimestre 2022 pour le PIB en volume, à septembre 2022 pour l'ESI et à octobre 2022 pour l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production.

#### L'activité économique devrait se ralentir fortement au cours des prochains trimestres.

La détérioration attendue de la dynamique de la croissance est principalement imputable à quatre facteurs interconnectés. Premièrement, la forte inflation freine les dépenses et la production dans l'ensemble de l'économie, et ces vents contraires sont renforcés par les perturbations de l'approvisionnement en gaz. Deuxièmement, le vif rebond de la demande de services consécutif à la réouverture de l'économie s'essouffera dans les prochains mois. Troisièmement, l'affaiblissement de la demande mondiale, en plus du resserrement monétaire dans de nombreuses grandes économies, et la dégradation des termes de l'échange se traduiront par une diminution du soutien apporté à l'économie de la zone euro. Quatrièmement, l'incertitude reste élevée et la confiance se détériore fortement.

#### Ce ralentissement est corroboré par les données économiques devenues disponibles.

La faible croissance attendue au troisième trimestre a résulté de l'acquis de croissance positif du deuxième trimestre associé à la dynamique de croissance négative au troisième trimestre lui-même<sup>2</sup>. Au cours des deux premiers mois du troisième trimestre, la production industrielle (hors construction) a été inférieure de 0,5 % à son niveau du deuxième trimestre. Au troisième trimestre, l'indice composite PMI relatif à la production dans la zone euro s'est établi en moyenne à 49,0, bien au-dessous de son niveau du deuxième trimestre et en ligne avec la contraction de l'activité. Le PMI a poursuivi sa baisse, revenant à 47,1 en octobre. La détérioration récente des perspectives de croissance reflète les évolutions dans les services et dans l'industrie, cette dernière étant affectée par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les prix élevés des matières premières du fait de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ainsi que par la hausse de

<sup>2</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

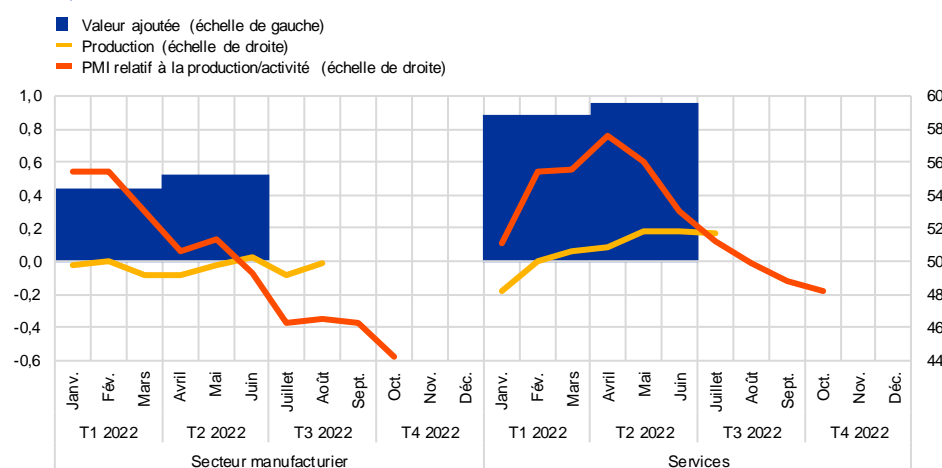


l'incertitude globale qui a suivi (graphique 5). Dans la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, réalisée début octobre, les participants prévoient trois trimestres consécutifs de contraction de la production, à partir du troisième trimestre de cette année<sup>3</sup>. Les dernières données disponibles suggèrent que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont nettement orientés à la baisse, en particulier à court terme. Plus fondamentalement et au-delà de toutes considérations à court terme, à l'heure actuelle, il est crucial d'accroître le potentiel de croissance et les capacités d'offre de la zone euro ainsi que de renforcer sa résilience. Des politiques structurelles bien conçues apporteront une contribution importante à cet égard. Un exemple serait de mettre en œuvre rapidement les plans d'investissement et de réforme structurelle prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU*.

### Graphique 5

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

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



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

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

**Le marché du travail demeure robuste dans la zone euro, mais sa dynamique se ralentit légèrement.** Le taux de chômage est ressorti à 6,6 % en août 2022, sans changement par rapport à juillet et 0,8 point de pourcentage au-dessous du niveau observé avant la pandémie en février 2020 (graphique 6). En glissement trimestriel, l'emploi total a augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre 2022, après 0,6 % au premier trimestre, une évolution globalement en ligne avec l'activité économique. Sous l'effet de la reprise économique qui a suivi la levée des restrictions liées à la pandémie, les dispositifs de maintien de l'emploi ont concerné 0,7 % de la population active au deuxième trimestre 2022, en recul par rapport au taux de 1,3 % environ enregistré au premier trimestre. Au deuxième trimestre 2022, le nombre total d'heures travaillées a été supérieur de 0,4 % à ses niveaux d'avant la pandémie.

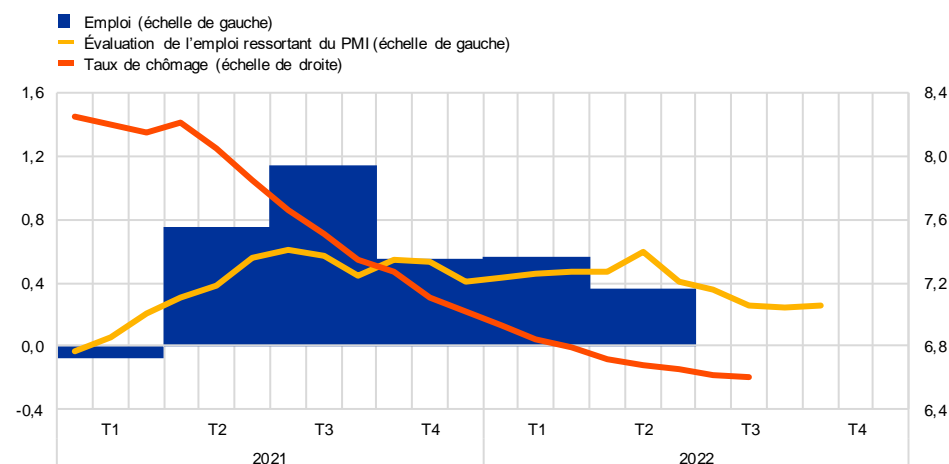
<sup>3</sup> Cf. « *The Survey of Professional Forecasters – Third quarter of 2022* », BCE, Francfort-sur-le-Main, 2022.

Cela étant, le redressement du nombre d'heures travaillées après la levée des restrictions liées au coronavirus (COVID-19) reste relativement hétérogène entre les principaux pays de la zone euro et les grands secteurs de l'économie <sup>4</sup>.

### Graphique 6

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

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



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent les données trimestrielles. Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2022 pour l'emploi, à octobre 2022 pour l'évaluation de l'emploi ressortant du PMI et à août 2022 pour le taux de chômage.

#### Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail continuent de signaler une bonne résistance dans l'ensemble, malgré quelques signes de ralentissement.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi pour le troisième trimestre 2022 est ressorti à 52,8 suggérant ainsi une poursuite de la croissance de l'emploi au deuxième trimestre. Toutefois, le PMI relatif à l'emploi a atteint un pic en mai 2022 et les évolutions des derniers mois indiquent un ralentissement global de la dynamique. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, le PMI relatif à l'emploi continue de faire état d'une croissance de l'emploi robuste dans les services et le secteur manufacturier, tandis que des signes de ralentissement sont observés dans le secteur de la construction.

#### Après avoir enregistré un fort rebond de 1 % au deuxième trimestre 2022, la croissance de la consommation réelle des ménages s'est probablement modérée au troisième trimestre et devrait encore s'affaiblir au quatrième trimestre.

Entre avril et juin, les dépenses dans les services ont fortement augmenté, rapprochant la consommation globale de son niveau d'avant la pandémie. En revanche, dans un contexte de hausse de l'inflation, de tensions persistantes sur l'offre et de forte incertitude, les dépenses en biens durables et non durables ont reculé. Selon les estimations, la croissance de la consommation a diminué au troisième trimestre dans un contexte de hausse de l'inflation et de l'incertitude et d'affaiblissement de la demande de biens et de services. C'est ce que

<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Le rôle de l'emploi public pendant la crise de la COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

suggèrent les évolutions récentes des ventes au détail, qui, en juillet et août 2022, ont été inférieures de 1,1 % en moyenne à leur niveau du deuxième trimestre. En outre, malgré une augmentation au troisième trimestre, les nouvelles immatriculations de voitures particulières sont demeurées inférieures de 17 % à leur niveau d'avant la pandémie. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a augmenté en octobre mais est resté très proche de son point historiquement bas enregistré en septembre, et bien inférieur à la valeur observée au deuxième trimestre. Les prévisions d'achats importants par les ménages ont reculé en septembre, en ligne avec la détérioration des anticipations économiques et financières. Les derniers résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (CES) suggèrent également que les projets de dépenses de vacances des ménages se sont modérés en septembre (graphique 7, partie a) dans un contexte d'essoufflement du rebond économique qui a suivi la levée des restrictions liées à la COVID-19. De plus, les intentions des ménages de réaliser des achats matériels importants (voitures et électroménager) sont restées modérées.

**L'épargne des ménages pourrait partiellement amortir l'impact de la baisse attendue du revenu disponible réel sur la consommation.** Même si l'excédent d'épargne accumulée par rapport aux niveaux observés au quatrième trimestre 2019 s'est élevé à environ 900 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022, leur composante liquide, à savoir les dépôts excédentaires par rapport aux niveaux observés au quatrième trimestre 2019, s'est élevé à seulement 360 milliards environ en août 2022<sup>5</sup>. En outre, cette épargne est concentrée dans les groupes à revenu intermédiaire et élevé, qui dépensent une part moindre de leur revenu en biens et services essentiels et qui sont donc moins exposés à la crise du coût de la vie. En revanche, les ménages situés dans les groupes à revenu faible ont accumulé des coussins moins importants et pourraient devoir réduire leur consommation réelle et leur épargne, ou puiser dans l'épargne qu'ils ont constituée précédemment, c'est-à-dire « désépargner », en réaction aux chocs sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les ménages à faibles revenus en particulier perçoivent les mesures de soutien budgétaire récemment adoptées comme étant insuffisantes et sont devenus plus pessimistes quant à leur consommation, tandis que davantage de personnes prévoient d'être dans l'incapacité de payer leurs factures à temps<sup>6</sup>. Dans l'ensemble, malgré le renforcement des incitations à épargner du fait du contexte d'incertitude élevée, la consommation privée devrait être soutenue par les nouvelles réductions des niveaux d'épargne. Le taux d'épargne a déjà diminué, revenant de 15,2 % au premier trimestre 2022 à 13,7 % au deuxième trimestre. Il devrait continuer de diminuer au second semestre, car il demeure toujours supérieur à sa moyenne de 12,9 % observée sur la période 1999-2019.

<sup>5</sup> Les calculs relatifs aux excédents d'épargne et de dépôts accumulés par rapport aux niveaux respectifs des flux d'épargne et de dépôts observés au quatrième trimestre 2019 ne tiennent pas compte des tendances haussières sous-jacentes des variables nominales, notamment des tendances haussières des flux de revenus et de dépôts.

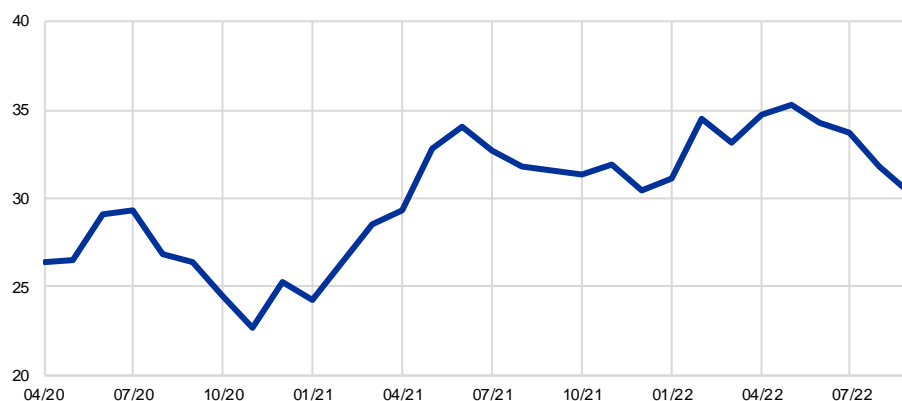
<sup>6</sup> Pour de plus amples informations, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 7

Projets de budget vacances des ménages pour les 12 prochains mois et évolutions du PMI pour la production par niveau de dépendance énergétique et par secteur

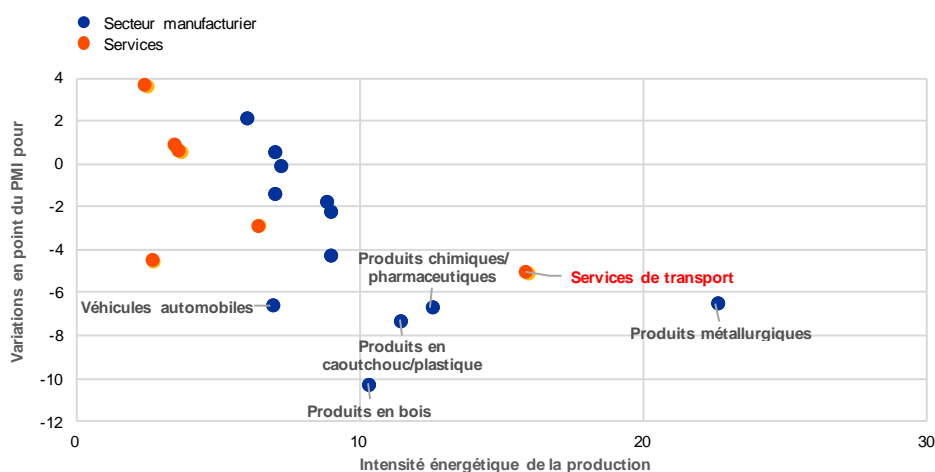
### a) Projets de budget vacances pour les 12 prochains mois

(en pourcentages des participants)



### b) Évolutions du PMI pour la production par niveau de dépendance énergétique et par secteur

(en pourcentages, variations en point de l'indice PMI pour la production/l'activité entre le deuxième et le troisième trimestre 2022)



Sources : Enquête CES, S&P Global, OCDE et calculs de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

### Après avoir enregistré une croissance robuste au premier semestre 2022, l'investissement des entreprises devrait fortement se ralentir au second semestre.

L'investissement hors construction (en excluant l'Irlande) a crû de 0,8 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre, malgré un ralentissement par rapport aux deux trimestres précédents<sup>7</sup>. La croissance de l'investissement dans les machines et équipements s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, en dépit d'un renforcement de l'investissement dans le matériel de transport, ce qui pourrait refléter une résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre dans ce secteur<sup>8</sup>. Cependant, les indicateurs disponibles font état d'un ralentissement prononcé de l'investissement à partir du troisième trimestre. Selon les données disponibles jusqu'en août, la croissance de la production industrielle de biens

<sup>7</sup> En incluant l'Irlande, l'investissement hors construction a crû de 1,8 % en glissement trimestriel, reflétant largement la volatilité bien connue des produits de propriété intellectuelle.

<sup>8</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

d'équipement s'est inscrite en baisse à 0,4 % environ en glissement trimestriel. Le PMI relatif aux nouvelles commandes de biens d'équipement a également enregistré une baisse significative au troisième trimestre, indiquant une détérioration des perspectives au début du quatrième trimestre. Lors de la dernière campagne de l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises (CTS), les participants ont suggéré que l'hésitation actuelle en matière d'investissement résulte d'une combinaison de facteurs comprenant la forte incertitude, les prix élevés de l'énergie et la hausse des coûts de financement<sup>9</sup>. Les indices PMI suggèrent qu'il y a déjà eu d'importantes réductions de la production dans les secteurs à plus forte intensité énergétique (graphique 7, partie b). La rentabilité semble être en train de diminuer, tandis que l'incertitude, qui est généralement un facteur dissuasif important pour l'investissement, s'est fortement accrue depuis l'été, comme le reflètent les indicateurs d'enquêtes de la Commission européenne. Les résultats de l'enquête d'octobre 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro<sup>10</sup> font également état d'une nouvelle détérioration de la demande de prêts à des fins d'investissement fixe au troisième trimestre.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel a probablement enregistré un deuxième recul de suite au troisième trimestre 2022.** Après avoir diminué de 0,7 % au deuxième trimestre, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait encore avoir baissé au troisième trimestre, selon plusieurs indicateurs à court terme. Le nombre de permis de construire, qui constitue un indicateur avancé de l'activité dans la construction, a diminué au deuxième trimestre, signalant un nombre moins élevé de nouveaux projets à venir. La production dans la construction d'immeubles en juillet et en août a été inférieure de 0,6 % en moyenne à son niveau du deuxième trimestre (graphique 8). Le PMI relatif à la production dans la construction résidentielle a continué de se contracter, ressortant en moyenne à 44,4 au troisième trimestre, après 48,3 au deuxième trimestre. Selon une enquête de la Commission européenne, les indices relatifs aux tendances de l'activité dans la construction ont également poursuivi leur baisse au troisième trimestre, principalement en raison de l'affaiblissement de la demande, de la détérioration des conditions financières et de l'aggravation des pénuries de matériaux. Les enquêtes de la BCE confirment l'affaiblissement de la demande d'investissement dans l'immobilier résidentiel. Lors de la campagne d'octobre de l'enquête CTS, les participants issus d'entreprises dans le secteur de la construction ont fait état d'une baisse des anticipations relatives à l'activité dans les prochains mois en raison d'un durcissement des conditions de financement, d'une hausse des coûts et d'une plus grande incertitude. En outre, selon les résultats de l'enquête CES pour août, la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement ainsi que leurs anticipations que les prix des logements vont augmenter, en particulier pour les ménages à revenu élevé, se sont détériorées depuis le début de l'année. En somme, l'affaiblissement de la demande devrait peser significativement sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans les mois à venir.

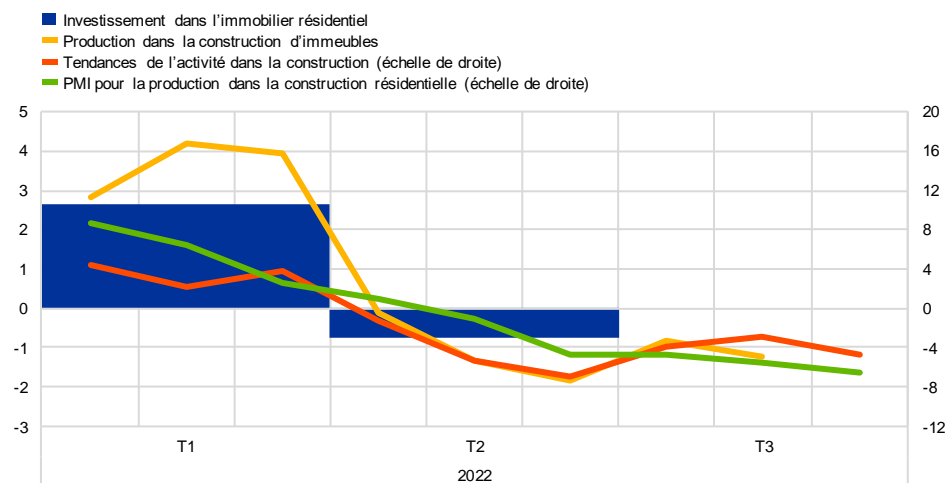
<sup>9</sup> Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

<sup>10</sup> Cf. la section 2.1 des [résultats de l'enquête de la BCE d'octobre 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) et la section 5 du présent *Bulletin économique*.

## Graphique 8

### Investissement dans l'immobilier résidentiel et indicateurs à court terme

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



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

Notes : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022 pour l'« investissement dans l'immobilier résidentiel », à août 2022 pour la « production dans la construction d'immeubles » et à septembre 2022 pour les « tendances de l'activité dans la construction » et le « PMI pour la production dans la construction résidentielle ».

### Les exportations de biens ont enregistré un rebond en août, mais les perspectives à court terme se sont significativement détériorées depuis.

En août 2022, les exportations nominales de biens hors zone euro ont modérément augmenté après un recul en juillet, tandis que les importations de biens hors zone euro ont continué d'augmenter fortement. Après s'être stabilisé en mai et en juin, le déficit du solde des échanges de biens s'est accentué en juillet et en août, principalement en raison de l'augmentation rapide des factures pour l'importation d'énergie. Les données à haute fréquence sur les échanges commerciaux indiquent un nouvel assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre au troisième trimestre 2022<sup>11</sup>. Les indicateurs prospectifs signalent un ralentissement des exportations de biens et de services, reflétant de nouvelles faiblesses des exportations de produits manufacturés et une modération de la croissance de la consommation du fait de la baisse des revenus réels. Selon l'indice PMI de septembre, les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont enregistré une plus forte contraction, tandis que les commandes à l'exportation dans les services, après une reprise provisoire en août, font elles aussi état d'un nouvel affaiblissement. Après un été dynamique, les indicateurs du tourisme ont montré des signes de modération en septembre.

<sup>11</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

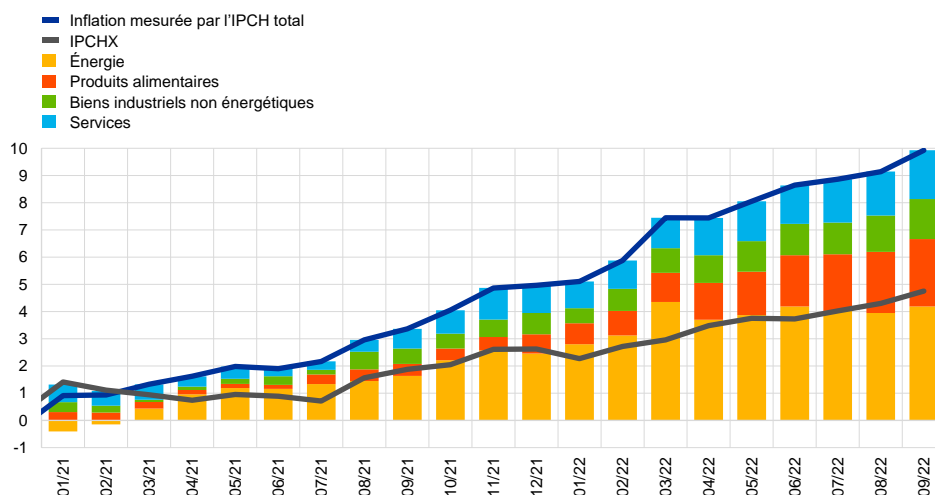
### 3 Prix et coûts

L'inflation s'est accélérée, pour atteindre 9,9 % en septembre, ce qui reflète de nouvelles hausses de l'ensemble des composantes. La hausse des prix de l'énergie, qui s'est établie à 40,7 %, reste le principal moteur de l'inflation totale, avec une contribution croissante des prix du gaz et de l'électricité. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est elle aussi encore renforcée, à 11,8 %, le niveau élevé des prix des intrants rendant leur production plus onéreuse. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténuent progressivement, même si leurs effets décalés continuent de soutenir l'inflation. L'impact de la demande latente s'affaiblit, mais pousse toujours les prix dans le secteur des services à la hausse. La dépréciation de l'euro a alimenté l'accumulation des tensions inflationnistes. Les tensions sur les prix sont manifestes dans des secteurs toujours plus nombreux, du fait notamment de la diffusion des effets des coûts élevés de l'énergie à l'ensemble de l'économie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont donc demeurées élevées, notamment l'inflation hors énergie et produits alimentaires, qui s'est encore accélérée, à 4,8 %, en septembre.

**La hausse de l'IPCH s'est accentuée, passant de 9,1 % en août à 9,9 % en septembre.** Cette nouvelle hausse significative s'explique par l'ensemble des principales composantes de l'IPCH. La composante énergétique continue de représenter près de la moitié de l'inflation totale et la composante des produits alimentaires un quart supplémentaire, ce qui implique que ces composantes plus volatiles, dont le poids dans la consommation est d'environ un tiers, constituent actuellement les trois quarts de l'inflation totale mesurée par l'IPCH (graphique 9).

**Graphique 9**  
Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

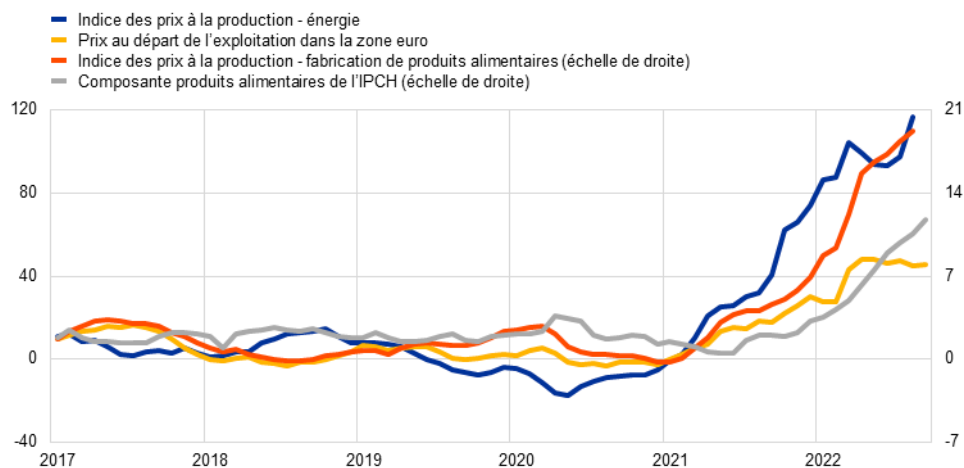
**L'évolution des prix de l'énergie est influencée par différents facteurs et, de son côté, elle affecte les autres composantes de l'IPCH.** La variation annuelle de l'IPCH pour le poste énergie a de nouveau augmenté pour s'établir à 40,7 %, après

avoir diminué pendant deux mois consécutifs en juillet et en août. En termes de sous-composantes, cette augmentation résulte d'une hausse des prix du gaz, qui a atteint 72,2 % en septembre (contre 63,1 % en août), tandis que la variation annuelle des prix des carburants pour le transport privé et celle des prix de l'électricité sont restées globalement inchangées en septembre, demeurant à des niveaux élevés. Un facteur spécial sous-tendant l'augmentation de la variation annuelle des prix de l'énergie est l'interruption de certaines mesures gouvernementales temporaires (par exemple des remises sur les carburants pour les transports en Allemagne). Les taux de croissance annuels des prix à la production industrielle pour l'énergie ont fortement augmenté pour atteindre 116,8 % en août, après être restés légèrement inférieurs entre mai et juillet. La hausse des prix des produits alimentaires s'est fortement accentuée, passant de 10,6 % en août à 11,8 % en septembre, ce qui reflète l'effet des tensions accumulées sur les coûts et l'impact de la sécheresse de cet été. Si l'augmentation du taux de croissance annuel des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro a été relativement faible en septembre, par rapport aux augmentations du début de l'année, le taux de croissance reste élevé. Le taux de croissance des prix des engrais est reparti à la hausse après avoir diminué au cours de l'été, certaines usines de production ayant fermé en raison des prix élevés de l'énergie. Les tensions exercées par le coût des intrants sur les prix des produits alimentaires sont visibles dans la dynamique des prix à la production des industries agroalimentaires (graphique 10).

### Graphique 10

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2022 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et pour la composante produits alimentaires de l'IPCH, et à août 2022 pour les autres données.

**La variation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a encore augmenté pour s'établir à 4,8 % en septembre, reflétant une augmentation des taux d'inflation des biens industriels non énergétiques et des services (graphique 9).** La hausse des prix des biens industriels non énergétiques a continué de s'accroître pour atteindre un niveau record de 5,5 %, sous l'effet des prix des biens semi-durables et non durables. Si le taux d'inflation des biens durables est



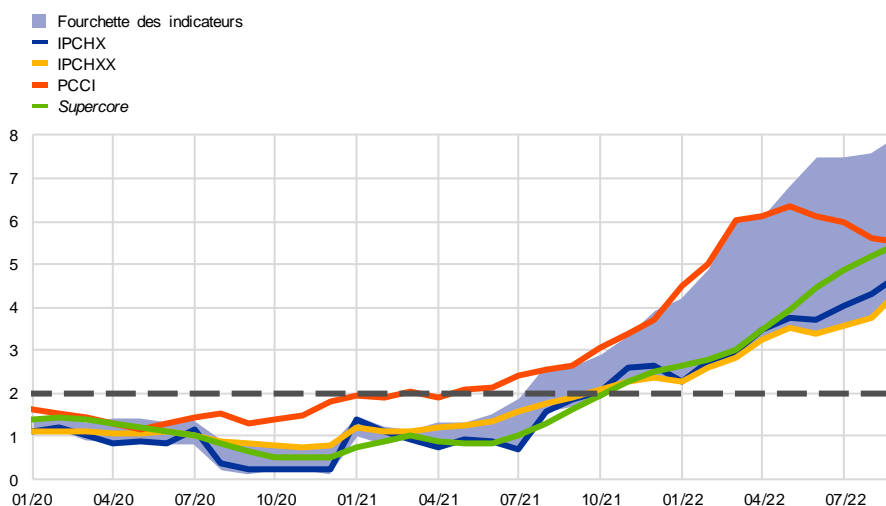
demeuré inchangé, la dynamique mensuelle s'est accentuée, en raison des fortes augmentations des prix des véhicules et du mobilier. La hausse des prix des services a atteint 4,3 % en septembre (contre 3,8 % en août), les taux pour les services de transport et les services divers ayant le plus augmenté en raison de facteurs particuliers. Pour les services de transport, le retrait du ticket à 9 euros pour les transports publics en Allemagne a été le principal moteur de cette augmentation, tandis que pour les services divers, la plus forte hausse a été enregistrée dans les coûts de l'éducation en raison de la suppression des réductions accordées par le gouvernement sur les frais de scolarité et de formations introduites pendant la crise de la COVID-19 aux Pays-Bas.

**La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué d'augmenter en septembre (graphique 11).** Cela reflète la propagation des tensions sur les prix à un nombre toujours croissant de secteurs et de rubriques de l'IPCH. En septembre, plus de la moitié des rubriques de l'IPCH ont affiché des taux d'inflation annuels supérieurs à 4 %. Si l'on retire de la hausse de l'IPCHX les composantes plus volatiles que sont les postes liés aux voyages ainsi que l'habillement et la chaussure (IPCHXX), la hausse s'établit à 4,4 %, après 3,8 %. L'indicateur *Supercore*, qui intègre les composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a augmenté, ressortant à 5,5 % après 5,2 % en août, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation, PCCI*) fondée sur un modèle, qui est construite en éliminant les perturbations à plus court terme, mais qui inclut la composante énergie, a légèrement diminué, s'établissant à 5,5 %. Si la PCCI s'est inscrite en baisse depuis mai, reflétant le ralentissement de la dynamique mensuelle de la hausse des prix de l'énergie, la PCCI hors énergie a été stable à 4 % environ depuis juin, s'inscrivant en légère baisse en septembre. La dynamique de l'inflation sous-jacente peut être attribuée en grande partie aux effets indirects de la flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi qu'aux évolutions exceptionnelles de l'équilibre entre l'offre et la demande liées à la pandémie et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. En raison du caractère inédit de ces événements, il est difficile d'évaluer combien de temps leur impact se fera sentir sur les différentes mesures de l'inflation sous-jacente. Les salaires et les coûts de main-d'œuvre sont un facteur clé des évolutions de l'inflation sous-jacente. Les dernières données disponibles (pour le deuxième trimestre 2022) continuent d'indiquer une croissance annuelle relativement modérée des salaires négociés (2,4 %) et des salaires effectifs, la croissance de la rémunération horaire et celle de la rémunération par tête ressortant à 3,3 % et 4,4 %, respectivement, bien que cette dernière soit fortement biaisée à la hausse en raison de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi.

## Graphique 11

### Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

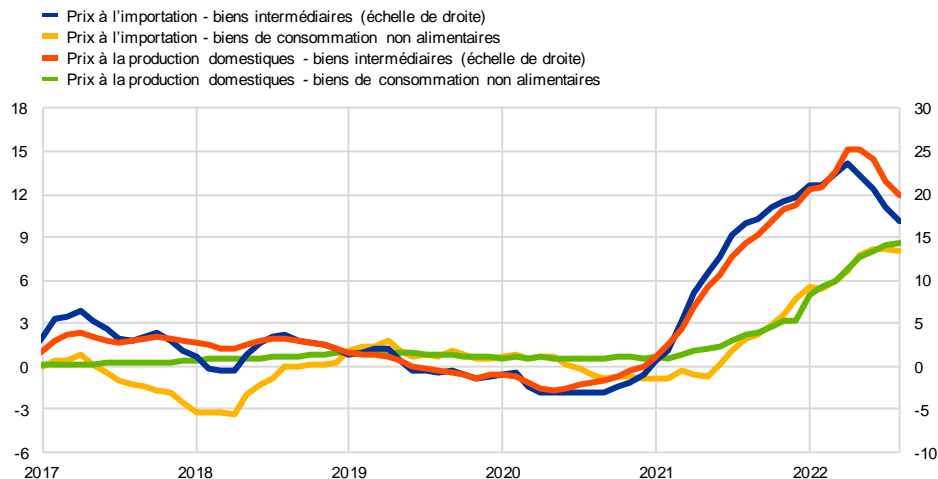
Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX (IPCH hors énergie et produits alimentaires), l'IPCHXX (IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure), les moyennes tronquées à 10 % et à 30 % et la médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

**Les tensions en amont sur la hausse des prix des biens industriels non énergétiques demeurent fortes, en dépit du ralentissement récent de l'inflation aux premiers stades de la chaîne des prix (graphique 12).** En amont de la chaîne des prix, les taux de croissance annuels des prix à l'importation et des prix à la production domestiques dans les secteurs des biens intermédiaires ont fléchi pour le quatrième mois consécutif, après une année de hausses persistantes. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires a diminué de 1,5 point de pourcentage (revenant de 18,4 % en juillet à 16,9 % en août) et celui des prix à la production domestiques a baissé de 1,6 point de pourcentage (de 21,5 % en juillet à 19,9 % en août). Dans le même temps, les évolutions en amont de la chaîne des prix ont tendance à être plus fortement influencées par les prix de l'énergie, dont les prix à l'importation ont enregistré une nouvelle hausse marquée en août. En aval de la chaîne des prix, les taux d'inflation des prix à l'importation et des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires ont continué d'afficher des signaux assez contrastés. Même si les prix à l'importation ont montré des signes de stabilisation, le taux de variation annuel des prix à la production s'est accéléré pour atteindre un niveau record à 8,6 %.

## Graphique 12

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2022.

**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes sont restées stables, à des niveaux proches de, ou légèrement supérieurs à 2 % et sont globalement conformes aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (graphique 13).** Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2022, les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2027) sont restées inchangées à 2,2 %. Il en est de même pour les anticipations à plus long terme issues de l'enquête d'octobre du Consensus économique (pour 2027), qui s'établissent à 2,1 %, et pour celles tirées de l'enquête d'octobre de la BCE auprès des analystes monétaires (pour 2026), ressortant à 2,0 %. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs réalisée en août a également montré que les anticipations d'inflation à plus long terme (à trois ans) sont restées stables par rapport à juillet <sup>12</sup>. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (fondées sur l'IPCH hors tabac) ont continué d'afficher une certaine volatilité au cours de la période sous revue. Les échéances à court terme sont demeurées volatiles, suivant également les évolutions sur le marché de l'énergie, tandis que celles à plus long terme ont été plus stables. Ces mesures suggèrent à présent que l'inflation pourrait revenir autour de 2 % dès la fin 2023, plutôt que courant 2024 comme cela était prévu avant la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. Toutefois, les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté de 10 points de base pour s'établir à 2,3 %. Point important, 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

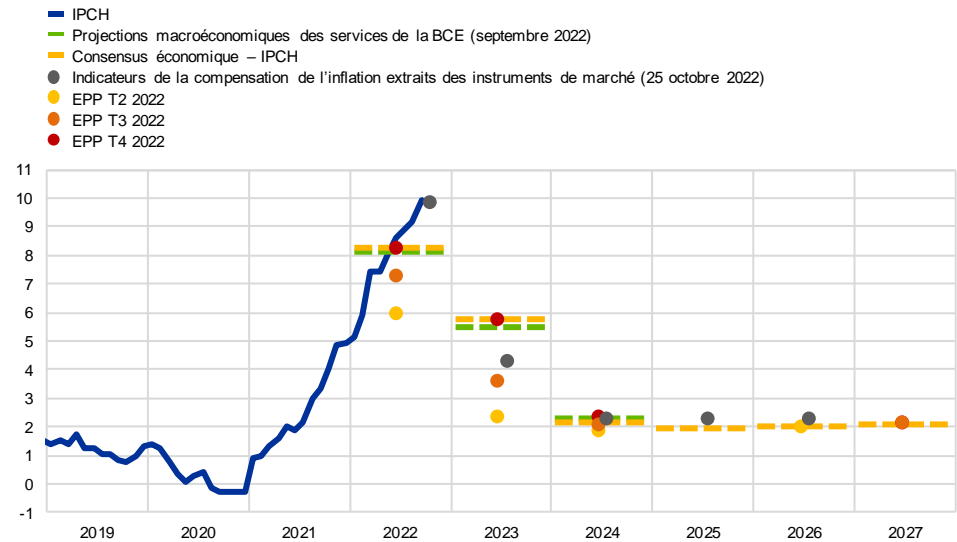
<sup>12</sup> Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – août 2022 », communiqué de presse, 7 octobre 2022.

marché, car celles-ci contiennent des primes de risque sur l'inflation qui compensent l'incertitude entourant l'inflation.

### Graphique 13

#### 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 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro et calculs de la BCE.

Notes : La série relative aux indicateurs de la 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 la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2022. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2022 a été réalisée entre le 30 septembre et le 6 octobre 2022. La date d'arrêt pour les prévisions du Consensus économique est octobre 2022. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de la BCE est le 25 août 2022. Les dernières observations relatives à l'IPCH se rapportent à septembre 2022.

#### Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont principalement

**orientés à la hausse.** Le principal risque à court terme est une nouvelle hausse des prix au détail de l'énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en cas d'augmentations renouvelées des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et d'une répercussion plus forte sur les prix à la consommation, d'une détérioration durable de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de la cible de la BCE ou d'augmentations salariales plus fortes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie et un affaiblissement supplémentaire de la demande allègeraient les tensions sur les prix.

## 4 Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue (du 8 septembre au 26 octobre 2022), les prix des actifs de la zone euro sont restés volatils et les intervenants de marché ont continué d'actualiser leurs anticipations en faveur de relèvements plus rapides et plus prononcés des taux directeurs dans la zone euro et à l'échelle mondiale. Cette révision des anticipations s'est reflétée dans les taux sans risque à court et à long terme de la zone euro qui se sont accrus au cours de la période sous revue.*

*Les rendements obligataires souverains dans la zone euro ont augmenté en ligne avec les taux sans risque, ce qui signifie que les spreads souverains ont peu varié, affichant toutefois une certaine volatilité dans certains pays. Le niveau plus élevé des taux et la détérioration des perspectives de croissance ont pesé sur les actifs risqués émis par les entreprises : les écarts de rendement des obligations d'entreprises européennes se sont creusés et les prix des actions ont connu une volatilité élevée avec des différences entre les secteurs. L'euro s'est globalement apprécié en termes pondérés des échanges, tandis qu'il ne s'est que légèrement apprécié vis-à-vis du dollar.*

**Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, les taux sans risque à court terme dans la zone euro ont augmenté, les intervenants de marché révisant leurs anticipations en faveur d'un resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire.** Au cours de la période sous revue, l'€STR s'est établi à 57 points de base en moyenne, soit la moyenne pondérée de – 8,5 points de base entre le 8 septembre et le 13 septembre, et de 66 points de base après le 14 septembre, c'est-à-dire à la suite du relèvement des taux directeurs de la BCE en septembre. L'excédent de liquidité a augmenté de 86 milliards d'euros environ pour s'établir à 4 682 milliards. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), basés sur le taux de référence €STR, a affiché une volatilité supérieure à la moyenne. Dans l'ensemble, les préoccupations des intervenants de marché en matière d'inflation l'emportant sur les craintes grandissantes d'une récession, la courbe à terme des taux OIS a indiqué de plus en plus des anticipations de resserrement plus rapide et plus prononcé de la politique monétaire de la BCE. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme des taux OIS intégrait des hausses cumulées s'élevant à 134 points de base à fin 2022, ce qui implique un taux maximum de 3,0 % environ fin 2023.

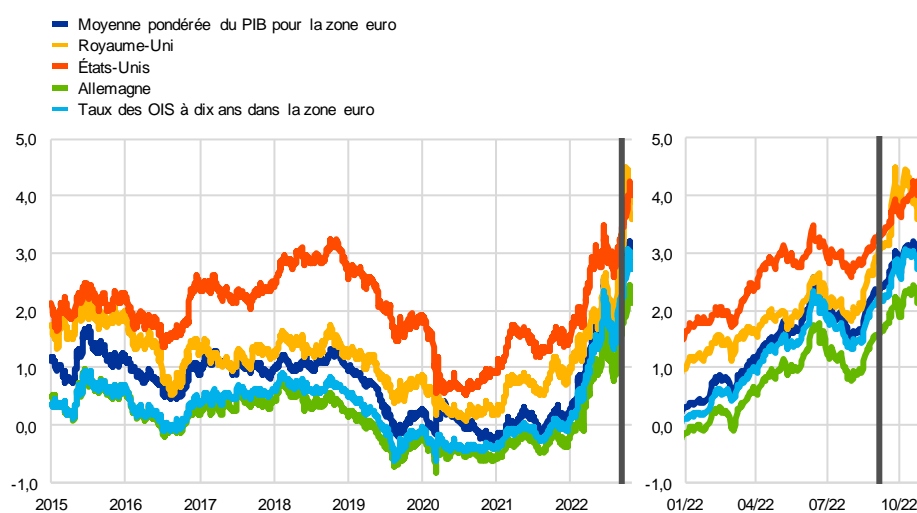
**Les rendements obligataires à long terme ont augmenté dans le contexte de réévaluation par les marchés de la trajectoire future attendue de la politique monétaire (graphique 14).** Cette hausse s'est accompagnée d'importantes fluctuations intermédiaires, principalement en réponse aux publications de données macroéconomiques et aux évolutions des prix de l'énergie, ainsi qu'aux fluctuations sur les marchés entourant l'annonce d'un nouveau train de mesures budgétaires expansionnistes au Royaume-Uni et l'intervention par la suite de la Banque d'Angleterre. Au total, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont fortement augmenté : le rendement moyen, pondéré par le PIB, des obligations souveraines à dix ans de la zone euro s'est accru pour s'établir à 2,9 % environ, soit 48 points de base de plus qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. De même, les rendements des obligations souveraines à dix ans

américaines, britanniques et allemandes ont augmenté de 68, 42 et 40 points de base, ressortant à environ 4,0 %, 3,6 % et 2,1 %, respectivement. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont également affiché une volatilité accrue, dont l'ampleur a varié selon les juridictions, mais ils ont globalement reflété les taux sans risque du point de vue de leur orientation générale. Par conséquent, l'écart de rendement moyen agrégé des obligations souveraines à dix ans pondéré du PIB dans la zone euro par rapport au taux OIS est demeuré relativement stable, à 0,20 % environ.

### Graphique 14

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 septembre 2022). Les dernières observations se rapportent au 26 octobre 2022.

**Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont légèrement creusés au cours de la période sous revue dans un contexte de hausse des taux sans risque, les hausses les plus prononcées étant observées sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*).** Au cours de la période sous revue, les préoccupations croissantes relatives à l'imminence d'un ralentissement de la croissance économique et le resserrement plus important que prévu de la politique monétaire ont contribué à un léger creusement des écarts de rendement. Les *spreads* sur obligations d'entreprises à haut rendement se sont accrus de 49 points de base, tandis que les *spreads* sur obligations d'entreprises les mieux notées (*investment-grade*) ont fait preuve d'une certaine résilience, avec une augmentation de 22 points de base.

**Au cours de la période sous revue, les marchés d'actions européens se sont inscrits en hausse, mais ont continué d'enregistrer une volatilité élevée en raison des incertitudes macroéconomiques et de facteurs défavorables.**

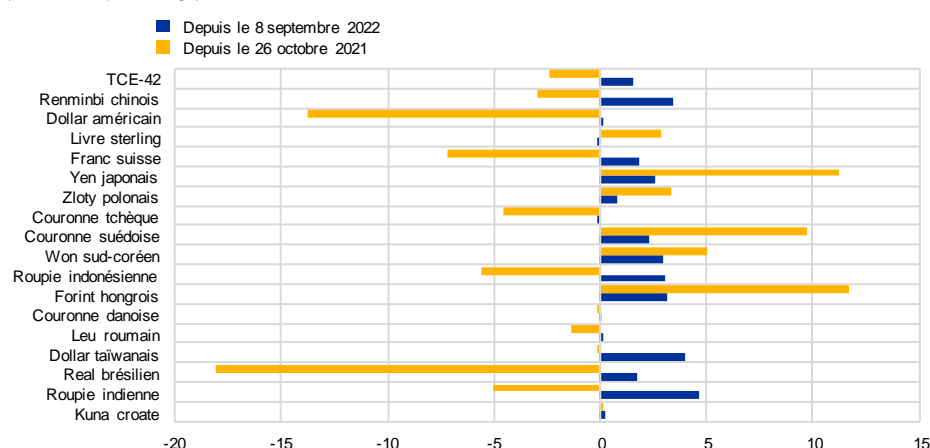
Au-delà de l'impact négatif de la hausse des taux sans risque, les intervenants de marché ont également été préoccupés par la période de bénéfices en cours et les indications qui en résultent sur la capacité des entreprises à faire face à la hausse

des coûts de l'énergie et des taux d'intérêt. Si les intervenants de marché ont anticipé un impact négatif de la hausse des taux d'intérêt sur la plupart des secteurs, tous les secteurs n'ont pas été affectés de la même manière, le secteur bancaire ayant par exemple pu bénéficier de cette hausse à court terme via une augmentation des marges nettes d'intérêts. Cette différenciation a été manifeste sur les prix des actions, qui ont diminué de 0,6 % s'agissant des sociétés non financières (SNF), tandis qu'ils ont augmenté de 6,3 % pour les banques. Globalement, les prix des actions dans la zone euro ont été soutenus par une baisse de la prime de risque sur actions (cf. section 5). La différence entre les SNF et les banques a été moins prononcée aux États-Unis, où les prix des actions ont diminué de 4,3 % pour les SNF et de 1,3 % pour les banques.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 15).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 1,5 %. S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux, l'euro est demeuré globalement inchangé vis-à-vis du dollar et de la livre sterling, s'appréciant de 0,1 % et se dépréciant de 0,1 %, respectivement, en dépit de quelques fluctuations intermédiaires. Le raffermissement de l'euro a été plus prononcé vis-à-vis d'autres devises de grandes économies avancées, notamment le yen japonais et le franc suisse, contre lesquels il s'est apprécié de 2,6 % et 1,8 %, respectivement. L'euro s'est aussi globalement renforcé vis-à-vis des devises de la plupart des grandes économies émergentes, comme le renminbi chinois (de 3,4 %), et par rapport aux devises d'autres pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro.

**Graphique 15**  
Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-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 26 octobre 2022.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

*Les taux des prêts bancaires et les coûts de financement des banques ont encore augmenté, avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés robustes en septembre, tandis que les prêts aux ménages se sont modérés. Au cours de la période allant du 8 septembre au 26 octobre, le coût de l'endettement de marché ainsi que – dans une bien moindre mesure – le coût du financement par émission d'actions ont augmenté. L'enquête la plus récente sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages se sont nettement durcis au troisième trimestre 2022, dans un contexte de risques à la baisse croissants pour la croissance économique et de poursuite de la normalisation de la politique monétaire. L'accentuation de la croissance de la monnaie au sens large en septembre résulte d'un facteur technique ponctuel sans lequel la croissance de M3 se serait modérée par rapport à août.*

**Les coûts de financement des banques de la zone euro se sont encore accrus, reflétant les évolutions des taux sans risque et des taux de marché, avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire.** En août, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a poursuivi sa tendance haussière (graphique 16, partie a). Cette évolution s'explique par deux facteurs. Premièrement, avec la normalisation de la politique monétaire, les rendements des obligations bancaires ont enregistré une hausse prononcée, parallèlement aux taux sans risque et aux taux de marché, atteignant leur plus haut niveau depuis 2012 (graphique 16, partie b). Deuxièmement, les récents relèvements des taux directeurs par la BCE ont incité les banques à accroître la rémunération des dépôts de leurs clients. Le récent recalibrage de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) en réponse à la hausse inattendue et exceptionnelle de l'inflation contribuera également à la normalisation des coûts du financement bancaire <sup>13</sup>. La normalisation des conditions de financement pour les entreprises et les ménages qui en résultera exercera, quant à elle, une pression à la baisse sur l'inflation, contribuant ainsi à rétablir la stabilité des prix à moyen terme. En août, le taux appliqué aux dépôts a augmenté pour s'établir à 0,24 %, soit 10 points de base au-dessus du niveau enregistré avant le premier relèvement des taux en juillet. Par rapport aux régularités historiques, la transmission des récentes mesures de politique monétaire aux dépôts a été légèrement retardée en comparaison de la réponse plus immédiate des rendements obligataires bancaires.

<sup>13</sup> Cf. le communiqué de presse de la BCE « [La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme](#) », 27 octobre 2022.

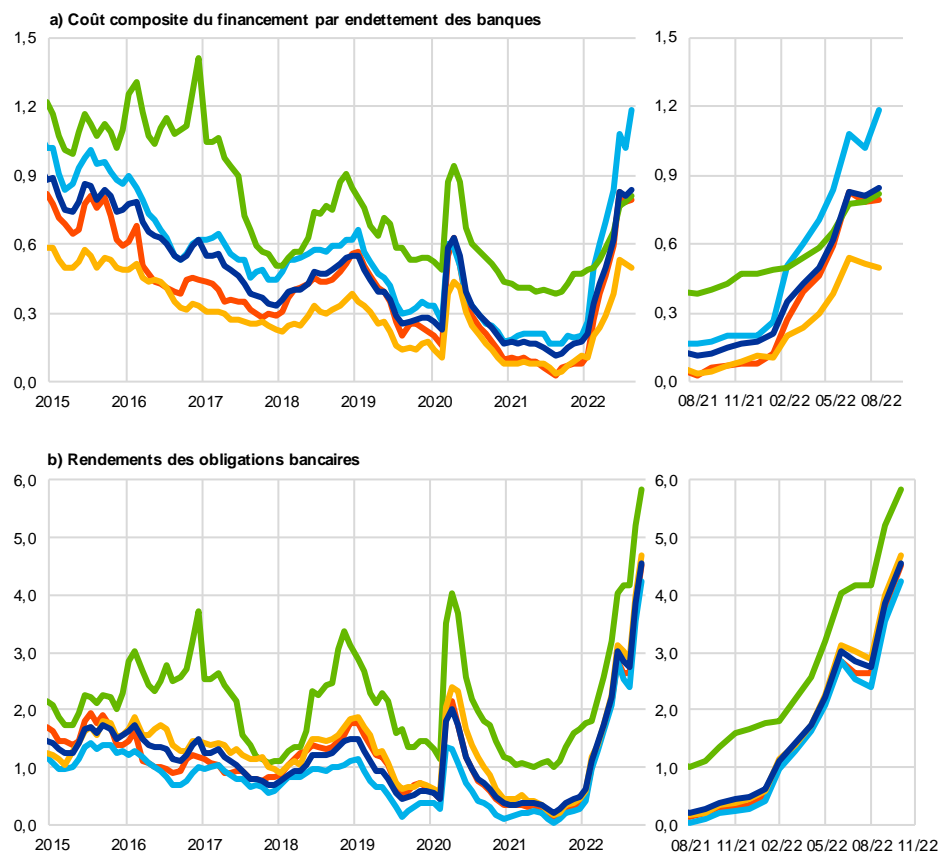


## Graphique 16

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

(pourcentages annuels)

■ Zone euro  
■ Allemagne  
■ France  
■ Italie  
■ Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par leurs encours respectifs. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à août 2022 pour les taux de financement composites des banques et au 26 octobre 2022 pour les rendements des obligations bancaires.

### Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté, les banques ayant durci leur offre de crédit.

Depuis février 2022, les augmentations des coûts du financement bancaire ont poussé les taux débiteurs à la hausse dans l'ensemble des pays de la zone euro (graphique 17), tandis que les critères d'octroi se sont durcis. Le taux bancaire composite appliqué aux prêts au logement consentis aux ménages s'est encore accru en août pour s'établir à 2,26 %, soit une augmentation de 95 points de base par rapport au niveau enregistré fin 2021. D'après les résultats de l'[enquête sur les anticipations des consommateurs](#) menée en août 2022, les consommateurs prévoient que les taux hypothécaires continueront d'augmenter au cours des douze prochains mois, car il deviendra plus difficile d'obtenir des prêts immobiliers. Dans le même temps, les taux appliqués par les banques aux prêts aux sociétés non

financières (SNF) ont augmenté pour s'établir à 1,86 % en août. Sous l'effet de la hausse mensuelle de 8 points de base, les taux des prêts aux entreprises ont enregistré une augmentation cumulée de 50 points de base depuis début 2022. Pour les prochains mois, les données disponibles fondées sur les indices de diffusion suggèrent la possibilité de nouvelles hausses des taux des prêts consentis aux entreprises <sup>14</sup>. L'écart entre les taux appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux des prêts de montant élevé est proche de sa moyenne historique, et la dispersion entre pays des taux appliqués par les banques aux prêts aux entreprises et aux ménages a légèrement diminué, suggérant que la transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE s'effectue sans heurt jusqu'à présent (graphique 17, parties a et b).

---

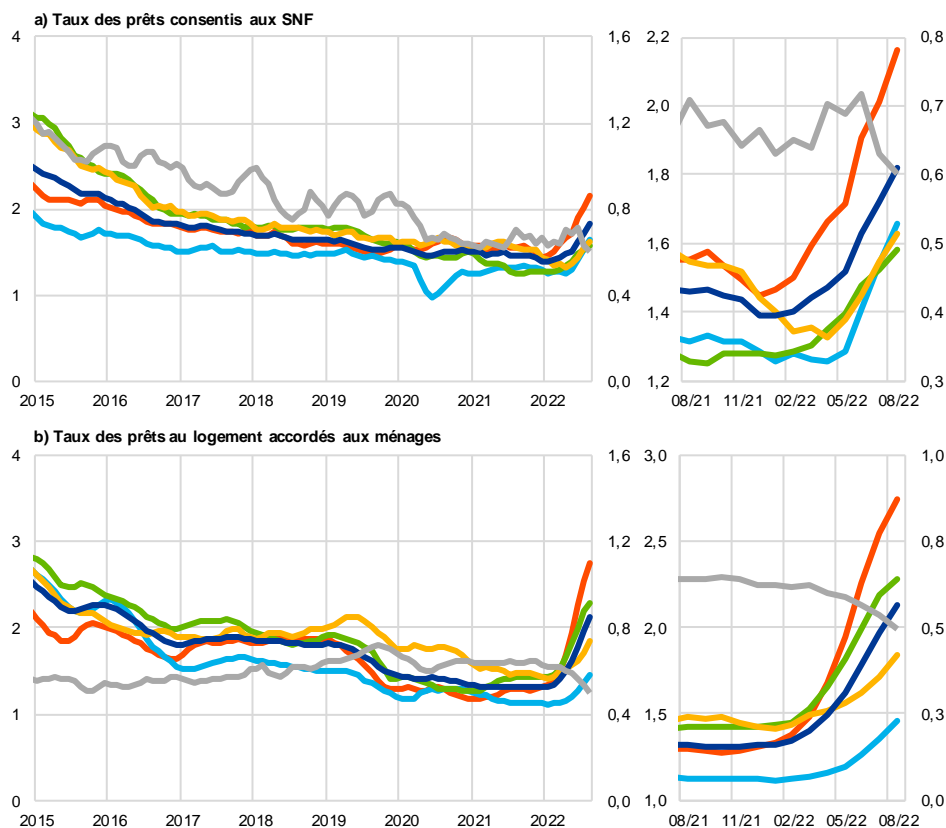
<sup>14</sup> Ces indices, calculés à partir de données microéconomiques, mesurent le nombre net de banques qui relèvent les taux appliqués aux prêts aux entreprises et tendent à présenter des propriétés d'indicateur avancé.

## Graphique 17

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

(pourcentages annuels, moyennes mobiles sur trois mois ; écart type)

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



Source : BCE.

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

#### Sur la période allant du 8 septembre au 26 octobre 2022, le coût du financement de marché par émission de dette pour les SNF a nettement augmenté.

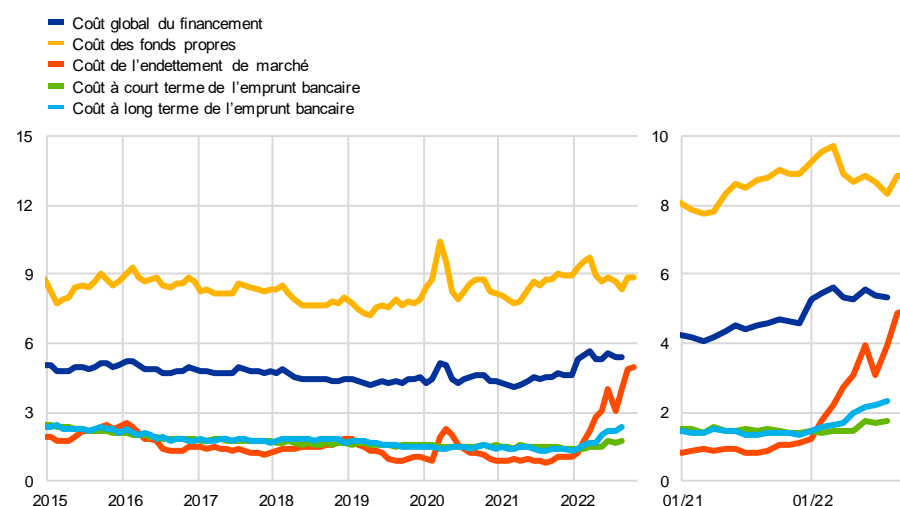
En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'endettement bancaire, le coût global du financement des SNF, qui comprend le coût de l'endettement bancaire, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres, ne peut être calculé que jusqu'en août 2022, où il est ressorti à 5,4 %, soit le même niveau environ que le mois précédent. Cette stabilité résulte d'une augmentation du coût de l'endettement de marché ainsi que du financement par endettement bancaire à court et à long terme, qui a été intégralement contrebalancée par une diminution du coût des fonds propres, dont la pondération dans l'indice relatif au coût global du financement est de 50 % environ. La baisse du coût des fonds propres, quant à elle, est imputable à une diminution de la prime de risque sur actions, qui a plus que compensé l'impact de la hausse du

taux sans risque sur le coût des fonds propres (graphique 18). Les données d'août 2022 n'ont été que légèrement inférieures au pic enregistré plus tôt dans l'année et nettement supérieures aux niveaux observés au cours des deux années précédentes. Poursuivant la tendance haussière observée début 2022, le coût de l'endettement de marché a enregistré, depuis le 8 septembre, une nouvelle hausse significative de 70 points de base environ. Cette évolution est attribuable à un ajustement à la hausse du taux sans risque ainsi qu'à un nouveau creusement des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés, aussi bien sur le compartiment des obligations bien notées (*investment grade*) que – de façon plus notable – sur celui des obligations à rendement élevé (*high yield*). Le coût des fonds propres a enregistré une hausse plus modérée, de 10 points de base environ, car l'impact haussier de l'augmentation du taux sans risque a été presque intégralement compensé par une diminution de la prime de risque sur actions.

### Graphique 18

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût 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, sur la base de leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 26 octobre 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 21 octobre 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à août 2022 pour le coût global de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

**Selon l'enquête d'octobre 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement consentis aux ménages se sont nettement durcis au troisième trimestre 2022 (graphique 19).** Dans le contexte de ralentissement économique et

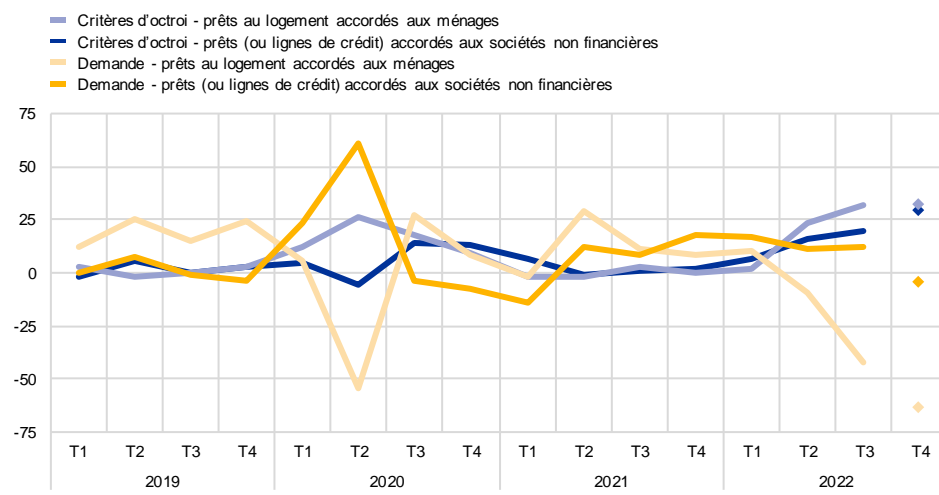
de craintes croissantes d'une récession, les principaux facteurs sous-tendant le durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et aux ménages ont été les risques à la baisse liés à la croissance économique et une plus faible tolérance au risque des banques. Du fait de la poursuite de la normalisation de la politique monétaire, les banques de la zone euro ont déclaré que le coût de leurs ressources et les contraintes de bilan ont également contribué au durcissement des critères d'octroi qui, dans le cas des entreprises, a été plus important qu'au cours

des précédentes campagnes d'enquête. Pour le quatrième trimestre 2022, les banques anticipent une poursuite du durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages.

### Graphique 19

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

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



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

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

#### La demande de prêts des entreprises s'est renforcée au troisième trimestre 2022, les coûts des consommations intermédiaires et les besoins en fonds de roulement ayant augmenté, tandis que la demande de prêts au logement des ménages a diminué dans le contexte de hausse des taux d'intérêt et de détérioration de la confiance.

La demande de prêts des entreprises a continué d'être soutenue par leurs besoins de financement des fonds de roulement et des stocks croissants en raison des coûts élevés des consommations intermédiaires, du ralentissement de la demande et de la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'investissement fixe a encore eu un effet modérateur sur la demande de prêts des entreprises, ce qui va dans le sens du ralentissement attendu de l'investissement. Dans le contexte de normalisation de la politique monétaire, la contribution du niveau général des taux d'intérêt à la demande de prêts est devenue négative au troisième trimestre. La baisse importante de la demande de prêts au logement résulte principalement de la hausse du niveau général des taux d'intérêt et du recul de la confiance des consommateurs. S'agissant du quatrième trimestre 2022, les banques anticipent une baisse de la demande de prêts des entreprises et une nouvelle forte baisse de la demande de prêts au logement.

#### L'enquête suggère également que les activités d'intermédiation du crédit des banques ont moins été soutenues par les mesures non conventionnelles de

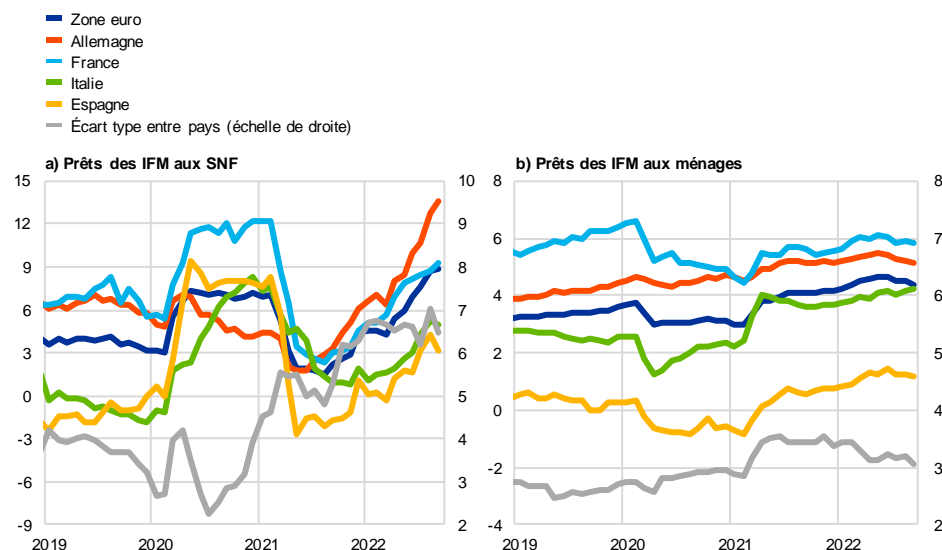
**politique monétaire de la BCE, à mesure que la politique monétaire se normalise.** Les banques ont indiqué que leur accès au financement de détail, à la titrisation et, en particulier, aux titres de créance à moyen et long termes s'est détérioré au troisième trimestre 2022, reflétant le durcissement des conditions sur les marchés financiers pour les banques à mesure que la politique monétaire se normalise. Les banques ont indiqué que les programmes d'achats d'actifs de la BCE ont eu un impact négatif sur leur position de liquidité, leurs conditions de financement de marché et leur rentabilité au cours des six derniers mois, dans le contexte de la fin des achats nets d'actifs. Au cours de cette période, qui a en partie couvert la phase durant laquelle le taux de la facilité de dépôt de la BCE était encore négatif, les banques ont indiqué que le taux de la facilité de dépôt a eu un impact positif, quoique modéré, sur les volumes de prêts, et un impact négatif direct sur la rentabilité des banques. En outre, les banques ont fait état d'un impact positif plus faible des TLTRO III sur leur situation financière et leurs volumes de prêts, ainsi que d'un effet d'assouplissement net plus modéré sur les modalités et conditions des prêts aux entreprises et aux ménages par rapport à la précédente campagne d'enquête.

**Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés robustes en septembre, tandis que l'activité de prêt aux ménages s'est modérée.** Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a augmenté pour s'établir à 8,9 % en septembre, après 8,8 % en août, malgré des flux moins importants qu'au cours des mois précédents (graphique 20, partie a). Le taux de croissance robuste des prêts aux entreprises reflète des besoins de financement importants pour les stocks et les fonds de roulement ainsi que le fait que les SNF se sont détournées du financement par émission de titres de créance, en raison d'une hausse plus prononcée des coûts de financement de marché que des coûts de financement bancaire. Les prêts à court terme ont apporté la contribution la plus importante à la croissance des prêts aux entreprises en raison de la persistance de goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, du coût élevé des consommations intermédiaires et d'une incertitude exceptionnelle, autant de facteurs qui font augmenter les besoins en fonds de roulement des entreprises. Les prêts à long terme ont apporté une faible contribution, ce qui est conforme à un affaiblissement de l'investissement et à une détérioration de la confiance des entreprises. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a diminué, s'établissant à 4,4 % en septembre, après 4,5 % en août (graphique 20, partie b). L'activité de prêt au logement a légèrement diminué, confirmant un tournant dans l'activité de prêt hypothécaire, les banques ayant durci leurs critères d'octroi et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel s'étant détériorées.

## Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage ; écart type)



Source : BCE.

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

#### Le rythme d'accumulation des dépôts à vue s'est modéré en septembre dans un contexte de normalisation de la politique monétaire.

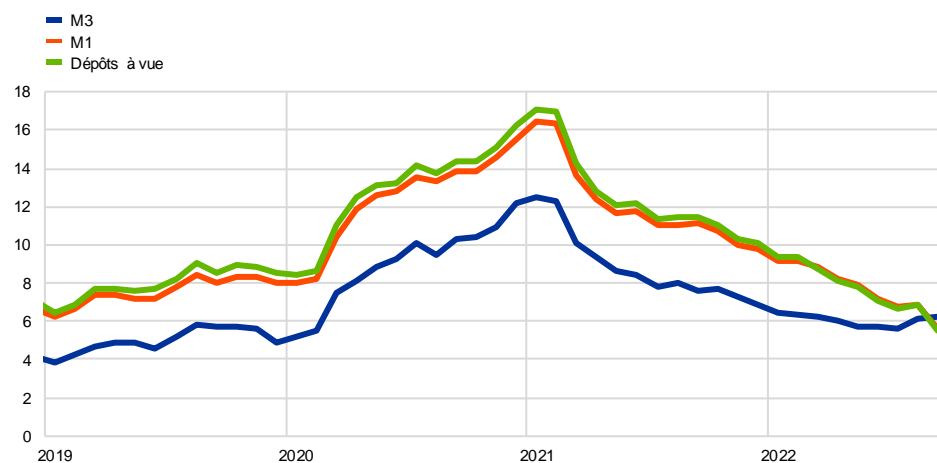
Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a affiché une forte baisse, s'établissant à 5,6 % en septembre, après 6,8 % en août (graphique 21). En outre, cette évolution est surestimée en raison d'un facteur technique ponctuel, sans lequel le taux de croissance annuel pour septembre aurait été plus faible et plus proche de 4,8 %<sup>15</sup>. Cette baisse résulte d'une substitution de grande ampleur des dépôts à vue par des dépôts à terme, reflétant l'amélioration de la rémunération des dépôts à terme pour les entreprises et les ménages par rapport aux dépôts à vue sous l'effet de la hausse des taux directeurs. Les entreprises et les autres institutions financières ont enregistré des sorties au titre des dépôts à vue parallèlement à d'importantes entrées au titre des dépôts à terme. Les ménages, qui ont également montré un intérêt pour les dépôts à terme, ont enregistré les entrées les plus importantes depuis dix ans, mais ils ont néanmoins continué à renforcer leurs avoirs en dépôts à vue. Les entrées totales au titre des dépôts des ménages continuent probablement de refléter des motifs de précaution. Dans le même temps, la croissance des dépôts des entreprises et des ménages a varié d'un pays à l'autre, indiquant des besoins de liquidité et des mesures budgétaires nationales différents.

<sup>15</sup> Les chiffres relatifs à M3 pour septembre 2022 incluent une importante position temporaire de l'Eurosystème vis-à-vis d'une chambre de compensation, qui appartient au secteur des « institutions financières non monétaires à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension ». Tous les agrégats auxquels ces dépôts appartiennent sont gonflés par ce facteur technique ponctuel.

## Graphique 21

### M3, M1 et dépôts à vue

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



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

#### **La croissance annuelle de l'agrégat large (M3) a augmenté en septembre, même si cela a résulté d'un facteur technique ponctuel, sans lequel la croissance de M3 se serait modérée par rapport à août.**

Le taux de croissance annuel de M3 a augmenté pour ressortir à 6,3 % en septembre, après 6,1 % en août et 5,7 % en juillet (graphique 21). Cependant, ce rebond de la croissance annuelle de M3 a résulté du facteur technique ponctuel mentionné dans le paragraphe précédent, qui s'inversera le mois prochain. Sans ce facteur, le taux de croissance annuel de M3 aurait diminué pour s'établir à environ 5,8 % en septembre. S'agissant des composantes, la réorientation vers les dépôts à terme en septembre a entraîné une baisse significative de la contribution des dépôts à vue compris dans l'agrégat étroit M1 à la croissance annuelle de M3. Les dépôts à terme compris dans l'agrégat monétaire large M3, qui ont bénéficié de ces réaménagements de portefeuille, ont apporté une plus grande contribution à la croissance de M3 par rapport au mois précédent. Du côté des contreparties, les concours au secteur privé ont continué d'apporter la plus grande contribution à la croissance annuelle de M3. La contribution annuelle des achats de titres publics réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie a continué de diminuer, reflétant la fin des achats nets d'actifs à partir de juillet 2022. Dans le même temps, les sorties nettes au titre des flux monétaires à destination du reste du monde ont continué de peser sur la croissance de la monnaie au sens large, car les prix élevés de l'énergie ont des répercussions négatives sur le solde commercial de la zone euro.



# Encadrés

## 1 Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les tensions sur les prix qui affectent les échanges de biens et le tourisme de la zone euro

Tobias Schuler, Hannah-Maria Hildenbrand et Martina di Sano

**Cet encadré fournit une évaluation des tendances récentes des échanges de biens et du secteur du tourisme de la zone euro en s'appuyant sur les indices des directeurs d'achat (PMI).** Ces deux secteurs ont été fortement touchés par les retombées économiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19). S'agissant des échanges de biens, notre analyse montre que les goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement ont historiquement précédé les tensions sur les prix à l'importation, en particulier pour les biens intermédiaires. Ces tensions sont en train de s'atténuer lentement à mesure que la demande d'exportations se modère et que les chaînes d'approvisionnement s'ajustent. En ce qui concerne les échanges de services, une forte hausse de la demande extra et intra zone euro de services liés au tourisme (secteur qui représente 19 % des exportations de services et qui a été l'un des plus affectés par la pandémie) au cours de l'été 2022 a entraîné une augmentation des prix dans le secteur du tourisme et des loisirs. La diminution de la demande latente de voyages, la baisse des revenus réels, la hausse de l'incertitude et l'augmentation des prix pourraient commencer à freiner la demande globale de services liés au tourisme en Europe dans les mois à venir <sup>1</sup>.

### Les goulets d'étranglement au niveau de la chaîne d'approvisionnement s'atténuent pour les échanges de biens

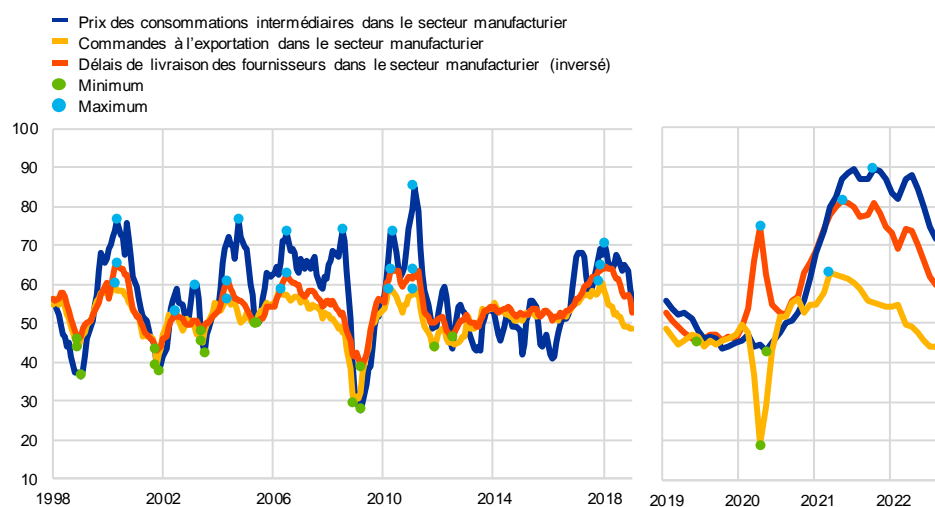
**Les tensions sur les prix des consommations intermédiaires associées aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre semblent s'être atténuées mi-2022, mais demeurent importantes.** Les indices PMI relatifs aux commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier, aux délais de livraison des fournisseurs et aux prix des consommations intermédiaires tendent à être fortement corrélés et signalent régulièrement à l'avance les points de retournement. Les variations des commandes à l'exportation ont historiquement précédé les mouvements des prix des consommations intermédiaires de deux mois avec un coefficient de corrélation de 0,70, tandis que les variations des délais de livraison des fournisseurs présentaient une avance d'un mois sur les prix des consommations intermédiaires,

<sup>1</sup> Même s'il n'est pas simple d'établir une cartographie directe des activités de tourisme dans la balance des paiements, leur part dans les exportations totales de services peut être estimée à 19 % approximativement en 2019. Le tourisme comprend les services de transport de voyageurs et les services liés aux voyages tels que l'hébergement et la restauration, à l'exception des achats de biens et de services réalisés par les travailleurs saisonniers et frontaliers temporaires. Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Impact du confinement lié au COVID-19 sur les échanges de services de voyages](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

avec un coefficient de corrélation de 0,84. Les points de retournement des commandes à l'exportation et des délais de livraison des fournisseurs sont en avance d'un à deux mois en moyenne sur les prix des consommations intermédiaires (graphique A)<sup>2</sup>. À partir de mi-2022, les délais de livraison des fournisseurs ont commencé à se raccourcir, diminuant progressivement à partir de niveaux historiquement élevés, mais demeurant importants. À la suite de cette réduction des délais, les tensions sur les prix des consommations intermédiaires, tels qu'elles ressortent du PMI, ont légèrement diminué.

### Graphique A PMI du secteur manufacturier dans la zone euro

(indice de diffusion et points de retournement)



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

Notes : Les données sont corrigées des variations saisonnières. Les « commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier » incluent des données intra et extra-zone euro. Les « délais de livraison des fournisseurs dans le secteur manufacturier » incluent les livraisons étrangères et domestiques. Il convient de noter que le complément est construit comme un indice de diffusion 100 ; une valeur élevée du complément signifie un resserrement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. « Minimum » correspond au minimum local et « maximum » au maximum local dans le comportement cyclique des séries. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

### La croissance des prix des importations hors zone euro pour les biens intermédiaires se ralentit depuis mi-2022.

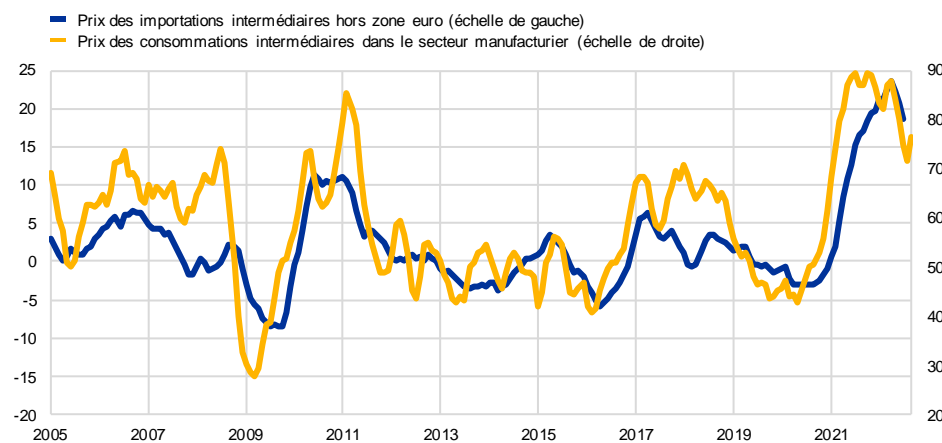
L'indice PMI relatif au prix total des consommations intermédiaires a commencé à diminuer vers fin 2021, tout en restant à un niveau élevé, ce qui suggère que la croissance des prix à l'importation des biens intermédiaires pourrait aussi se ralentir légèrement, étant donné que ces variables tendent à être étroitement liées (graphique B). Ces deux variables présentent un coefficient de corrélation de 0,80, l'indice PMI affichant une avance de deux mois sur les prix des importations intermédiaires. Toutefois, le niveau élevé de l'indice PMI relatif aux prix des consommations intermédiaires pour septembre 2022 et la faiblesse persistante de l'euro suggèrent que les tensions sur les prix dans le secteur manufacturier resteront importantes.

<sup>2</sup> Dans le graphique A, nous avons inversé les nombres déclarés pour les « délais de livraison des fournisseurs dans le secteur manufacturier » afin d'illustrer leur co-mouvement avec les autres séries. Dans ce cas, un nombre plus élevé indique des délais de livraison plus longs. Le graphique contient une fenêtre de zoom pour l'évolution sur la période comprise entre 2019 et 2022, l'encadré étant centré sur les retombées économiques de la pandémie de COVID-19.

## Graphique B

### PMI relatifs aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à l'importation des biens intermédiaires

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



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

Notes : La corrélation est de 0,84 avec deux périodes de retard. Le PMI relatif aux prix des consommations intermédiaires couvre tout, notamment les prix intérieurs et les prix des consommations intermédiaires.

La dernière observation se rapporte à juillet 2022 pour les prix des importations intermédiaires et à septembre 2022 pour les prix des consommations intermédiaires.

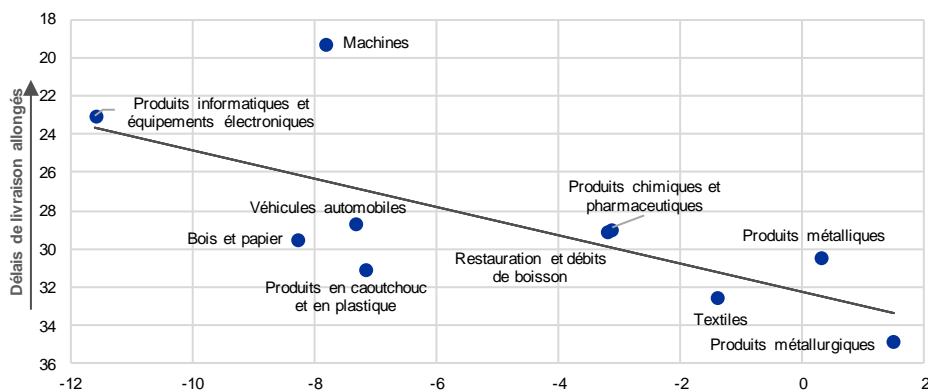
### Les données relatives aux échanges au niveau sectoriel suggèrent qu'un allongement des délais de livraison est associé à des exportations faibles début 2022.

Les secteurs confrontés à un allongement des délais moyens de livraison des fournisseurs au premier trimestre 2022 ont enregistré des diminutions plus importantes des exportations par rapport au même trimestre de l'année précédente (graphique C). Cela est illustré par la pente descendante de la courbe, qui reflète un coefficient de corrélation de 0,70.

## Graphique C

### Croissance des exportations hors zone euro et délais de livraison des fournisseurs par secteur au premier trimestre 2022

(axe des abscisses : variations trimestrielles en pourcentage des exportations, en glissement annuel ; axe des ordonnées : indice de diffusion trimestriel moyen)



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

Notes : R de 0,70. L'indice de diffusion sur l'axe vertical indique des délais de livraison croissants par rapport au mois précédent pour les valeurs inférieures à 50 et des délais de livraison décroissants pour les valeurs supérieures à 50.

**Parmi les secteurs exportateurs les plus affectés par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se trouvent le secteur des produits informatiques et équipements électroniques et le secteur des machines** <sup>3</sup>.

La faiblesse des exportations de véhicules automobiles au premier trimestre 2022 reflète l'allongement des délais de livraison des composants, en particulier dans le sous-secteur des voitures, tandis que les délais de livraison des fournisseurs de produits métallurgiques se sont légèrement raccourcis <sup>4</sup>. Au deuxième trimestre 2022, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se sont légèrement atténués et sont devenus une variable explicative moins significative pour la performance des exportations des secteurs en question. Dans ce contexte d'atténuation des goulets d'étranglement, la croissance trimestrielle des exportations hors zone euro est devenue positive au deuxième trimestre pour le secteur des produits informatiques et électroniques et s'est stabilisée pour le secteur des machines. Les exportations de bois et de papier ont continué de diminuer, tandis que, selon les déclarations, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ne se sont atténués que lentement. L'atténuation très récente des goulets d'étranglement s'est accompagnée d'une baisse de la demande de biens durables, d'une modération de la demande de biens technologiques et d'une amélioration de l'offre de biens échangeables.

**La reprise dans le secteur du tourisme se ralentit dans un contexte de fortes tensions sur les prix**

**S'agissant des services, la forte dynamique observée au printemps et en été dans le secteur du tourisme et des loisirs a commencé à s'affaiblir** <sup>5</sup>.

Les réservations, qui ont été approximées par le PMI relatif aux nouvelles commandes, tendent à précéder d'un à deux mois en moyenne les prix du secteur du tourisme et des loisirs. Les PMI pour les séries de prix sont généralement assez stables dans ce secteur par rapport, par exemple, au secteur manufacturier qui est plus volatil, malgré des fluctuations antérieures liées à la forte incertitude concernant les voyages internationaux (graphique D). Avec la réouverture progressive du secteur du tourisme et des loisirs dans la zone euro après chacune des vagues de la pandémie de COVID-19, les tensions sur les prix des consommations intermédiaires et la reprise exceptionnellement robuste de la demande de services liés au tourisme et aux loisirs ont de plus en plus fait augmenter les prix à la production dans ce secteur <sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021, qui présente une configuration de demande d'exportations qui entraîne un resserrement des goulets d'étranglement dans la phase initiale de la reprise.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

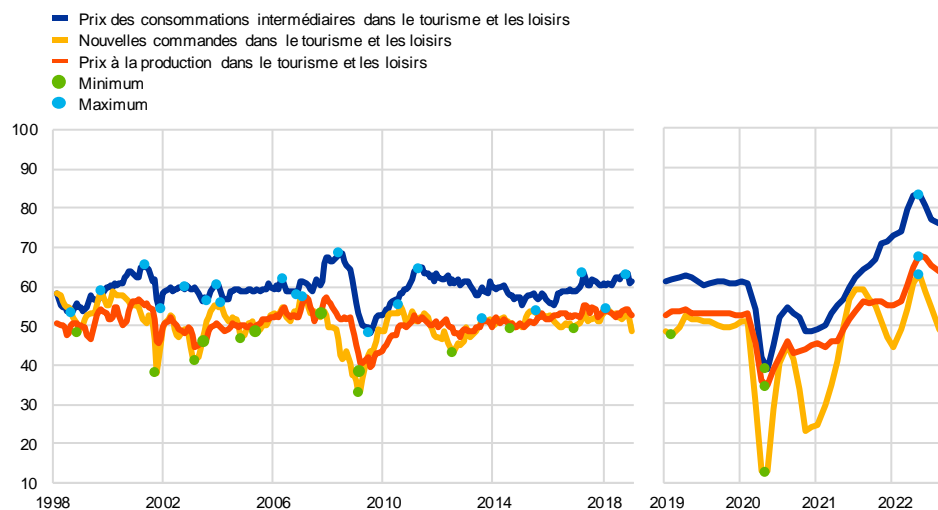
<sup>5</sup> Outre les services liés au tourisme, les PMI relatifs au tourisme et aux loisirs incluent les activités de loisir et donc des activités domestiques.

<sup>6</sup> Les données suggèrent que les marges bénéficiaires dans ce secteur ont également été sous tension.

## Graphique D

### PMI relatif au tourisme et aux loisirs dans l'UE

(moyenne pondérée de l'indice de diffusion et points de retournement)



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

Notes : Les moyennes mobiles pondérées sont corrigées des variations saisonnières. Les indices de diffusion font référence à l'UE et incluent les commandes domestiques et étrangères. « Minimum » correspond au minimum local et « maximum » au maximum local dans le comportement cyclique des séries. Les données sont disponibles uniquement pour l'UE, et non pour la zone euro. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022.

### L'énergie est l'un des facteurs à l'origine des mouvements des prix des consommations intermédiaires dans le secteur du tourisme et des loisirs.

Les prix à l'importation de l'énergie sont fortement corrélés avec les mouvements de l'indice PMI relatif aux prix des consommations intermédiaires. Les prix à l'importation de l'énergie peuvent donc être considérés comme l'un des principaux facteurs à l'origine de l'augmentation des prix des consommations intermédiaires dans le tourisme et les loisirs (graphique E, partie a)<sup>7</sup>. Les évolutions des coûts de main-d'œuvre dans ce secteur sont moins synchronisées avec celles du PMI relatif aux prix des consommations intermédiaires dans le tourisme et les loisirs.

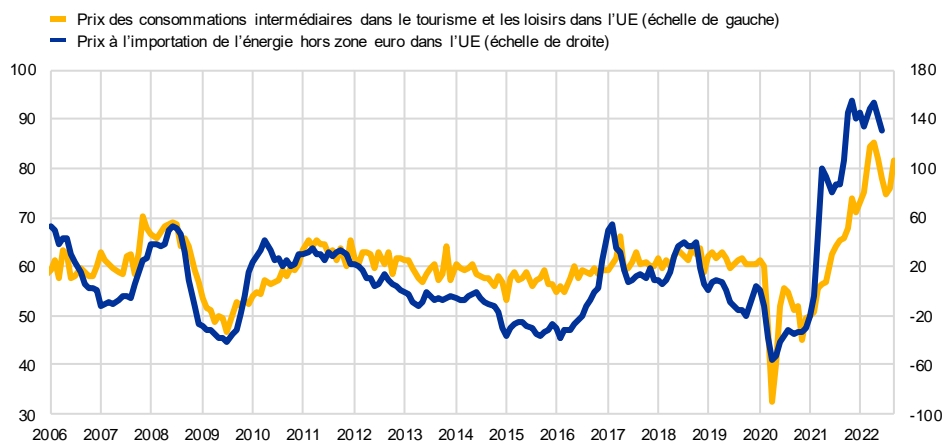
<sup>7</sup> Pour plus de détails sur le contexte méthodologique des indices PMI, cf. l'encadré intitulé « *PMI survey data on producer input and output prices* », *Bulletin mensuel*, BCE, mars 2005.

## Graphique E

Prix ressortant du PMI relatif au tourisme et aux loisirs comparés aux prix de l'énergie et de l'hébergement dans l'UE

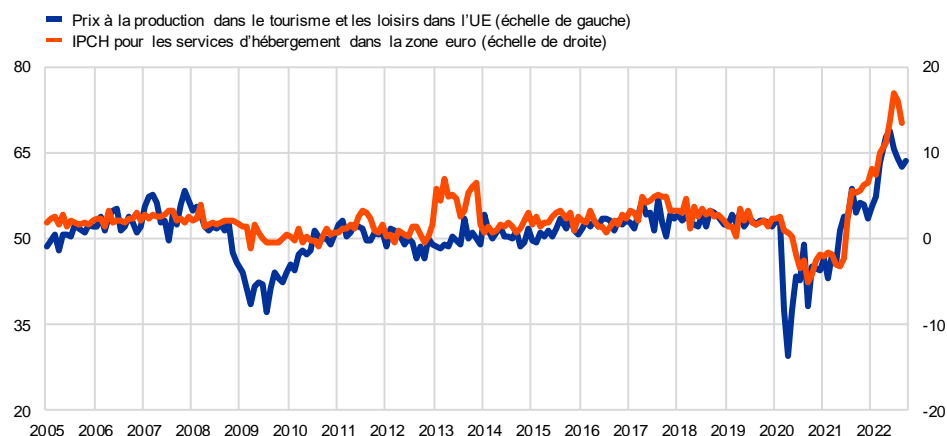
### a) Prix des consommations intermédiaires dans le tourisme et les loisirs et prix à l'importation de l'énergie

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



### b) Prix à la production dans le tourisme et IPCH pour les services d'hébergement

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



Sources : Eurostat pour les prix à l'importation de l'énergie dans l'UE, IPCH pour les services d'hébergement, S&P Global pour les séries des PMI et calculs des services de la BCE.

Notes : Le coefficient de corrélation est de 0,80 dans la partie a) et de 0,70 avec deux mois d'avance dans la partie b). Les données sont corrigées des variations saisonnières. La dernière observation se rapporte à juin 2022 pour les prix à l'importation de l'énergie dans l'UE, à août 2022 en ce qui concerne l'IPCH pour les services d'hébergement et à septembre 2022 pour les prix des consommations intermédiaires dans le tourisme et les loisirs et les prix à la production ressortant du PMI.

**Les prix à la production dans le tourisme et les loisirs ont atteint un pic plus tôt dans l'année, ce qui suggère que la dynamique des prix à la consommation pour les services d'hébergement pourrait commencer à se ralentir, même si elle demeurera robuste.** L'IPCH pour les services d'hébergement tend à être en léger retard sur les augmentations des prix dans le tourisme et les loisirs déclarés par les directeurs d'achat (graphique E, partie b). À l'heure actuelle, ces deux mesures indiquent que les tensions sur les prix pourraient avoir atteint leur pic.

**La diminution de la demande latente de voyages, la baisse des revenus réels, la hausse de l'incertitude et l'augmentation des prix pourraient commencer à freiner la demande de services liés au tourisme et aux loisirs dans les mois à**

**venir.** Tous les indicateurs présentés dans le graphique D ont atteint un maximum local en mai 2022 et diminuent en ligne avec les anticipations d'une baisse de la demande de la part des agences de voyages. La détérioration des perspectives économiques s'est accompagnée d'autres facteurs, tels que la diminution de la demande latente de voyages, la baisse des revenus réels et la hausse de l'incertitude précédemment mentionnés. Dans l'ensemble, cela indique que les tensions sur les prix dans le secteur du tourisme et des loisirs sont élevées, mais qu'elles se stabilisent progressivement.

## 2 Le secteur automobile : expliquer la baisse de la production et la hausse des prix

Roberto A. De Santis, Martina Di Sano, Vanessa Gunnella et Pedro Neves

**Cet encadré analyse les facteurs structurels et conjoncturels à l'origine de la baisse notable de la production automobile dans la zone euro depuis mi-2018 et de la récente hausse marquée des prix des voitures.** La production automobile de la zone euro a chuté de 30,4 % entre juin 2018 et août 2022, 10 % environ étant intervenus avant le début de la pandémie et 20 % depuis. Ce profil d'évolution, qui est commun aux principaux pays de la zone euro, n'a pas été observé pour les autres grands constructeurs automobiles internationaux tels que la Corée du Sud, les États-Unis et le Japon, qui ont enregistré des niveaux de production relativement stables avant 2020 et une reprise plus rapide après la pandémie (graphique A). Cet encadré explique que ce recul de la production automobile et la hausse des prix des voitures peuvent être imputés à une combinaison de facteurs liés aux tests d'émissions plus stricts mis en œuvre dans l'UE en 2018, à la nouvelle réglementation de l'UE relative aux émissions de dioxyde de carbone (CO<sub>2</sub>), à la transition vers des véhicules plus verts, aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, à la hausse des coûts de l'énergie et, plus récemment, à l'incertitude suscitée par la guerre en Ukraine <sup>1</sup>. Les trois derniers facteurs ont affecté plus sévèrement la production automobile de la zone euro que la production étrangère, en raison de la participation relativement plus importante du secteur automobile de la zone euro aux chaînes d'approvisionnement mondiales, de la plus grande dépendance de la zone euro vis-à-vis des approvisionnements en énergie russe et de l'incertitude plus élevée générée par la proximité de la zone euro avec la guerre.

---

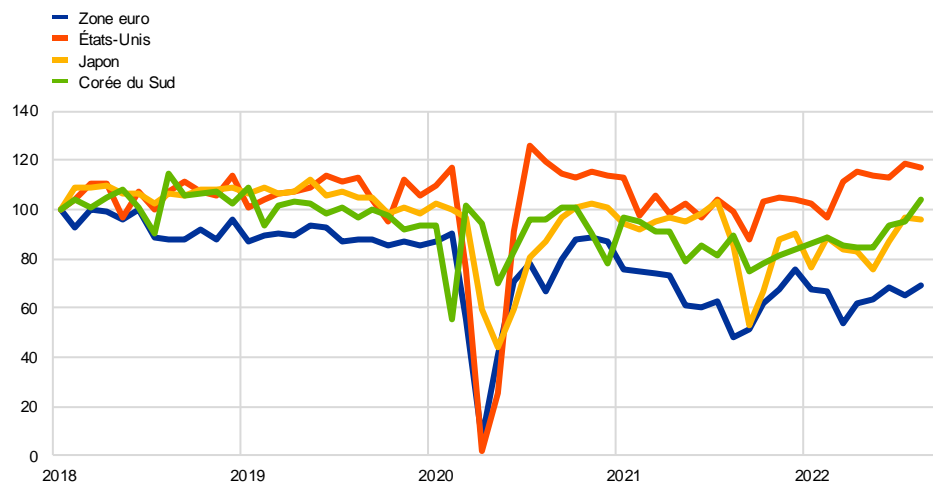
<sup>1</sup> Depuis septembre 2018, toutes les nouvelles voitures doivent être certifiées conformément à la procédure d'essai mondiale harmonisée pour les véhicules légers (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure*). Ce test de laboratoire est utilisé pour mesurer la consommation de carburant et les émissions de CO<sub>2</sub> des voitures particulières ainsi que leurs émissions polluantes. Pour le règlement relatif aux émissions de CO<sub>2</sub>, cf. le [Règlement \(UE\) 2019/631](#) du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2019 établissant des normes de performance en matière d'émissions de CO<sub>2</sub> pour les voitures particulières neuves et pour les véhicules utilitaires légers neuves, et abrogeant les règlements (CE) n° 443/2009 et (UE) n° 510/2011 (JO L 111, 25.04.2019, p. 13)



## Graphique A

### Production industrielle de véhicules automobiles dans différentes économies

(indice : janvier 2018 = 100)



Sources : Eurostat, Système fédéral de réserve, ministère de l'Économie du Japon, et Trade and Industry and Statistics Korea.  
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2022.

**La diminution de l'activité dans le secteur automobile s'est enclenchée mi-2018, sous l'effet d'une baisse de la demande de voitures équipées d'un moteur à combustion.** Les tests d'émissions plus stricts mis en œuvre dans l'UE en 2018 et l'accord sur les objectifs d'émissions de CO<sub>2</sub> conclu par l'UE en décembre 2018 ont créé une incitation en faveur des voitures hybrides et électriques au détriment de celles équipées de moteurs à combustion. Avant la pandémie, les constructeurs automobiles de la zone euro avaient intensifié leurs efforts pour accroître la production et les ventes de voitures hybrides et électriques au niveau local. Toutefois, les prix relativement élevés de ces modèles ont limité la demande et les changements nécessaires dans les usines ont entraîné des déficits de production. Dans le même temps, les anticipations d'un durcissement des réglementations relatives aux émissions des véhicules ont probablement conduit à un report des achats de voitures, les consommateurs privilégiant les modèles hybrides et électriques, ce qui a pesé sur la demande de véhicules à moteur<sup>2</sup>. Un modèle vectoriel autorégressif structurel confirme que le recul de la production automobile entre 2018 et 2019 a principalement résulté d'une baisse de la demande de voitures et de chocs d'offre non liés à l'énergie, comme les coûts de transport et les effets sur l'offre des directives et des réglementations (graphique B, partie a).

#### La production automobile s'est effondrée au début de la pandémie.

Les confinements ont provoqué une chute de la production automobile au deuxième trimestre 2020. La production s'est redressée au second semestre 2020, mais à la fin de cette année-là, elle restait 3,5 % au-dessous des niveaux observés avant la pandémie et inférieure de 10 à 15 % à la production enregistrée avant l'introduction des réglementations de l'UE relatives aux émissions en 2018.

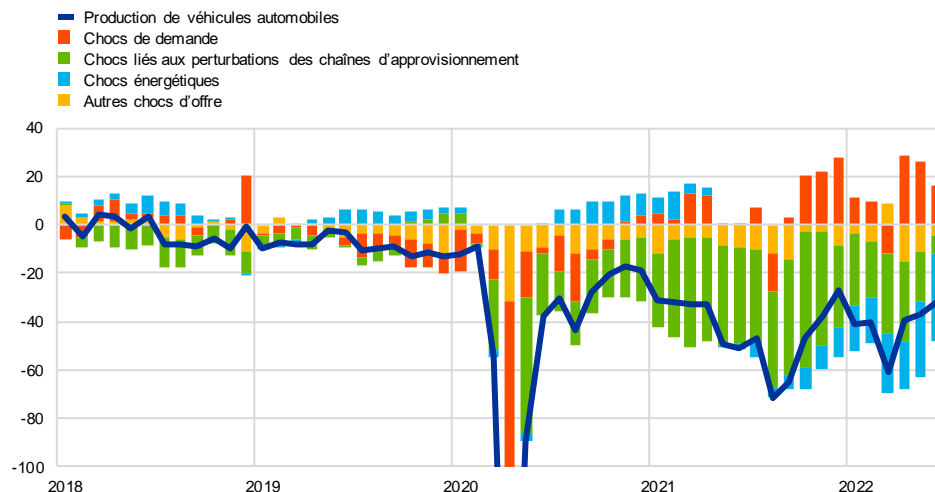
<sup>2</sup> Les immatriculations de voitures particulières ont baissé durant trois trimestres consécutifs à partir du quatrième trimestre 2018, après plus de 2 ans de taux de croissance trimestriels positifs consécutifs.

## Graphique B

### Production automobile et variations des prix des voitures – contribution des chocs

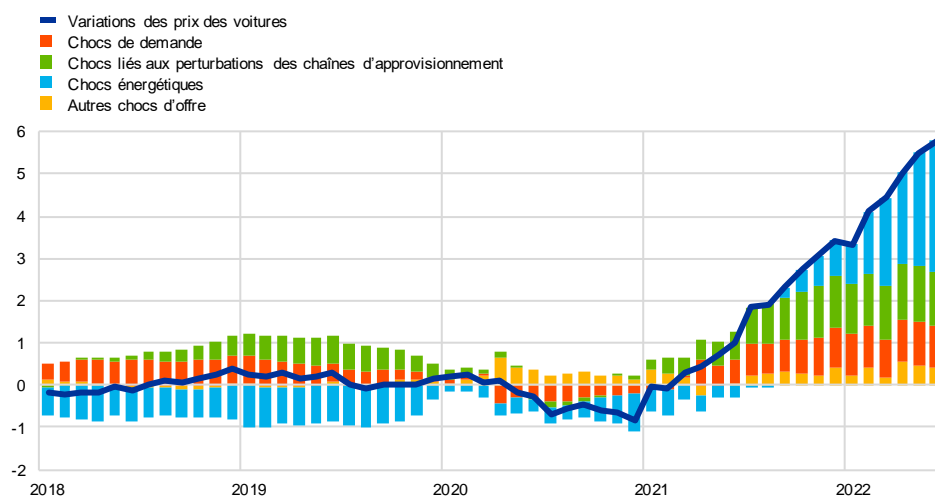
#### a) Production de véhicules automobiles

(écart en pourcentage par rapport à la tendance)



#### b) Prix des voitures

(écart en points de pourcentage en glissement annuel par rapport à la tendance)



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

Notes : Le modèle inclut la production industrielle de véhicules automobiles, les prix des voitures, les délais de livraison des fournisseurs ressortant de l'indice des directeurs d'achat et les prix de l'énergie. Les chocs sont identifiés en utilisant des restrictions de signe et de narratif. Restrictions de signe à l'impact : les chocs de demande affectent les prix des voitures (+), la production automobile (+), et les délais de livraison des fournisseurs ressortant du PMI (-); les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement affectent les prix des voitures (+), la production automobile (-) et les délais de livraison des fournisseurs ressortant du PMI (-); les chocs énergétiques affectent les prix des voitures (+), la production automobile (-) et les prix de l'énergie (+); les autres chocs d'offre affectent les prix des voitures (+) et la production automobile (-). Les restrictions de signe à elles seules ne sont pas suffisantes pour permettre d'identifier les trois chocs d'offre différents. Des restrictions de narratif sont incluses pour obtenir un système orthogonal complet : la contribution la plus importante aux erreurs de prévision pour les délais de livraison des fournisseurs ressortant du PMI en avril 2020 est attribuée aux chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, et les prix de l'énergie en septembre et octobre 2021 sont attribués aux chocs énergétiques. À des fins de visualisation, l'axe des abscisses du graphique de la partie a) ne présente pas intégralement les évolutions en avril 2020. Pour cette période, les chocs de demande ont apporté la contribution la plus importante à la baisse de la production industrielle, compte tenu des confinements rigoureux. Les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement ont également contribué significativement, tandis que les chocs énergétiques ont apporté une contribution négative minime. Les valeurs plus faibles (plus élevées) pour les délais de livraison des fournisseurs ressortant du PMI signifient des délais de livraison plus longs (plus courts). La période d'échantillonnage couvre la période comprise entre janvier 1999 et juin 2022. Les dernières observations se rapportent à juin 2022.

**Depuis début 2021, la production automobile a été touchée par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les chocs énergétiques, qui ont contrebalancé les effets de demande positifs liés à la réouverture de**

**l'économie.** En 2021 et 2022, la production automobile dans la zone euro a été fortement affectée par les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales (graphique B, partie a), en particulier par les pénuries de certains semi-conducteurs et les difficultés logistiques dans le secteur des transports <sup>3</sup>. Les pénuries de matériels et d'équipement se sont situées à des niveaux historiquement élevés en 2021 et 2022 <sup>4</sup>. Une pénurie de puces et d'autres composants nécessaires pour assembler les véhicules neufs a impliqué une réduction de l'offre, expliquant l'essentiel de la chute de la production automobile à partir de mi-2021. Les constructeurs automobiles de la zone euro ont été plus durement touchés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement que leurs concurrents étrangers, en raison de la participation relativement plus élevée du secteur automobile de la zone aux chaînes d'approvisionnement mondiales. De plus, les perturbations de l'offre et les mesures de confinement ont été plus sévères dans la zone euro que dans d'autres régions <sup>5</sup>. Depuis l'été 2021, l'augmentation exceptionnelle des coûts de l'énergie a également contribué à la baisse de la production de véhicules automobiles (graphique B, partie a) <sup>6</sup>. Plus récemment, l'incertitude associée à la guerre en Ukraine a également pesé sur la demande de biens durables tels que les automobiles, comme le montre l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs <sup>7</sup>.

**Les prix des voitures ont fortement augmenté en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des coûts élevés de l'énergie et, dans une moindre mesure, d'une hausse de la demande.** Depuis le second semestre 2021, le nombre de voitures neuves arrivées sur le marché dans les délais prévus a diminué, principalement en raison de la pénurie de puces. Cela a conduit les consommateurs à se tourner vers le marché de l'occasion <sup>8</sup>. Les contraintes d'offre et l'augmentation de la demande des consommateurs liée à la réouverture de l'économie ont entraîné des hausses de prix exceptionnellement importantes sur le segment des voitures neuves comme sur celui des voitures d'occasion depuis mi-2021 <sup>9</sup>. Par la suite, les coûts plus élevés résultant de l'augmentation des prix de

---

<sup>3</sup> Une augmentation exogène de la demande allonge les délais de livraison des fournisseurs. Toutefois, l'augmentation de la demande de voitures hybrides et électriques pourrait impliquer une élasticité encore plus élevée, la production de ces véhicules exigeant un plus grand nombre de semi-conducteurs

<sup>4</sup> Pour une analyse des goulets d'étranglement dans le secteur manufacturier de la zone euro, 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.

<sup>5</sup> Cf. l'encadré intitulé « [L'impact sur les échanges commerciaux des goulets d'étranglement au niveau de l'offre](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

<sup>6</sup> En raison de l'utilisation de pièces à forte intensité énergétique, le secteur automobile se classe à un niveau relativement élevé parmi les secteurs manufacturiers en termes de consommation d'énergie. Pour une analyse de l'intensité et de la dépendance énergétiques du secteur automobile et d'autres compartiments du secteur manufacturier, 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.

<sup>7</sup> Pour une analyse des implications macroéconomiques de l'incertitude engendrée par la guerre en Ukraine, cf. l'encadré intitulé « [L'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur l'activité de la zone euro via le canal de l'incertitude](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

<sup>8</sup> La hausse des prix des véhicules à moteur a atteint 6,9 % en août 2022, tandis que celle des prix des véhicules d'occasion s'est établie à 12,8 %.

<sup>9</sup> Un autre facteur essentiel exerçant des pressions sur les prix des voitures d'occasion est le report des achats de véhicules neufs en vue de la transition vers des véhicules électriques plus écologiques. Même si cela réduit la demande de voitures neuves, l'augmentation sans précédent de la demande globale à la suite de la réouverture de l'économie continue d'exercer une pression à la hausse sur les prix de ces véhicules.

l'énergie se sont également répercutés sur les consommateurs, les hausses des prix des voitures s'accéléralent pour atteindre 8,7 % en août 2022. Sans ces perturbations des chaînes d'approvisionnement et ces chocs énergétiques, les variations des prix des voitures auraient représenté moins de la moitié de celles effectivement enregistrées (graphique B, partie b). La demande agrégée a également contribué à la hausse des prix des voitures, mais dans une moindre mesure.

**Les perturbations de l'offre et les chocs sur les prix de l'énergie ont joué un rôle essentiel pour expliquer les pertes significatives enregistrées ces dernières années par les exportations en volume et les parts de marché à l'exportation de la zone euro.** La baisse de la production automobile de la zone euro se reflète également dans les exportations de la zone euro vers le reste du monde (graphique C), qui représentaient, en juillet 2022, 73 % de leurs niveaux de janvier 2018 <sup>10</sup>. La baisse des exportations a été particulièrement prononcée depuis mi-2021. En volume, la part de marché à l'exportation de la zone euro a fortement diminué en 2021 et 2022, les exportateurs de la zone étant touchés particulièrement durement par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Toutefois, les constructeurs automobiles de la zone euro ont conservé leur part de marché en valeur (graphique D, partie a), suggérant une hausse relativement forte des prix facturés par les exportateurs de la zone, qui serait associée à une réorientation de la production vers des modèles plus coûteux (graphique D, partie b) <sup>11</sup>. Cela s'explique notamment par une modification de la composition au profit des voitures hybrides et électriques, dont la valeur unitaire à l'exportation est supérieure à celle des voitures équipées d'un moteur à combustion <sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Le redressement prononcé des exportations en volume en juin peut s'expliquer presque entièrement par une forte augmentation des exportations de voitures tout terrain (y compris à des fins militaires) de Slovaquie vers l'Ukraine (représentant 78 % du total des exportations de voitures hors zone euro) à la suite de la levée des droits de douane et des taxes sur les importations de voitures en Ukraine.

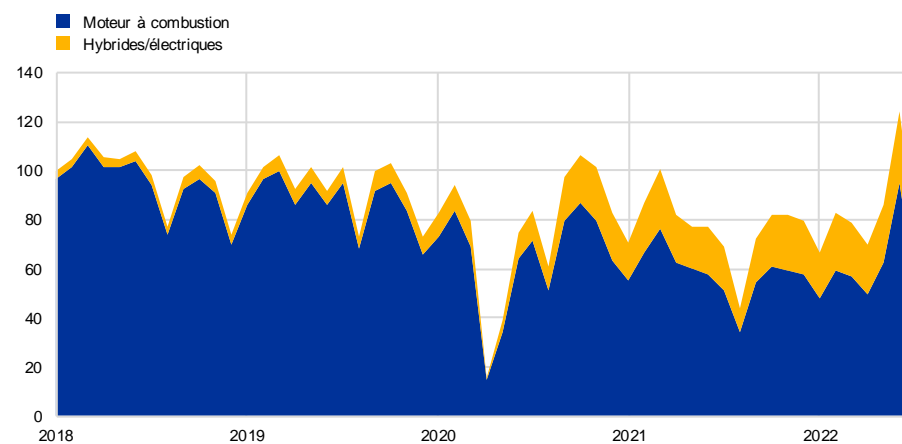
<sup>11</sup> La dépréciation récente de l'euro en termes effectifs et vis-à-vis du dollar américain peut avoir contribué dans une certaine mesure à la hausse des prix à l'exportation exprimés en euros (et, par-là même, à une augmentation des parts de marché à l'exportation) – sous réserve qu'une certaine répercussion du taux de change soit intervenue – pour la part des prix à l'exportation des voitures fixés dans la devise du pays de destination ou en dollar américain, mais pas pour les prix à l'exportation fixés en euros (cf. Chen (N.), Chung (W.) et Novy (D.), « *Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, n° 1, 2022, p. 312-351). En 2021, un peu moins de la moitié des exportations hors UE ont été facturées en euros. En outre, s'agissant des parts de marché à l'exportation en valeur, le montant du dénominateur (c'est-à-dire la valeur des importations de l'ensemble des marchés de destination exprimée en euros) devrait augmenter à mesure que l'euro se déprécie, entraînant une baisse des parts de marché à l'exportation.

<sup>12</sup> Depuis début 2021, la valeur unitaire des voitures hybrides et électriques est supérieure d'environ 70 % à celle des voitures équipées d'un moteur à combustion.

### Graphique C

#### Exportations de voitures hors zone euro

(volumes ; indice : janvier 2018 = 100)



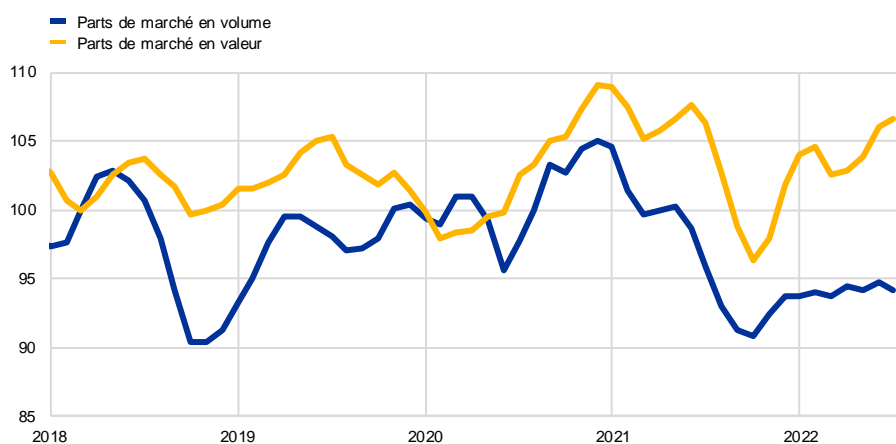
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2022.

## Graphique D

Parts de marché à l'exportation de la zone euro et valeurs unitaires à l'exportation dans le secteur automobile

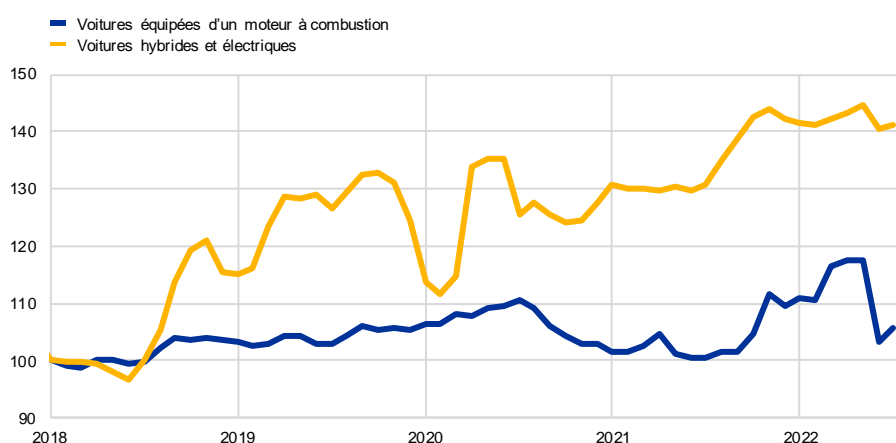
### a) Parts de marché à l'exportation pour l'ensemble des voitures

(indice : T1 2018 = 100 ; moyenne mobile sur trois mois)



### b) Valeurs unitaires à l'exportation

(indice : T1 2018 = 100 ; moyenne mobile sur trois mois)



Sources : Trade Data Monitor et calculs de la BCE.

Notes : Parts de marché à l'exportation des producteurs de la zone euro dans le commerce mondial hors zone euro (données approximées par 83 partenaires). Les valeurs unitaires à l'exportation se rapportent aux exportations de voitures hors zone euro. Les dernières observations se rapportent à juillet 2022.

### Les immatriculations de voitures équipées d'un moteur à combustion ont diminué à mesure que les véhicules verts ont pris de l'importance.

Comme pour la production, s'agissant de la demande, les immatriculations de voitures particulières ont également affiché une tendance négative depuis mi-2018 (graphique E). Cette baisse a été particulièrement forte pour les véhicules équipés d'un moteur à combustion, les immatriculations au deuxième trimestre 2022 ayant été inférieures de 58,4 % à leur niveau de début 2018. Dans le même temps, la demande de véhicules électriques a augmenté à un rythme rapide. Au deuxième trimestre 2022, 42,2 % de l'ensemble des immatriculations de voitures particulières concernaient des véhicules hybrides ou entièrement électriques, contre 5,0 % mi-2018. Cette hausse concerne l'ensemble des pays de la zone euro et elle est particulièrement forte en Finlande, aux Pays-Bas, en Allemagne et en Italie. Si les parts de marché des voitures hybrides et électriques ont explosé après le début de

la pandémie, une hausse notable de la part de ces véhicules avait déjà été observée au troisième trimestre 2018, à la suite de l'introduction de la législation de l'UE sur les émissions, et au quatrième trimestre 2019, avant le début de la pandémie.

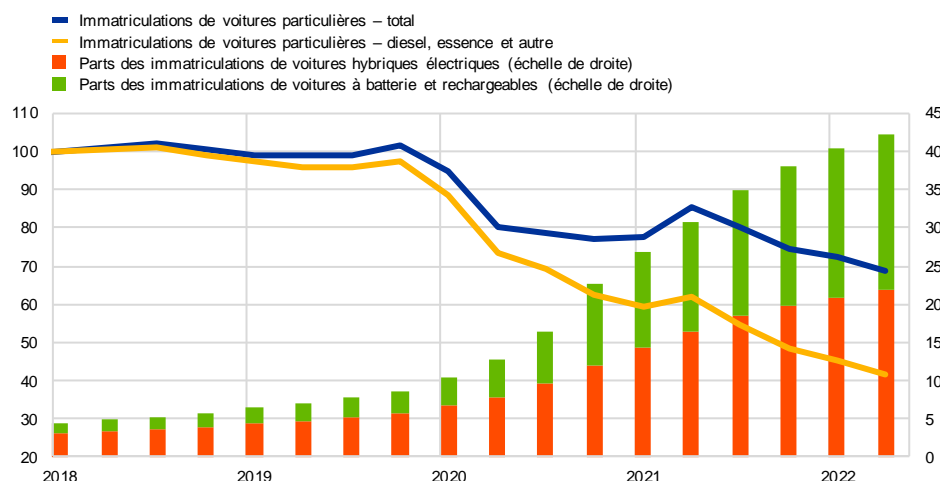
**Pour les exportateurs de la zone euro, la transition verte est essentielle dans leurs efforts pour conserver leur part de marché.** Avec l'accélération de la

production de véhicules hybrides et électriques, les producteurs de la zone euro ont également accru le volume exporté en dehors de la zone, notamment durant la période de reprise après la pandémie (graphique C), et ont facturé des prix plus élevés pour ces voitures que pour celles équipées d'un moteur à combustion (graphique D, partie b) <sup>13</sup>. La forte hausse des exportations de véhicules hybrides et électriques et les gains de parts de marché à l'exportation pour ce type de véhicules ont contribué à amortir une partie des pertes globales de parts de marché à l'exportation enregistrées par la zone euro. En valeur, les parts de marché à l'exportation de la zone euro pour les voitures hybrides et électriques ont fortement augmenté, passant de 27 % environ des parts de marché à l'exportation hors zone euro en janvier 2018 à 45 % en juillet 2022. Toutefois, d'autres concurrents mondiaux pourraient bientôt défier l'avantage technologique relatif de la zone euro dans la production de voitures électriques.

**Graphique E**

**Part des véhicules hybrides et électriques et immatriculations de véhicules par type de carburant**

(échelle de gauche : en pourcentages ; indice : T1 2018 = 100 ; échelle de droite : hausses annualisées en points de pourcentage)



Sources : Association européenne des constructeurs automobiles et calculs des services de la BCE.  
Notes : Les données sont fondées sur une moyenne mobile sur quatre trimestres des données brutes. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2022.

**Une forte augmentation de la production automobile par rapport aux bas niveaux actuels devrait intervenir avec la progression de la transition verte et l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des chocs énergétiques.** Le nouvel équilibre dépendra des préférences des consommateurs, de l'importance des autres moyens de transport et du déplacement en cours de la

<sup>13</sup> Les véhicules électriques et hybrides ont contribué à hauteur de 50 % aux valeurs unitaires à l'exportation depuis début 2022, même s'ils représentent moins de 30 % du volume des exportations de voitures de la zone euro.

production de véhicules vers des lieux situés en dehors de la zone euro, qui reflète probablement des pressions pour entrer dans la concurrence au niveau international. Toutefois, la transition vers un nouvel équilibre ne sera que progressive, dans la mesure où la mobilité verte nécessite encore des investissements importants en infrastructures dans l'UE. Comme les véhicules électriques requièrent moins de pièces, moins de travailleurs pour l'assemblage et davantage d'ingénieurs en logiciels, la demande de main-d'œuvre va progressivement s'orienter vers moins de travailleurs et des compétences différentes. Depuis le troisième trimestre 2021, l'emploi dans l'industrie manufacturière automobile a fortement diminué. Ce phénomène devra faire l'objet d'un suivi attentif afin de déterminer s'il est lié aux facteurs mentionnés, à savoir la réduction successive de la production automobile au cours des dernières années et le processus de production à moindre intensité de main-d'œuvre, ou à des facteurs idiosyncratiques qui s'inverseront au fil du temps.



### 3 Acquis de croissance et croissance intra-trimestrielle du PIB – estimations fondées sur des indicateurs mensuels <sup>1</sup>

Magnus Forsells et Johannes Gareis

**Le taux de croissance annuel moyen du PIB en volume pour une année donnée reflète en partie les évolutions de l'année précédente.** Le taux de croissance annuel du PIB en volume pour une année donnée est déterminé par la dynamique de croissance du PIB en volume non seulement de cette même année, mais également de l'année précédente, ce qui donne lieu à un « acquis de croissance ». L'acquis de croissance montre dans quelle mesure le PIB annuel varierait si l'ensemble des taux de croissance trimestriels de l'année étaient égaux à zéro. La dynamique de croissance de l'année en question peut alors être calculée simplement comme la différence entre le taux de croissance annuel et l'acquis de croissance. L'acquis de croissance est une métrique utile, car il donne une indication précoce de la croissance sur l'ensemble de l'année en cours <sup>2</sup>.

**De la même manière, le taux de croissance trimestriel du PIB en volume peut s'expliquer en partie par les évolutions du trimestre précédent.** Cela est particulièrement utile dans le contexte actuel, marqué par des fluctuations prononcées et soudaines des évolutions économiques, liées dans une large mesure à la guerre actuelle en Ukraine et aux conséquences de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Cet encadré présente des estimations des acquis de croissance et des taux de croissance intra-trimestriels au cours des trimestres récents ainsi que les contributions respectives des principaux secteurs économiques. Plus spécifiquement, une mesure du PIB en volume mensuel est estimée pour la période comprise entre janvier et septembre 2022 par interpolation du PIB en volume trimestriel effectif en observations mensuelles, à l'aide de variables d'indicateurs mensuels <sup>3</sup>. La valeur retenue pour ces indicateurs mensuels est la dernière observation disponible, maintenue ensuite à un niveau inchangé jusqu'à la fin du troisième trimestre. Cette approche permet d'estimer l'acquis de croissance au troisième trimestre et également d'évaluer la dynamique de croissance à l'intérieur du trimestre sur la base des dernières valeurs d'indicateurs disponibles au troisième trimestre. Enfin, une approche sectorielle est adoptée afin de mesurer le PIB

<sup>1</sup> Cet encadré inclut des données publiées après la date d'arrêt des données pour le corps du texte (26 octobre 2022).

<sup>2</sup> Pour une explication plus détaillée de l'acquis de croissance annuelle résultant des évolutions trimestrielles, cf., par exemple, l'encadré intitulé « [The carry-over effect on annual average real GDP growth](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, mars 2010.

<sup>3</sup> La méthode d'interpolation utilisée est une variante de la méthode décrite dans Chow (G.C.) et Lin (A.), « *Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 53, n° 4, novembre 1971, p. 372-375. Plus spécifiquement, le modèle traite le PIB mensuel comme une composante non observée dans un modèle espace-état et utilise l'équation d'observation afin que le PIB trimestriel soit égal à la somme du PIB mensuel à l'intérieur d'un trimestre donné. L'équation de régression qui relie le PIB mensuel aux variables d'indicateurs mensuels est exprimée en logarithmes, et le résidu de la régression est supposé suivre une marche aléatoire. Pour un modèle apparenté concernant la zone euro, cf. « [The monthly development of aggregate output in the euro area](#) », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mai 2020.

mensuel en utilisant la production industrielle, la production dans la construction et un indicateur relatif à la production dans les services <sup>4</sup>.

**Au troisième trimestre 2022, les données mensuelles indiquent un acquis de croissance plus faible, mais positif, résultant du trimestre précédent, tandis que la dynamique à l'intérieur du trimestre devrait être devenue négative.**

Les barres du graphique A montrent le profil du PIB en volume mensuel estimé pour la période allant de janvier à septembre 2022. Les lignes horizontales jaunes représentent les niveaux effectifs du PIB trimestriel pour les trois trimestres présentés dans le graphique. Par conséquent, la différence entre la deuxième et la première ligne du graphique correspond au taux de croissance trimestriel effectif du PIB en volume au deuxième trimestre 2022 (0,8 %). La différence entre le niveau estimé du PIB en volume en mars 2022 (dernier mois du premier trimestre) et la moyenne sur le premier trimestre correspond à l'acquis de croissance estimé au deuxième trimestre (0,4 %). C'est ce qu'aurait été la croissance au deuxième trimestre si le niveau de PIB avait été inchangé de mars jusqu'à la fin du deuxième trimestre. Cela implique que la différence entre la moyenne du deuxième trimestre et le niveau en mars est équivalente à la dynamique de croissance estimée à l'intérieur du deuxième trimestre (0,4 %). Pour le troisième trimestre 2022, lorsque le PIB a augmenté de 0,2 % d'après l'estimation rapide préliminaire, on peut appliquer la même décomposition de la croissance. Même si l'acquis de croissance au troisième trimestre reste positif à 0,3 %, la dynamique de croissance intra-trimestrielle au troisième trimestre est devenue négative, ressortant à - 0,1 % selon les estimations <sup>5</sup>.

---

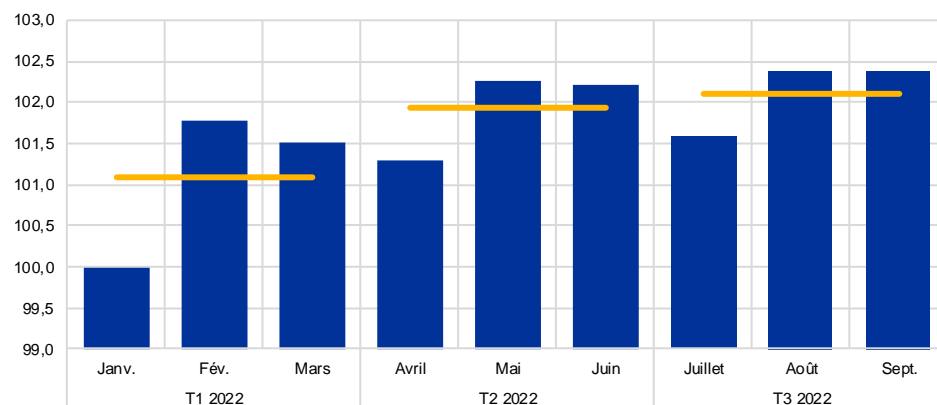
<sup>4</sup> L'indicateur relatif à la production dans les services fait référence à la production de services dans l'économie marchande. Cet indicateur inclut les activités de service qui ont été le plus affectées par la pandémie, telles que l'hébergement et la restauration, mais exclut le commerce ainsi que les services financiers et d'assurance. En outre, il est disponible seulement à compter de janvier 2015. Pour les besoins de cette analyse, il est estimé, en remontant à 2006, à l'aide des données historiques disponibles concernant la production de services.

<sup>5</sup> Il convient de noter que les variables d'entrée mensuelles sont par essence volatiles et susceptibles de faire l'objet de révisions, ce qui signifie que les résultats présentés dans cet encadré risquent d'avoir changé dans les publications ultérieures.

## Graphique A

Niveaux du PIB en volume trimestriel et du PIB en volume mensuel estimé pour la zone euro

(indice : janvier 2022 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre le profil du PIB en volume mensuel estimé pour la période allant de janvier à septembre 2022, sur la base d'une interpolation du PIB trimestriel effectif avec comme variables explicatives la production industrielle mensuelle, la production mensuelle dans la construction et la production mensuelle dans les services. La valeur retenue pour les indicateurs mensuels jusqu'au troisième trimestre est la dernière observation disponible, maintenue ensuite à un niveau inchangé jusqu'en septembre. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2022 pour le PIB trimestriel, à août 2022 pour la production industrielle et pour la production dans la construction, et à juin 2022 pour la production dans les services (avec des estimations pour juillet et août sur la base des données nationales disponibles).

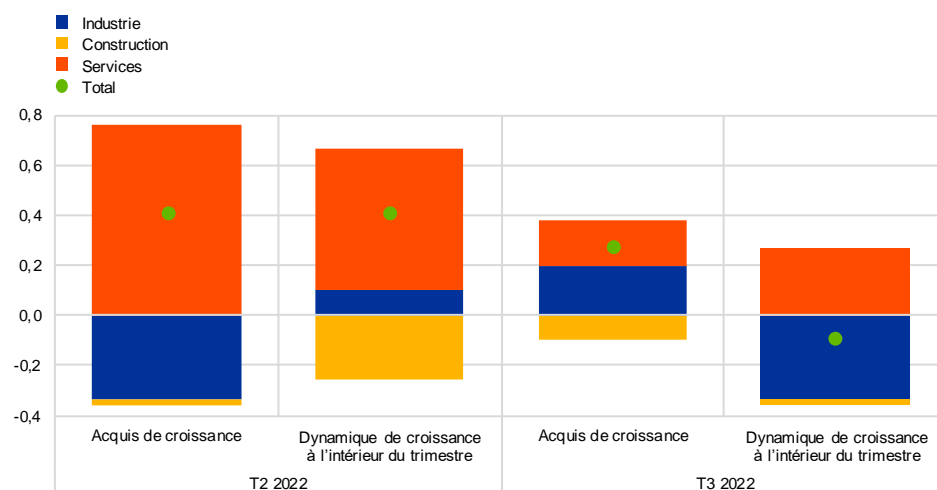
### **Une ventilation sectorielle de la croissance suggère que le ralentissement au troisième trimestre reflète un acquis de croissance moins important et une croissance intra-trimestrielle hétérogène dans les services et dans l'industrie.**

La méthode décrite précédemment permet une analyse sectorielle de la dynamique de croissance au cours des trimestres récents. Si l'industrie a été plus affectée par l'impact de la guerre et par les pénuries d'intrants, le secteur des services a bénéficié de la réouverture des services nécessitant de nombreux contacts à l'issue de la pandémie. En effet, les résultats montrent que l'acquis de croissance au deuxième trimestre et la dynamique de croissance à l'intérieur du deuxième trimestre ont tous deux largement résulté du secteur des services (graphique B). Au troisième trimestre, cependant, l'élan de croissance impulsé par le secteur des services devrait s'affaiblir. C'est ce que reflète non seulement la moindre contribution du secteur des services à l'acquis de croissance au troisième trimestre, mais également la contribution plus faible à la croissance à l'intérieur du troisième trimestre. De plus, l'activité industrielle devrait peser sur la croissance à l'intérieur du troisième trimestre, reflétant une détérioration de la production industrielle en moyenne sur les deux premiers mois du troisième trimestre.

## Graphique B

### Contributions sectorielles estimées à l'acquis de croissance et à la dynamique de croissance intra-trimestrielle au deuxième et au troisième trimestre 2022

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les contributions sectorielles tirées de modèles à l'acquis de croissance et à la dynamique de croissance à l'intérieur du trimestre pour la croissance trimestrielle du PIB en volume. Pour plus d'informations sur les estimations du PIB mensuel, cf. les notes du graphique A.

**Pour conclure, les indicateurs mensuels laissent penser que la dynamique de la production industrielle est restée faible au troisième trimestre, tandis que la croissance s'est ralentie dans le secteur des services.** Si, selon les estimations, la production devrait avoir stagné vers la fin du deuxième trimestre, elle a en revanche diminué au début du troisième trimestre. La détérioration de la dynamique à court terme a été généralisée dans l'ensemble des secteurs, le secteur de l'industrie et celui des services contribuant tous deux au ralentissement de la dynamique intra-trimestrielle au troisième trimestre. C'est ce que confirment la plupart des prévisions, y compris les « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2022](#) », qui prévoient effectivement un ralentissement de l'activité économique au second semestre de l'année.

## L'impact de la récente hausse de l'inflation sur les ménages à faibles revenus

Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel et Chiara Osbat

**La récente hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro a des effets significativement différents pour les ménages à faibles revenus et pour ceux à revenus élevés.** Cet encadré examine de quelle manière les récents niveaux d'inflation élevés affectent différemment les ménages à faibles revenus et les ménages à revenus élevés dans deux domaines principaux : leur taux d'inflation effectif, du fait de profils de dépense différents, et leur capacité d'amortissement des augmentations du coût de la vie par l'épargne ou l'emprunt. L'écart entre le taux d'inflation effectif des ménages situés dans le quintile de revenus inférieur et celui des ménages du quintile supérieur, calculé à l'aide de données sur les profils de consommation des ménages, se situe à son niveau le plus haut depuis 2006. De plus, les ménages à faibles revenus consomment une part plus élevée de leurs revenus, épargnent moins et subissent davantage de contraintes de liquidité que les ménages bénéficiant de revenus élevés ; ils disposent par conséquent d'une marge moins importante pour amortir de fortes hausses du coût de la vie via l'épargne.

**Les paniers de consommation varient selon les groupes de revenus, les ménages à faibles revenus consacrant une part proportionnellement plus importante de leurs dépenses aux produits essentiels.** Par rapport aux ménages à revenus élevés, les ménages à faibles revenus de la zone euro consacrent une part plus importante de leurs dépenses totales de consommation à l'alimentation, à l'électricité, au gaz et au chauffage<sup>1</sup>, et une part moins importante aux transports<sup>1</sup>, aux loisirs, à la restauration hors du domicile et aux biens d'équipement ménagers (graphique A). Les paniers de consommation spécifiques selon le revenu utilisés dans l'enquête sur le budget des ménages d'Eurostat (*Eurostat Household Budget Survey*, HBS) permettent de calculer des taux d'inflation effectifs par quintile de revenus. Les « coûts des logements occupés par leur propriétaire » n'étant pas pris en compte dans l'IPCH, dans le présent encadré, ces coûts, comme ceux des loyers, sont exclus des calculs des taux d'inflation effectifs par quintile afin d'éviter

---

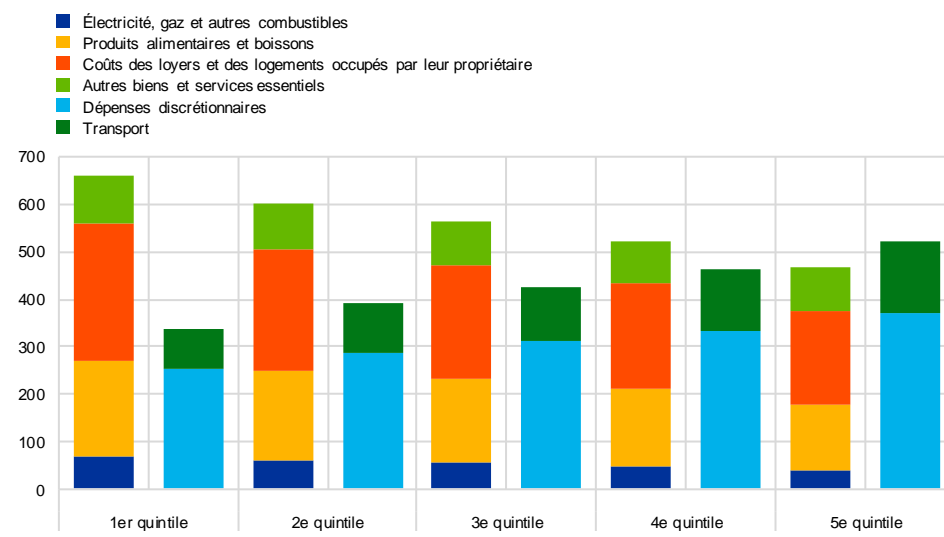
<sup>1</sup> Dans le graphique A, les « transports » incluent les dépenses relatives aux véhicules à moteur, aux carburants destinés aux transports (essence et diesel) et aux services de transport (comme les vols intérieurs et internationaux et les trajets en train). Ce poste recouvre donc des dépenses essentielles, telles que les dépenses liées aux trajets réguliers entre le domicile et le lieu de travail, ainsi que les dépenses discrétionnaires, telles que les vols de loisirs.

les distorsions dues aux effets de composition lorsque l'on mesure le coût du logement pour les différentes classes de revenus <sup>2</sup>.

## Graphique A

### Paniers de consommation de la zone euro pour 2015 par quintile de revenus

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



Sources : Enquête sur le budget des ménages d'Eurostat, ISTAT et calculs de la BCE.

Notes : Les « autres biens et services essentiels » incluent les dépenses de santé, de communication, d'éducation, de distribution d'eau et de services liés au logement. Les « dépenses discrétionnaires » recouvrent l'habillement et la chaussure, l'ameublement, l'équipement des ménages et l'entretien courant du foyer, les loisirs et la culture, l'hôtellerie-restauration, les biens et services divers et l'entretien et la réparation du logement. Les barres sont classées par quintile de revenu, le quintile inférieur figurant à gauche.

### La différence entre le taux d'inflation effectif du quintile de revenus inférieur et celui du quintile de revenus supérieur atteint actuellement son niveau le plus haut depuis 2006.

Entre 2011 et novembre 2021, l'écart est globalement resté faible, fluctuant entre – 0,25 et 0,25 point de pourcentage, ce qui reflète également l'environnement de faible inflation. Il s'est toutefois fortement accru, passant de 0,1 point de pourcentage en septembre 2021 à 1,9 point de pourcentage en septembre 2022 (graphique B) <sup>3</sup>. Cet écart d'inflation entre ménages aisés et

<sup>2</sup> Pour calculer les taux d'inflation par quintile de revenus, les pondérations brutes déclarées dans l'enquête HBS ne sont pas utilisées directement, mais corrigées en ligne avec la méthodologie de l'IPCH. L'IPCH n'incluant pas les logements occupés par leur propriétaire, la composante « coûts des loyers et des logements occupés par leur propriétaire » de l'enquête HBS est exclue. De plus, les pondérations sont corrigées de la façon suivante : pour la pondération par quintile d'une rubrique donnée du niveau à deux chiffres de la classification des fonctions de consommation des ménages (*classification of individual consumption by purpose*, COICOP), la différence entre la pondération par rubrique utilisée pour le calcul de l'IPCH et la pondération par rubrique agrégée de l'enquête HBS est ajoutée sur une base annuelle. En outre, pour la rubrique « logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles », on n'utilise pas une série COICOP à deux chiffres, mais une série à trois chiffres (hors loyers et logements occupés par leur propriétaire). Pour des informations sur l'exclusion de l'IPCH des logements occupés par leur propriétaire, cf. Axe de travail sur la mesure de l'inflation, « *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review* », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2021.

<sup>3</sup> Comme indiqué plus haut, les pondérations des dépenses déclarées dans l'enquête HBS incluent les dépenses au titre des logements occupés par leur propriétaire (outre les loyers), qui diffèrent de façon significative d'un groupe de revenus à l'autre. L'IPCH n'incluant pas les logements occupés par leur propriétaire, la méthode utilisée ici pour calculer les taux d'inflation selon les revenus exclut la rubrique « loyers et logements occupés par leur propriétaire » des paniers de consommation spécifiques à chaque quintile. Si l'on utilise plutôt les pondérations « brutes » déclarées dans l'enquête HBS et que l'on ne prend pas en compte les modifications des pondérations de l'IPCH au fil du temps, cet écart s'établit pour septembre 2022 à 2,3 points de pourcentage (contre 1,8 point de pourcentage lorsque les coûts liés au logement sont inclus).

ménages modestes résulte essentiellement des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Si l'on décompose l'écart d'inflation, les prix de la composante « électricité, gaz et autres combustibles » et, de plus en plus, des produits alimentaires, constituent les principaux moteurs de l'accélération de l'inflation à laquelle sont confrontés les ménages à faibles revenus. Toutefois, le renchérissement de l'énergie intégré dans la hausse des prix des transports (qui incluent l'essence et le diesel, mais aussi les vols touristiques) atténue cet écart (graphique C). De plus, les ménages aisés ont tendance à consommer un panel de produits plus onéreux au sein de la même catégorie de biens (par exemple, des produits de marque plutôt que des marques distributeur, moins chères). Ces différences en matière de comportement d'achat soulignent également que les ménages à revenus élevés disposent d'une autre possibilité pour réduire leurs dépenses, en remplaçant les produits onéreux par d'autres, meilleur marché, tandis que les ménages à faibles revenus ont déjà tendance à acheter des produits moins chers et sont donc moins à même d'amortir l'impact de l'inflation en substituant des produits à d'autres. Les calculs réalisés pour le graphique B ne prennent cependant pas en compte ces substitutions.

### Graphique B

Écart d'inflation entre le quintile de revenus inférieur et le quintile de revenus supérieur pour les ménages de la zone euro

(pourcentages)



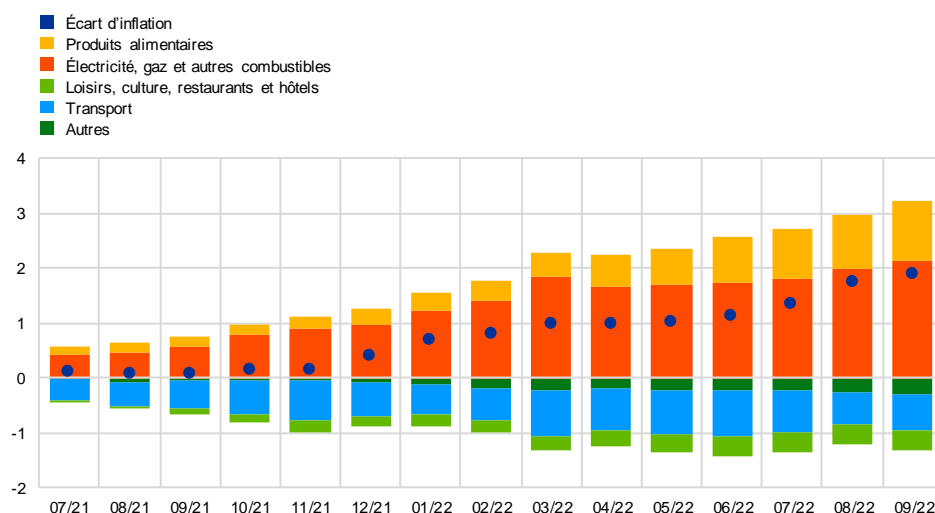
Sources : Enquête sur le budget des ménages d'Eurostat, ISTAT et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique B présente la différence entre le taux d'inflation effectif pour les ménages à faibles revenus (premier quintile) et le taux d'inflation effectif pour les ménages à revenus élevés (cinquième quintile). Les taux d'inflation pour chaque quintile sont calculés sur la base des paniers de consommation spécifiques à chaque quintile (graphique A) en excluant les dépenses relatives aux « coûts des loyers et des logements occupés par leur propriétaire ». Les pondérations fondées sur l'enquête sur le budget des ménages sont mises à jour chaque année, en ligne avec les mises à jour des pondérations officielles de l'IPCH.

## Graphique C

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

(pourcentages)



Sources : Enquête sur le budget des ménages d'Eurostat, ISTAT et calculs de la BCE.

Notes : Les contributions des composantes individuelles sont calculées comme le taux d'inflation au niveau de la composante multiplié par la différence de pondération de la composante dans les paniers de consommation spécifiques aux différents quintiles. Les taux d'inflation par quintile sont calculés en excluant les dépenses relatives aux « coûts des loyers et des logements occupés par leur propriétaire ». Les pondérations fondées sur l'enquête HBS sont mises à jour chaque année en ligne avec les mises à jour des pondérations officielles de l'IPCH.

**Les ménages à faibles revenus disposent aussi d'une marge de manœuvre moins importante pour amortir de fortes hausses du coût de la vie via leur épargne.** Ils ont tendance à consommer une part plus élevée de leurs revenus, à épargner moins et à subir des contraintes de liquidité plus fréquemment que les ménages à revenus élevés. Les données tirées du millésime 2017 de l'enquête sur les finances et la consommation des ménages (enquête HFCS) indiquent que la valeur médiane la plus faible pour les actifs financiers liquides correspond aux ménages situés en bas de la distribution des revenus, tandis que la valeur médiane la plus élevée correspond aux ménages appartenant aux centiles de revenus supérieurs (graphique D, partie a). Cela signifie que les ménages à faibles revenus ont une moindre capacité à absorber les fortes hausses du coût de la vie résultant de l'inflation. De plus, le taux d'épargne médian exprimé en pourcentage du revenu disponible des ménages augmente dans les quintiles de revenus supérieurs. Les ménages à faibles revenus désépargnent, le taux d'épargne médian s'élevant à - 6,4 % pour le quintile de revenus inférieur, tandis que les ménages du quintile supérieur épargnent à hauteur de 39,3 % (graphique D, partie b).

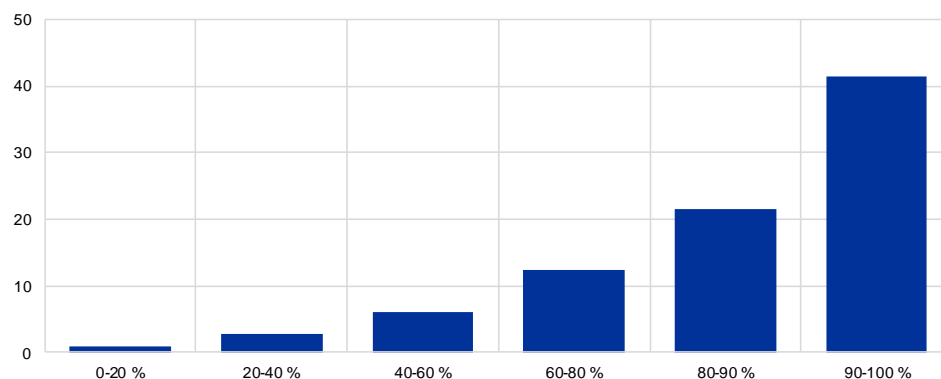


## Graphique D

### Actifs financiers liquides et taux d'épargne des ménages dans la zone euro

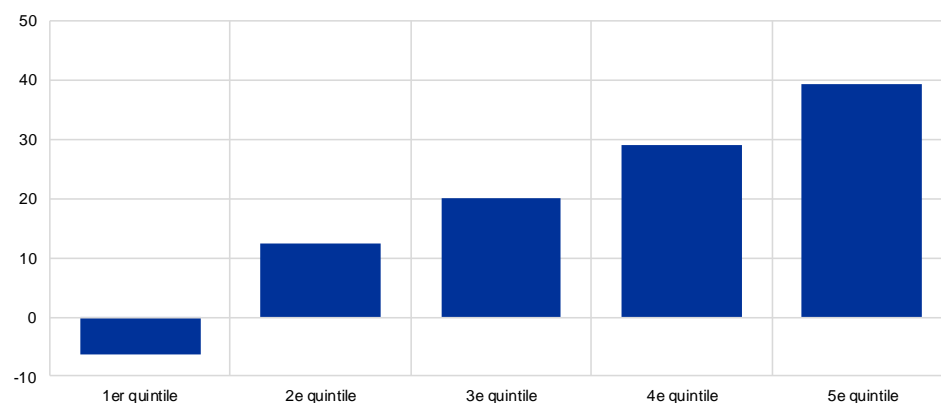
#### a) Actifs financiers liquides

(axe des abscisses : centiles de revenus, axe des ordonnées : valeur médiane des actifs financiers liquides en milliers d'EUR)



#### b) Taux d'épargne

(axe des abscisses : quintiles de revenus ; axe des ordonnées : taux d'épargne en pourcentage du revenu disponible)



Sources : Enquête sur les finances et la consommation des ménages (millésime 2017) et données expérimentales d'Eurostat pour 2015.

Notes : Les actifs financiers liquides incluent les dépôts, les fonds communs de placement, les obligations, la valeur des entreprises privées (à l'exclusion des travailleurs indépendants), les actions cotées en bourse et les comptes gérés. Les médianes sont conditionnelles et calculées pour les ménages de la zone euro qui détiennent des actifs financiers liquides sous quelque forme que ce soit (partie a). Les taux d'épargne médians sont calculés en pourcentage du revenu disponible (partie b).

**L'impact plus prononcé des contraintes de liquidité sur les ménages les plus modestes se reflète dans la hausse du nombre de ménages prévoyant de payer leurs factures d'électricité ou de gaz avec retard.** Les données tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) indiquent que, pour une même hausse des dépenses liées à l'énergie, la réduction de l'épargne des ménages appartenant au quintile de revenus inférieur représente plus de cinq à six fois celle des ménages du quintile supérieur<sup>4</sup>. À cet égard, l'enquête CES fournit une information importante : depuis avril 2020, la proportion de consommateurs prévoyant de payer ces factures avec retard a davantage augmenté pour les ménages à faibles revenus que pour les ménages à revenus élevés (graphique E). Cela pourrait indiquer que la stabilité financière des ménages à faibles revenus est

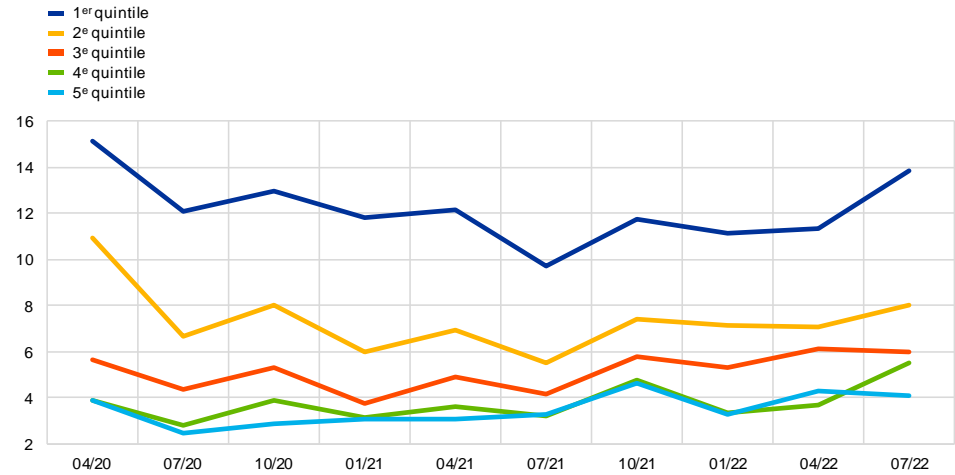
<sup>4</sup> Cf. l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

encore davantage menacée, étant donné les tensions inflationnistes qui s'exercent sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires.

### Graphique E

#### Proportion de consommateurs prévoyant de payer leurs charges avec retard

(en pourcentage des participants)



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

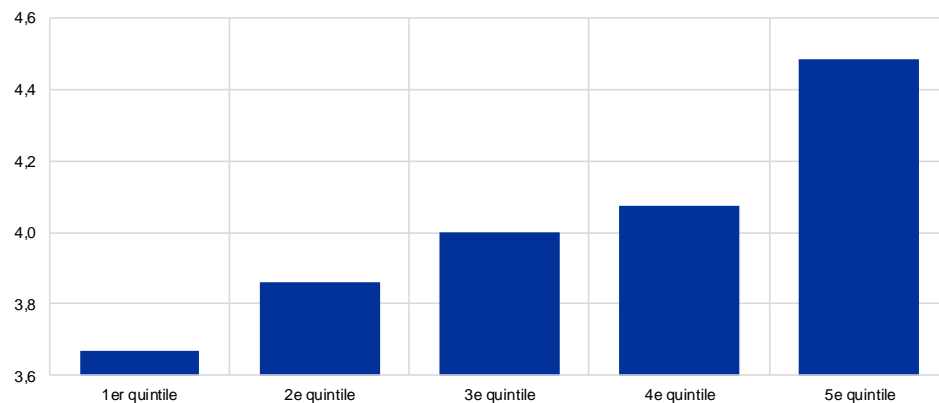
Notes : Le graphique E présente la proportion de participants à l'enquête CES qui prévoient de payer leurs charges avec retard au cours des trois mois suivant la date de l'enquête concernée (entre avril 2020 et juillet 2022) pour les cinq quintiles de revenus.

**Par rapport aux ménages à revenus élevés, les ménages à faibles revenus perçoivent les mesures récemment prises par les gouvernements en vue d'atténuer l'impact du renchérissement de l'énergie comme étant moins suffisantes.** L'enquête CES a demandé aux participants dans quelle mesure ils percevaient ces dispositions comme suffisantes pour maintenir leur niveau habituel de dépenses essentielles en biens et services. Le score moyen de l'évaluation du caractère suffisant de l'intervention des gouvernements est ressorti à son niveau le plus bas pour le quintile de revenus inférieur et à son niveau le plus haut pour le quintile supérieur (graphique F). Cela peut indiquer qu'il existe une marge d'amélioration en matière d'efficacité du ciblage des mesures gouvernementales en direction des ménages à faibles revenus.

## Graphique F

### Perception du caractère suffisant de l'intervention des gouvernements pour lutter contre la hausse des prix de l'énergie

(perception du caractère suffisant de l'intervention sur une échelle de 0 à 10)



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

Notes : Le graphique F présente le score moyen de l'évaluation du caractère suffisant de l'intervention des gouvernements pour les cinq quintiles de revenus. La question a été formulée de la façon suivante : « De nombreux gouvernements prennent actuellement des mesures pour atténuer la charge que représente la hausse des prix de l'énergie pour les ménages. Dans quelle mesure pensez-vous que les dispositions mises en œuvre dans votre pays seront suffisantes pour maintenir le niveau habituel de dépenses en biens et services de votre ménage ? » La question a été posée en octobre 2022.

Échelle : 0 = complètement insuffisantes, 10 = totalement suffisantes.

### **Le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires exerce d'importants effets redistributifs sur les ménages à revenus faibles et élevés.**

Les ménages à faibles revenus sont plus vulnérables à ces évolutions de prix, car ils consacrent une proportion plus forte de leurs dépenses de consommation totales à des produits essentiels tels que les produits alimentaires, l'électricité, le gaz et le chauffage, ont tendance à moins épargner et sont davantage soumis à des contraintes de liquidité. Les gouvernements de la zone euro ont pris des mesures pour amortir l'impact de la récente accélération de l'inflation sur les ménages, mais jusqu'à présent, l'ensemble des groupes de revenus perçoivent ces mesures comme insuffisantes, en particulier les ménages à faibles revenus. Ce résultat montre qu'il existe une marge d'amélioration dans la façon dont les mesures de soutien ciblent les ménages à faibles revenus.

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

Gabe de Bondt, Evangelos Charalampakis, Friderike Kuik et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 69 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. La plupart de ces échanges se sont déroulés entre le 26 septembre et le 6 octobre 2022 <sup>1</sup>.

**En termes agrégés, les contacts ont fait état d'un ralentissement marqué de l'activité, globalement cohérent avec une stagnation, au troisième trimestre.**

Les baisses des ventes et/ou de la production déclarées par les entreprises ont concerné principalement le secteur des biens intermédiaires (en particulier les secteurs à forte intensité énergétique) et certaines parties du secteur des biens de consommation (incluant, principalement, les équipements ménagers). Cette évolution s'explique par la hausse des coûts de production et par des baisses apparentes et/ou anticipées de la demande finale des consommateurs : les dépenses se sont reportées des biens vers les services, le taux d'inflation élevé a érodé le pouvoir d'achat et certaines entreprises sont passées d'une phase de reconstitution des stocks à une phase de déstockage. Cela étant, de nombreux contacts dans le secteur manufacturier (en particulier ceux qui produisent des biens d'investissement, notamment les véhicules à moteur) ont fait état de volumes de production stables ou en hausse dans un contexte où les carnets de commandes existants sont toujours trop remplis et où les contraintes d'offre ne s'assouplissent que progressivement. Les producteurs d'énergie ont fait état d'une baisse significative de la consommation industrielle de gaz et d'une demande accrue de solutions de substitution. On a également observé un affaiblissement dans la construction résidentielle et dans l'immobilier commercial – reflétant le niveau élevé des coûts de construction et la hausse des taux d'intérêt – tandis que l'investissement dans les infrastructures a mieux résisté. La plupart des contacts dans le secteur des services ont décrit une poursuite de la croissance de l'activité, tirée en partie par l'économie numérique et par une forte reprise du tourisme durant l'été, qui aurait pu être encore plus importante si les pénuries de main-d'œuvre ne l'avaient pas freinée. Chez les commerçants et leurs fournisseurs, les signes indiquant que les consommateurs ont réalisé des économies en achetant des produits alimentaires et non alimentaires moins onéreux se sont généralisés. Ce report semble toutefois se concentrer sur les gammes de produits de valeur faible à moyenne, tandis que la demande de produits haut de gamme ne semble pas avoir été affectée.

**Pour l'avenir, les contacts ont anticipé une nouvelle détérioration de l'activité qui entraînerait une contraction au quatrième trimestre.** Dans les secteurs qui

<sup>1</sup> 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.

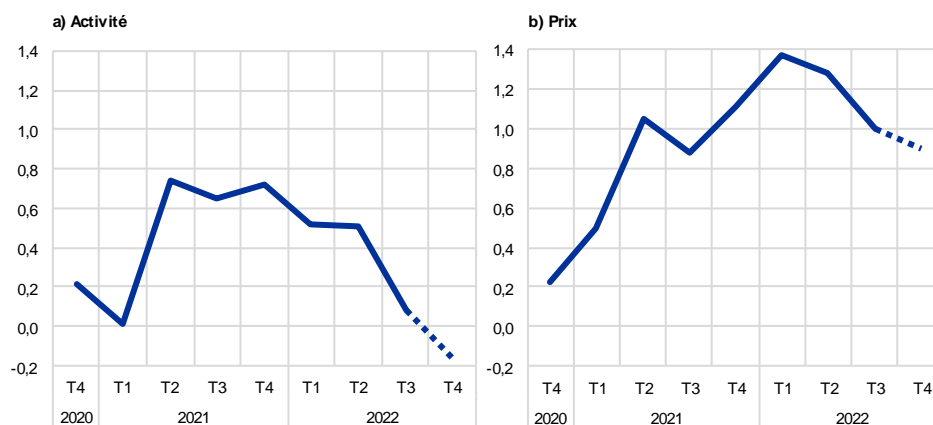
avaient déjà enregistré une contraction, on s'attend généralement à ce que cette tendance se poursuive au cours des prochains mois. Dans les secteurs où les contraintes d'offre se sont traduites par une accumulation de commandes en carnet, les niveaux de production actuels, ou des niveaux de production accrus, devraient persister, au moins jusqu'au début de l'année prochaine, les perspectives étant incertaines au-delà. Le tourisme et les voyages devraient poursuivre leur redressement tout au long de l'hiver et jusqu'à l'été prochain, mais à un rythme plus lent qu'au cours des derniers trimestres. Dans les autres secteurs, même si de nombreux contacts indiquent que les ventes et les commandes de leur propre entreprise sont meilleures que prévu compte tenu du contexte géopolitique et économique mondial, ils sont préoccupés par la hausse des coûts à laquelle font face les fournisseurs de plus petite taille et les clients, s'agissant en particulier de l'énergie. Ils s'inquiètent également d'une contraction des dépenses des consommateurs en réponse à la hausse du coût de la vie. Il en résulte donc une « vigilance accrue ». De plus, la possibilité de pénuries ou de rationnement de l'énergie durant l'hiver représente un risque extrême important qui n'avait pas été envisagé dans le scénario de référence des plans d'activité (ou *business plans*). D'après les déclarations des contacts, les plans budgétaires pour l'année prochaine sont très majoritairement prudents en raison de l'environnement géopolitique et économique mondial extrêmement complexe et de la menace largement évoquée de récession. Les perspectives globales pour 2023 ont donc été perçues comme sombres et très incertaines.

**Les contacts ont indiqué un ralentissement modéré de la croissance de l'emploi dans un contexte marqué par la persistance de tensions sur le marché du travail.** En dépit du ralentissement de l'activité économique et de sa détérioration attendue, la plupart des contacts ont anticipé un impact relativement modéré sur l'emploi. Si certaines entreprises se montrent de plus en plus hésitantes à recruter et si un petit nombre a commencé à licencier, la plupart ont néanmoins indiqué qu'une réduction de leurs effectifs était peu probable, l'expérience récente ayant montré à quel point il est difficile de recruter, de former et de conserver le personnel nécessaire. Même si elles s'atténuent dans certains domaines, les pénuries de main-d'œuvre et de compétences demeurent un problème pour de nombreuses entreprises. Dans le même temps, les agences pour l'emploi ont fait état d'une poursuite de la forte croissance des recrutements en postes permanents, tandis que la hausse de la demande de travailleurs temporaires s'est légèrement ralentie.

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

#### **La plupart des contacts ont fait état d'une poursuite de la forte dynamique des prix, mais le rythme moyen d'augmentation se ralentit légèrement, les prix se stabilisant ou reculant dans plusieurs secteurs.**

En particulier, les contacts dans certaines parties du secteur des biens intermédiaires ont vu les prix baisser à partir des pics très élevés observés sur certaines catégories de produits. Les prix de certains produits de base et matières premières se sont stabilisés ou ont diminué ces derniers mois, même si l'effet de cette évolution sur les coûts des intrants a souvent été soit modéré, soit plus que contrebalancé par la faiblesse du taux de change de l'euro et par le fait que les hausses antérieures des coûts (y compris de l'énergie) sont toujours en cours de répercussion par de nombreux fournisseurs. Les prix des transports et de la logistique ont continué d'augmenter dans l'ensemble ; et si les taux de fret au comptant ont diminué sur plusieurs grands couloirs maritimes, cela ne se reflète guère sur les coûts du fret maritime, ces derniers étant essentiellement déterminés par des contrats à long terme. Dans le même temps, l'ampleur de la répercussion (directe et indirecte) de la hausse extrêmement forte des prix du gaz et de l'électricité sur les coûts des entreprises et sur les prix de vente a considérablement varié. De nombreux contacts ont indiqué qu'une grande partie de cette hausse des coûts avait déjà été répercutée dans un environnement plus favorable que d'habitude en matière de fixation des prix, mais une part importante d'entre eux ont déclaré que l'impact sur les bases de coûts de leur entreprise se ferait sentir principalement, ou seulement, en 2023 et au-delà, à l'expiration des contrats à long terme de couverture et de fourniture d'énergie. Dès lors, dans l'ensemble, la plupart des contacts continuent de percevoir de fortes tensions sur les coûts et d'ajuster leurs prix plus fréquemment et avec une ampleur plus importante que d'habitude, avec seulement un léger ralentissement du rythme de succession des modifications de prix actuellement anticipé au cours du prochain ou des deux prochains trimestres.

**Les tensions sur les salaires ont continué de s'accumuler et représentent de plus en plus une préoccupation supplémentaire en matière de coûts pour de nombreuses entreprises.** La croissance des salaires en 2022 continue d'être décrite par la plupart des contacts comme contenue ou modérée. Dans de nombreuses entreprises, les salaires ont continué d'être déterminés dans une large mesure par des accords conclus en 2021 ou auparavant. Plusieurs contacts ont indiqué effectuer des versements temporaires à leurs salariés pour les aider à faire face à la hausse du coût de la vie (en particulier dans les cas où les négociations salariales n'avaient pas encore eu lieu). Avec le temps, toutefois, on observe une tendance croissante à prévoir que les accords salariaux garantiront des hausses durables. Parmi les contacts qui ont donné des indications quantitatives s'agissant de leurs prévisions de croissance des salaires, une grande majorité anticipait des augmentations de 4 %, voire supérieures (et dans de nombreux cas nettement supérieures), qui prendraient probablement effet en 2023. Même si certains contacts ont jugé approprié de proposer des salaires plus élevés à leurs salariés en compensation de la hausse du coût de la vie, beaucoup se disent préoccupés par l'effet que cette hausse des coûts de main-d'œuvre exerce sur la rentabilité.

## 6 Un examen plus détaillé des anticipations d'inflation des consommateurs : éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

Lucyna Gornicka, Justus Meyer et Aidan Meyler

**Avec la forte hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH enregistrée dans la zone euro au cours des 18 derniers mois, observer et comprendre le comportement des anticipations d'inflation des consommateurs est devenu de plus en plus important.** Dans cet encadré, nous analysons l'évolution des anticipations d'inflation des consommateurs <sup>1</sup> à l'aide des données de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), qui a été lancée en 2020 <sup>2</sup>. Nous examinons l'évolution de l'ensemble de la distribution des anticipations d'inflation, en particulier les anticipations moyennes et médianes, ces deux mesures pouvant varier en raison d'asymétrie dans les réponses à l'enquête. Nous présentons les résultats relatifs aux anticipations d'inflation des consommateurs à un an et à trois ans. Les anticipations à un an mesurent les anticipations d'inflation à court terme et se révèlent plus réactives à l'évolution actuelle de l'inflation que les anticipations pour les horizons à plus long terme. Les anticipations à trois ans mesurent les anticipations d'inflation à moyen terme et rendent ainsi mieux compte des éventuels risques de désancrage des anticipations d'inflation par rapport à la cible d'inflation d'une banque centrale.

**Après que l'inflation a dépassé 2 % en juillet 2021, les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs ont elles aussi commencé à s'inscrire en hausse.** Entre avril 2020, soit le début de l'enquête CES, et juillet 2021, l'inflation est ressortie à un niveau relativement bas et les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs ont été relativement stables, autour

---

<sup>1</sup> Les mesures disponibles des anticipations d'inflation varient en fonction de nombreuses dimensions, notamment les agents (ménages/consommateurs, entreprises, prévisionnistes macroéconomiques professionnels et marchés financiers) ; le type (tirées d'enquêtes ou des prix sur les marchés financiers) ; et l'horizon (court, moyen et long terme). Les anticipations d'inflation des prévisionnistes et des marchés financiers représentent celles des macroéconomistes professionnels. Les anticipations des ménages sont susceptibles d'être plus diverses, car elles dépendent de leur connaissance des évolutions macroéconomiques. Dans ce contexte, il convient de ne pas surinterpréter des mouvements relativement faibles, mais des variations plus manifestes fournissent des informations importantes.

<sup>2</sup> Lancée en avril 2020, l'enquête CES est aujourd'hui une enquête de panel mensuelle comptant plus de 10 000 participants issus des six plus grands pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). Cette enquête est gérée par la BCE et collecte, via internet, des données totalement harmonisées sur les anticipations des consommateurs à partir d'un échantillon représentatif de la population sous-jacente. Pour plus d'informations sur la méthodologie, un guide de l'utilisateur et des mises à jour récentes de l'enquête CES de la BCE, cf. la [page internet](#) spécifique. Pour une analyse plus détaillée, cf. « *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation* », *Occasional Paper Series*, n° 287, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2021, ainsi que Georgarakos (D.) et Kenny (G.), « *Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 129, 2022, p. 1-14.

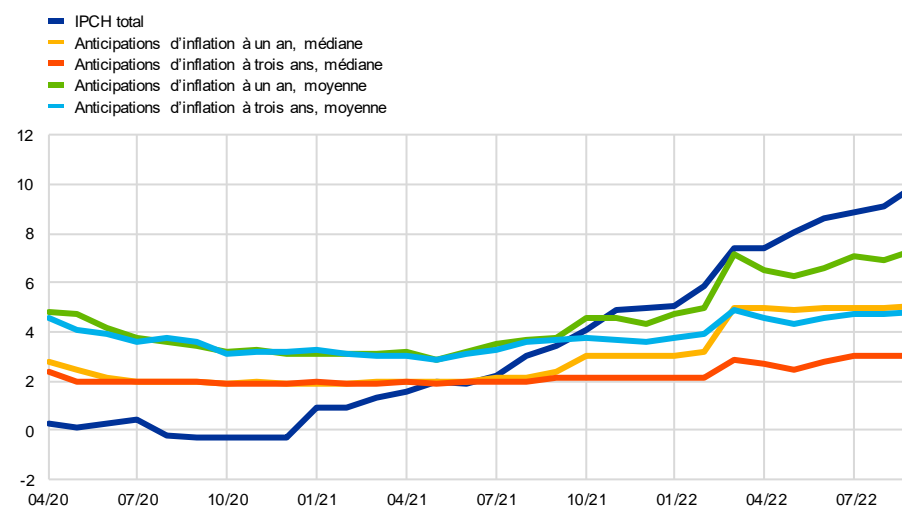


de 2 % (graphique A) <sup>3</sup>. L'inflation mesurée par l'IPCH ayant dépassé 2 % à l'été 2021, les anticipations d'inflation à court terme se sont également inscrites en hausse progressive <sup>4</sup>. Les anticipations d'inflation à moyen terme sont quant à elles restées globalement inchangées jusqu'en mars 2022, lorsque les anticipations médianes d'inflation à trois ans ont augmenté pour s'établir à 3 % en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Elles demeurent toutefois relativement stables depuis lors, malgré de nouvelles hausses substantielles de l'inflation totale. Les anticipations d'inflation moyennes, plus sujettes aux valeurs extrêmes, ont affiché un peu plus de mouvement.

### Graphique A

#### Anticipations d'inflation des consommateurs (moyenne et médiane) et inflation mesurée par l'IPCH

(en pourcentages ; variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Estimations pondérées. La médiane est calculée sur la base d'une interpolation linéaire symétrique qui rend compte de l'arrondi des réponses. Les valeurs moyennes sont winsorisées au 2<sup>e</sup> et au 98<sup>e</sup> centile de chaque campagne d'enquête et de chaque pays.

**Les distributions des anticipations d'inflation des consommateurs se sont déplacées vers la droite, mais les queues de distribution ne se sont pas nettement épaissies.** Le graphique B présente les histogrammes des anticipations d'inflation des consommateurs à court terme et à moyen terme en moyenne sur la période allant d'avril 2020 à février 2022 et pour septembre 2022. Même si la

<sup>3</sup> En avril 2020, les anticipations d'inflation ont été légèrement plus élevées en raison de l'incertitude accrue due à la pandémie et aux premiers confinements. C'est un fait stylisé reconnu que les anticipations d'inflation des consommateurs tendent à être plus élevées que celles des macroéconomistes professionnels. Cela tient en partie à la tendance de certains consommateurs à déclarer leurs anticipations sous forme de chiffres arrondis (souvent des multiples de cinq), notamment en cas d'incertitude plus forte. Pour une analyse plus détaillée, cf. l'article intitulé « [Comprendre les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs – le rôle joué par la certitude \(l'incertitude\)](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

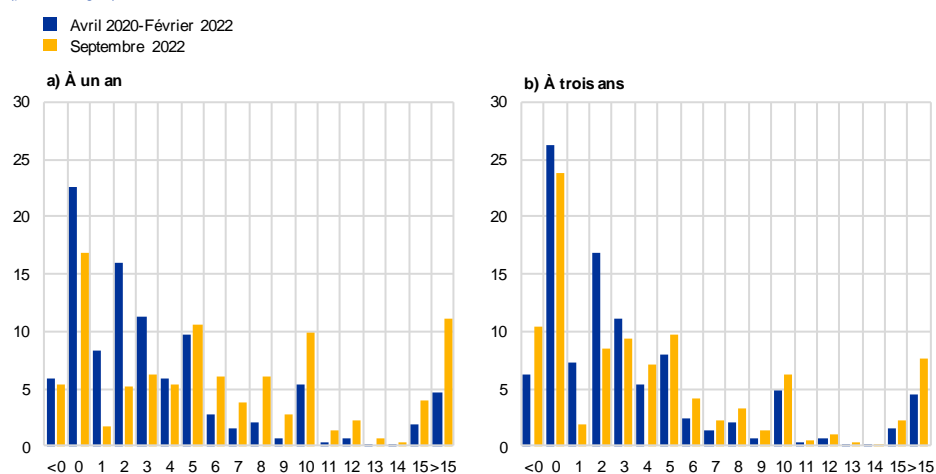
<sup>4</sup> Dans cet encadré, nous n'analysons pas les différences entre pays ou entre groupements sociodémographiques. Des informations plus détaillées sont disponibles sur la page internet consacrée à l'enquête CES. Globalement, même s'il existe des différences spécifiques, le profil d'évolution général des perceptions et des anticipations agrégées est largement comparable selon les différents sous-groupes de la population. Pour une analyse récente des différences liées au genre en matière d'anticipations d'inflation, cf. Di Nino (V.), Kolndrekaj (A.) et Meyler (A.), « [What drives inflation expectations of women and men?](#) », *The ECB Blog*, 14 septembre 2022.

réponse la plus fréquente reste zéro, le nombre de participants prévoyant une accélération de l'inflation a augmenté au fil du temps. Entre avril 2020 et février 2022, les deuxièmes et troisièmes réponses les plus fréquentes pour les anticipations tant à court qu'à moyen terme étaient 2 % et 3 %. Toutefois, en septembre 2022, elles sont ressorties à 5 % et 10 % pour les anticipations à court terme et à 3 % et 5 % pour les anticipations à moyen terme <sup>5</sup>. Dans le même temps, les moments les plus élevés de la distribution des anticipations qui rendent compte des mouvements de la queue de distribution, tels que le coefficient d'aplatissement et l'asymétrie, n'ont pas fortement augmenté depuis que l'inflation a commencé à s'accroître, en juillet 2021. Cela suggère que les mouvements à la hausse des distributions des anticipations ne résultent pas d'un épaississement des queues.

## Graphique B

### Histogramme des anticipations d'inflation des consommateurs

(pourcentages)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs.

Notes : Le graphique présente les histogrammes des anticipations d'inflation à un an (graphique de gauche) et à trois ans (graphique de droite) en moyenne pour la période allant d'avril 2020 à février 2022 (c'est-à-dire avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie) (barres bleues) et pour septembre 2022 (barres orange).

### Malgré la hausse des perceptions de l'inflation effective et des anticipations d'inflation à court terme, la structure par terme des anticipations d'inflation des consommateurs est demeurée nettement orientée à la baisse.

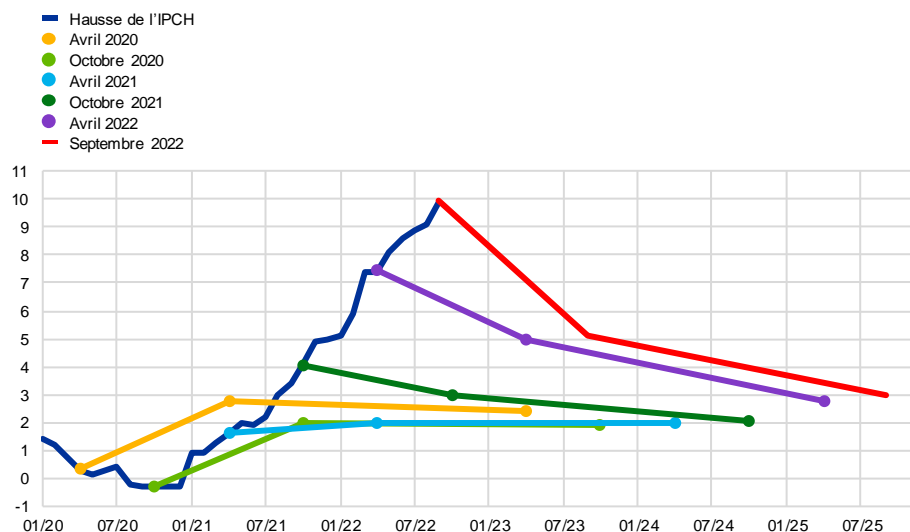
On peut élaborer une structure par terme des anticipations d'inflation des consommateurs en combinant les informations relatives aux anticipations d'inflation à différents horizons. Le graphique C montre que la structure par terme reste nettement orientée à la baisse. Cela signifie que les consommateurs de la zone euro continuent de juger que le pic actuel des perceptions d'inflation a une composante transitoire significative et prévoient à moyen terme un retour de l'inflation à des niveaux plus proches de ceux observés dans le passé, mais supérieurs à 2 %.

<sup>5</sup> Une caractéristique des perceptions et des anticipations d'inflation quantitatives des consommateurs est qu'elles se regroupent autour de certaines valeurs, plus particulièrement des multiples de 1, 5 et 10. Cette caractéristique a été observée pour les données relatives aux États-Unis, à la zone euro, au Japon et à l'Australie. Pour une analyse récente, cf. Haidari (Y.) et Nolan (G.), « *Sentiment, Uncertainty and Households' Inflation Expectations* », *Bulletin September 2022*, Reserve Bank of Australia, 2022.

## Graphique C

### Structure par terme des anticipations médianes d'inflation

(pourcentages ; variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Le graphique présente les anticipations médianes d'inflation des consommateurs à différents horizons, au fil du temps.

Les courbes sont construites à partir des informations relatives aux anticipations d'inflation à un an et à trois ans pour une sélection de vagues d'enquête CES mensuelles.

### La réactivité des anticipations d'inflation aux perceptions d'inflation a légèrement augmenté, mais elle reste nettement plus faible pour les anticipations d'inflation à moyen terme.

Un degré élevé de sensibilité des anticipations d'inflation à long terme aux variations de l'inflation actuelle (ou aux perceptions d'inflation) pourrait indiquer des risques potentiels de désancrage des anticipations dans la mesure où il signifie que les chocs sur l'inflation actuelle pourraient éloigner les anticipations de la cible d'une banque centrale <sup>6</sup>.

Le graphique D présente la réactivité estimée des anticipations d'inflation des consommateurs aux révisions des perceptions d'inflation à un an et à trois ans <sup>7</sup>.

La sensibilité des anticipations aux révisions des perceptions d'inflation a légèrement augmenté depuis juillet 2020 et le déplacement vers le haut a été d'ampleur comparable pour les anticipations à court terme et à moyen terme. En ligne avec les données antérieures, la réactivité des anticipations à moyen terme reste nettement inférieure à celle des anticipations à court terme <sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Pour une analyse plus détaillée, cf. Stanislawski (E.) et Paloviita (M.), « *Responsiveness of consumers' medium-term inflation expectations: evidence from a new euro area survey* », *Bank of Finland Research Discussion Paper 10/2021*, Bank of Finland, 2021.

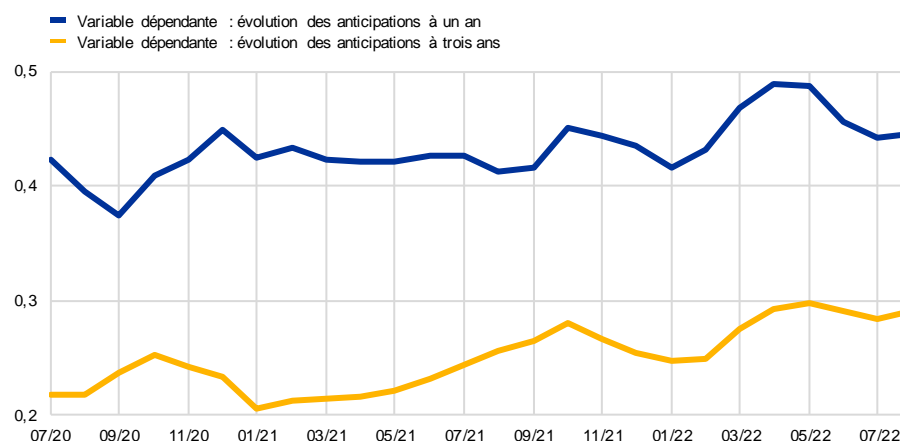
<sup>7</sup> Pour une analyse des données américaines, cf. Armandier (O.), Goldman (L.), Koçar (G.), Topa (G.), van der Klaauw (W.) et Williams (J.C.), « *What Are Consumers' Inflation Expectations Telling Us Today?* », *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 2022.

<sup>8</sup> Des résultats qualitativement comparables ressortent des régressions des anticipations d'inflation à un an et à trois ans sur les résultats d'inflation effectifs.

## Graphique D

### Perceptions d'inflation dans les régressions des anticipations d'inflation à court et moyen terme

(coefficient sur les révisions des perceptions d'inflation)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs.

Notes : Ce graphique présente des estimations des coefficients sur les révisions des perceptions d'inflation à partir de régressions des révisions des anticipations d'inflation des consommateurs à un an (courbe bleue) et à trois ans (courbe orange). Les régressions au niveau des participants sont réalisées sur une fenêtre glissante de trois vagues d'enquête CES tout en contrôlant des effets fixes par pays. Dans toutes les régressions, le coefficient sur les révisions des perceptions d'inflation est statistiquement significatif à un niveau de 1 %.

### L'incertitude des consommateurs entourant leurs anticipations d'inflation

**s'est accrue.** Une caractéristique importante de l'enquête CES de la BCE est qu'elle contient une question (probabiliste) directe destinée à évaluer le degré d'incertitude des consommateurs quant à leurs anticipations d'inflation<sup>9</sup>. Plus précisément, on demande aux consommateurs d'attribuer des probabilités à la possibilité que l'inflation soit comprise dans une certaine fourchette<sup>10</sup>. La fréquence à laquelle les consommateurs déclarent leurs perceptions et leurs anticipations sous la forme de multiples de cinq constitue une mesure indirecte de l'incertitude des consommateurs<sup>11</sup>. Le graphique E montre un co-mouvement très étroit des mesures directes et indirectes et un profil en U comparable sur la période allant d'avril 2020 à septembre 2022. L'incertitude était relativement élevée en avril 2020, au début de la pandémie et des mesures de confinement. Elle s'est ensuite atténuée en 2020 et est restée relativement faible jusqu'entour de juillet 2021, où elle a commencé à s'inscrire en hausse. L'incertitude s'est à nouveau accentuée juste après l'invasion

<sup>9</sup> Pour une analyse et une comparaison des anticipations ponctuelles et des anticipations probabilistes des prévisionnistes professionnels, cf. Engelberg (J.), Manski (C.F.) et Williams (J.), « *Comparing the Point Predictions and Subjective Probability Distributions of Professional Forecasters* », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 27, n° 1, 2009, p. 30-41.

<sup>10</sup> D'avril 2020 à juin 2022, ces fourchettes ont été des intervalles de 2 points de pourcentage allant de - 8 % à + 8 % (par exemple, 0 à 2 % ; 2 à 4 %, etc.). En juillet 2022, les fourchettes se sont élargies, allant de - 12 % à + 12 %.

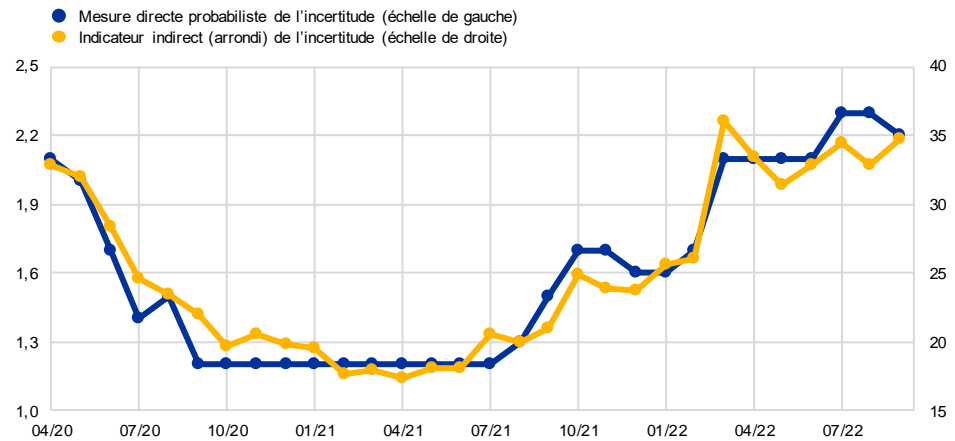
<sup>11</sup> Le fait d'arrondir à des multiples de cinq constitue l'une des raisons pour lesquelles les perceptions et anticipations moyennes ont tendance à s'établir au-dessus des perceptions et anticipations médianes et peut aussi contribuer à expliquer pourquoi l'écart entre la moyenne et la médiane peut augmenter lorsque l'incertitude relative à l'inflation s'accroît. Pour une analyse plus détaillée de l'utilisation de l'arrondi comme indicateur de l'incertitude dans le contexte des anticipations d'inflation des consommateurs des États-Unis et de la zone euro, cf. Reiche et Meyler (2022, *op. cit.*) et Binder (C.), « *Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, p. 1-12.

de l'Ukraine par la Russie. L'incertitude est demeurée relativement élevée depuis lors.

### Graphique E

#### Indicateurs de l'incertitude des consommateurs sur leurs anticipations d'inflation à un an

(échelle de gauche : en points de pourcentage ; échelle de droite : en pourcentage des participants)



Source : Enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs.

Notes : Ce graphique présente : (1) l'indicateur probabiliste de l'incertitude relative aux anticipations d'inflation déclarées par les participants à l'enquête, en moyenne (courbe bleue) ; et (2) la part des réponses arrondies (c'est-à-dire multiples de 5) dans le total des réponses (courbe orange) par vague de l'enquête CES (abscisses).

#### **Globalement, même si les anticipations d'inflation des consommateurs ont réagi à l'accélération de l'inflation et à la hausse de l'incertitude, la structure par terme des anticipations d'inflation reste nettement orientée à la baisse.**

Les mouvements des anticipations d'inflation ne résultent pas d'un épaississement des queues de distribution, mais d'un déplacement de la partie principale de la distribution, ainsi que d'une tendance accrue à déclarer des anticipations arrondies à des multiples de cinq, qui reflètent l'incertitude accrue entourant les perspectives d'inflation. Le mouvement haussier des anticipations, l'augmentation de l'incertitude les entourant et l'accentuation de la sensibilité des anticipations à moyen terme à l'inflation actuelle perçue rendent nécessaire la poursuite du suivi attentif et de l'analyse approfondie des anticipations d'inflation des consommateurs.

## 7 Le rôle de la demande et de l'offre dans l'inflation sous-jacente – une analyse de l'IPCHX selon une approche par composantes

Eduardo Gonçalves et Gerrit Koester <sup>1</sup>

**D'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a continué d'augmenter pour atteindre 4,8 % en septembre 2022.** L'inflation mesurée par l'IPCH total, qui inclut également l'énergie et les produits alimentaires, a augmenté pour s'établir à 10 % en septembre – l'énergie et les produits alimentaires contribuant pour deux tiers environ à l'inflation totale, et la hausse de l'IPCHX pour un tiers environ. S'agissant de la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCHX, les facteurs d'offre comme de demande ont joué un rôle important. Les goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre de biens industriels ainsi que les pénuries d'intrants, notamment des pénuries de main-d'œuvre dues en partie aux effets de la pandémie de coronavirus (COVID-19), ont entraîné une forte hausse de l'inflation. Avec la levée des restrictions liées à la pandémie, la reprise de la demande a également contribué aux taux d'inflation actuellement élevés, en particulier dans le secteur des services. Les composantes du panier de l'IPCH qui, selon les données empiriques, sont fortement affectées par les perturbations et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, ainsi que les composantes fortement affectées par les effets de la réouverture à l'issue de la pandémie ont, au total, contribué pour moitié environ (2,4 points de pourcentage) à la hausse de l'IPCHX dans la zone euro en août 2022 – dernier mois pour lequel des données détaillées sont disponibles (graphique A). Toutefois, cette décomposition *ad hoc* exclut une grande part de l'inflation mesurée par l'IPCHX, d'où la nécessité d'effectuer une distinction supplémentaire entre le rôle que jouent les facteurs de demande et les facteurs d'offre dans l'inflation sous-jacente en zone euro. Comme la politique monétaire se transmet essentiellement via le canal de la demande, il est important d'évaluer dans quelle mesure les évolutions de l'inflation sous-jacente peuvent être attribuées soit à des facteurs d'offre, soit à des facteurs de demande.

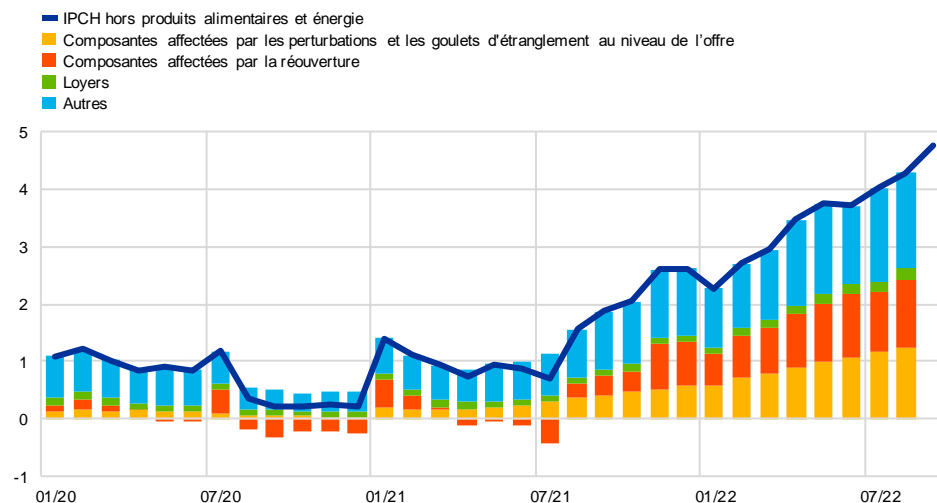
---

<sup>1</sup> Nous remercions Adam Shapiro pour les indications et le soutien qu'il a apportés dans l'application de son approche à la zone euro, ainsi qu'Omios Kouvas pour son aide dans l'appariement des données sur les prix et sur l'activité pour la zone euro.

## Graphique A

### Décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX dans la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les composantes affectées par les perturbations de l'offre et les goulets d'étranglement comprennent les voitures neuves, les voitures d'occasion, les pièces détachées et accessoires pour les moyens de transport personnels ainsi que l'ameublement et l'équipement des ménages (y compris les gros appareils ménagers). Les composantes affectées par la réouverture de l'économie recouvrent l'habillement et la chaussure ; les loisirs et la culture ; les services de loisirs ; les hôtels/motels ; et les vols intérieurs et internationaux. Les dernières observations se rapportent à septembre 2022 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à août 2022 pour le reste.

**Une approche désagrégée pour analyser le rôle des facteurs d'offre et de demande dans chaque composante de l'IPCHX peut permettre de se forger une opinion concernant le rôle global de ces facteurs dans la hausse de l'IPCHX.** Ce cadre de suivi de l'inflation a été développé initialement par Adam Shapiro pour les États-Unis<sup>2</sup>. Les évolutions des prix et de l'activité sont affectées par de nombreux facteurs, dont certains ont entraîné des variations inattendues de l'offre, et d'autres, un déplacement de la demande. Pour assigner une composante de l'inflation mesurée par l'IPCHX (par exemple les voitures ou les services d'hébergement) au groupe principalement déterminé par des facteurs d'offre ou à celui principalement déterminé par des facteurs de demande, cette approche exploite le fait qu'un choc d'offre influe de manière opposée sur l'activité et sur l'inflation alors qu'un choc de demande les affecte dans le même sens. Plus précisément, pour assigner une composante de façon binaire soit à l'offre soit à la demande, l'approche considère les erreurs commises pour chaque date donnée par un modèle fondé sur des séries temporelles : si les erreurs sur les prix et sur l'activité sont de même signe, la composante est alors identifiée comme « déterminée par la demande », sinon elle est considérée comme « déterminée par

<sup>2</sup> Cf. Shapiro (A.H.), « *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?* », *FRBSF Economic Letter*, n° 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 juin 2022 ; et Shapiro (A.H.), « *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation* », *Working Papers*, n° 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, septembre 2022.

l'offre »<sup>3</sup>. Seules les composantes dont les erreurs sont statistiquement significatives sont classées de cette manière ; les composantes pour lesquelles les variations inattendues des prix ou de l'activité ne sont pas significativement différentes des prédictions du modèle sont classées comme ambiguës<sup>4</sup>. Sur la base de cette approche, chaque catégorie de l'IPCHX peut alors être identifiée chaque mois comme étant principalement déterminée par la demande (les variations inattendues des prix et de l'activité vont dans la même direction), principalement déterminée par l'offre (les variations des prix et de l'activité vont dans des sens opposés) ou ambiguë. Après avoir effectué ce classement, on calcule la somme des contributions individuelles des composantes (en appliquant leur pondération dans la consommation) afin d'obtenir une décomposition de l'IPCHX pour chaque mois<sup>5</sup>. Il convient de souligner que cette approche est binaire et qu'elle ne quantifie pas dans quelle mesure les facteurs d'offre et de demande influent sur les niveaux des composantes. Ainsi, par exemple, les facteurs d'offre pourraient également jouer un rôle dans les évolutions de l'inflation pour une composante considérée comme déterminée par la demande.

**Des données relatives à l'activité et à l'inflation pour chaque catégorie de l'IPCHX doivent être collectées afin de réaliser cette décomposition.** Les indices de prix corrigés des variations saisonnières pour chaque composante incluse dans l'IPCHX sont disponibles rapidement à un niveau fin de désagrégation (72 composantes de l'IPCHX, environ 20 jours après la fin de chaque mois), mais les données relatives à l'activité pour les composantes correspondantes ne sont pas disponibles rapidement<sup>6</sup>. Cela complique l'analyse par rapport aux États-Unis, où les données relatives aux prix et à l'activité sont disponibles en même temps pour chaque composante du déflateur des dépenses de consommation personnelles (PCE). Afin de remédier à ce problème concernant l'IPCHX, des indices relatifs au chiffre d'affaires ont été utilisés comme approximation de la consommation, après

---

<sup>3</sup> On effectue des régressions glissantes sur une fenêtre de dix ans (débutant en janvier 2022) en incluant des données mensuelles relatives à l'activité et aux prix ainsi que 12 décalages dans un modèle vectoriel autorégressif (VAR) standard à deux équations. Si les résidus des quantités et des prix au cours des derniers mois de chaque fenêtre sont de même signe, cette composante est alors considérée comme « déterminée par la demande », tandis que si les résidus sont de signe opposé, la composante est identifiée comme « déterminée par l'offre ». Si les résidus des séries relatives aux prix ou aux quantités ne peuvent être statistiquement distingués de zéro, la catégorie est alors qualifiée d'« ambiguë » pour ce mois.

<sup>4</sup> Pour identifier ces cas ambigus, nous suivons l'approche de référence de Shapiro et qualifions d'ambigus les 20 % de résidus du milieu des distributions d'échantillons des différentes régressions. Cela signifie que nous comparons les résidus du dernier mois évoqués précédemment avec l'ensemble des résidus obtenus dans cette fenêtre et évaluons s'ils appartiennent ou non aux 20 % du milieu de la distribution. Dans la spécification de référence, les résidus post-2020 de l'échantillon sont exclus lorsqu'on effectue ce test. Un test de robustesse montre toutefois que la composante ambiguë n'augmente que légèrement lorsqu'on inclut également les résultats post-2020 et que les résultats d'ensemble ne sont pas affectés de manière significative.

<sup>5</sup> Selon l'approche de Shapiro, les contributions annuelles des composantes déterminées par l'offre et par la demande sont alors définies comme le total cumulé de leurs 12 dernières contributions mensuelles.

<sup>6</sup> Sur la base de la classification COICOP à quatre chiffres.



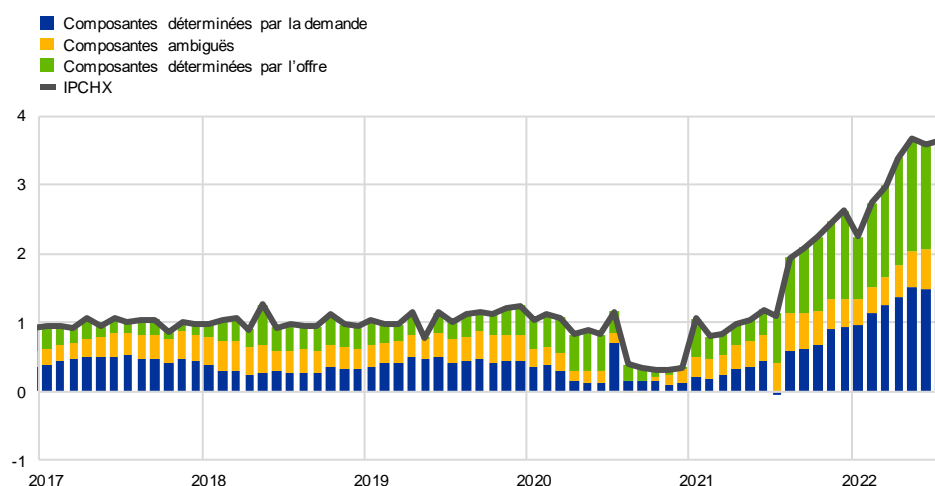
correction des variations saisonnières et application du déflateur <sup>7</sup>. Sur la base de cet exercice d'appariement, on obtient des paires prix-activité pour l'ensemble des 72 sous-composantes de l'IPCHX <sup>8</sup>.

**La décomposition suggère que la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCHX dans la zone euro, qui a débuté au troisième trimestre 2021, a initialement résulté essentiellement de l'offre, mais l'importance des facteurs de demande s'est progressivement accrue au fil du temps.** Au cours des derniers mois, les facteurs d'offre et de demande ont joué un rôle globalement similaire dans la hausse de l'IPCHX (graphique B). Des tests de robustesse effectués à l'aide des séries de l'IPCHX à taux d'imposition constants (pour tenir compte, par exemple, de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne au second semestre 2020) aboutissent à des résultats analogues.

### Graphique B

#### Inflation mesurée par l'IPCHX – décomposition en facteurs d'offre et facteurs de demande

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. Sur la base de l'approche développée par Adam Shapiro. L'inflation mesurée par l'IPCHX reflète la somme des composantes déterminées par la demande, des composantes déterminées par l'offre et des composantes ambiguës, calculées comme la somme cumulée (*trailing sum*) des 12 dernières contributions mensuelles. Même si les données relatives aux prix sont disponibles pour août 2022, la dernière observation porte sur juillet 2022, les données relatives au chiffre d'affaires utilisées comme approximation de l'activité étant publiées avec un certain retard.

#### S'agissant des principales composantes de l'inflation mesurée par l'IPCHX, les facteurs d'offre ont joué un rôle légèrement plus important dans la hausse des

<sup>7</sup> Les données relatives au chiffre d'affaires sont fournies par Eurostat dans le cadre des statistiques conjoncturelles sur les entreprises (cf. « [Short-term business statistics introduced](#) », *Statistics Explained*, Eurostat). On utilise les données relatives au chiffre d'affaires dans les services (sts\_setu\_q) et au chiffre d'affaires du commerce détail (sts\_trtu\_q). La série de données relatives au chiffre d'affaires dans les services est déflatée de l'IPCH afin d'analyser les évolutions du chiffre d'affaires en termes réels. Les séries de données relatives au chiffre d'affaires du commerce de détail sont déjà disponibles en données déflatées et non déflatées.

<sup>8</sup> L'inconvénient est que, pour cette analyse, les 72 composantes de l'IPCHX ne peuvent être appariées qu'avec 45 séries de données sur le chiffre d'affaires (disponibles de façon suffisamment rapide). Par conséquent, certaines séries de l'IPCHX (en particulier celles relatives aux biens industriels non énergétiques) sont appariées avec la même série relative au chiffre d'affaires. La même approche d'appariement est également utilisée dans, par exemple, « [Profils de consommation et difficultés de mesure de l'inflation pendant la pandémie de COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2020.

### **prix des biens industriels non énergétiques depuis début 2021 (graphique C).**

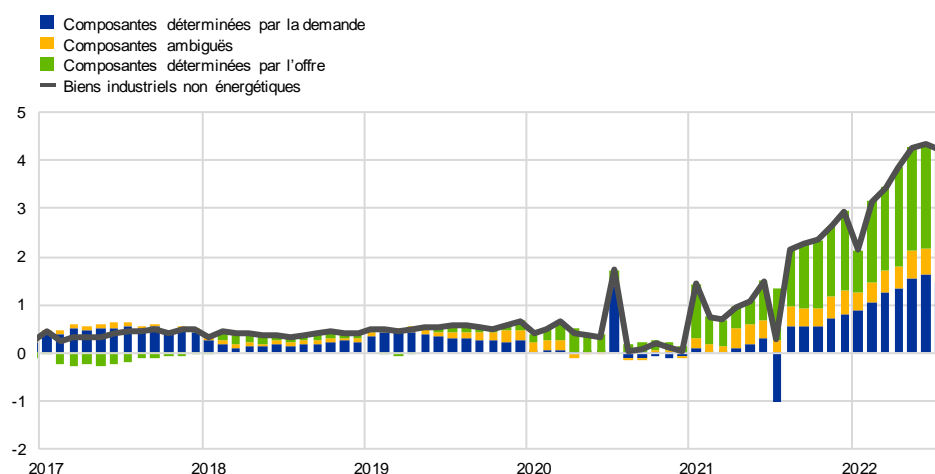
Les variations de la demande et de l'offre ont fortement contribué à l'accroissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques depuis l'automne 2021.

Les variations de l'offre n'ont pas joué un rôle significatif dans les évolutions de l'inflation des biens industriels non énergétiques de 2017 à 2020, mais elles en sont devenues le déterminant principal en 2021, reflétant les effets des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Depuis fin 2021, avec la réouverture de l'économie, les variations de la demande sont de plus en plus à l'œuvre, mais les facteurs d'offre restent dominants. S'agissant des composantes individuelles, celles qui contribuent le plus à la hausse actuelle des prix des biens industriels non énergétiques, telles que les voitures et les gros appareils ménagers, sont classées parmi les composantes principalement déterminées par l'offre, tandis que la hausse des prix des meubles, par exemple, est considérée comme principalement déterminée par la demande.

### **Graphique C**

#### **Décomposition de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques**

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. Sur la base de l'approche développée par Adam Shapiro. L'inflation mesurée par l'IPCHX correspond à la somme des composantes déterminées par la demande, des composantes déterminées par l'offre et des composantes ambiguës, calculées comme la somme cumulée (*trailing sum*) des 12 dernières contributions mensuelles. Même si les données relatives aux prix sont disponibles pour août 2022, la dernière observation porte sur juillet 2022, les données relatives au chiffre d'affaires utilisées comme approximation de l'activité étant publiées avec un certain retard.

**La forte accentuation de la hausse des prix des services observée depuis mi-2021 résulte à la fois de facteurs de demande et de facteurs d'offre, les facteurs de demande jouant un rôle plus important dans la hausse des prix des services que dans celle des prix des biens industriels non énergétiques (graphique D).** Les facteurs d'offre et de demande ont eu tendance à contribuer de façon globalement similaire à la hausse des prix des services de 2017 à 2020,

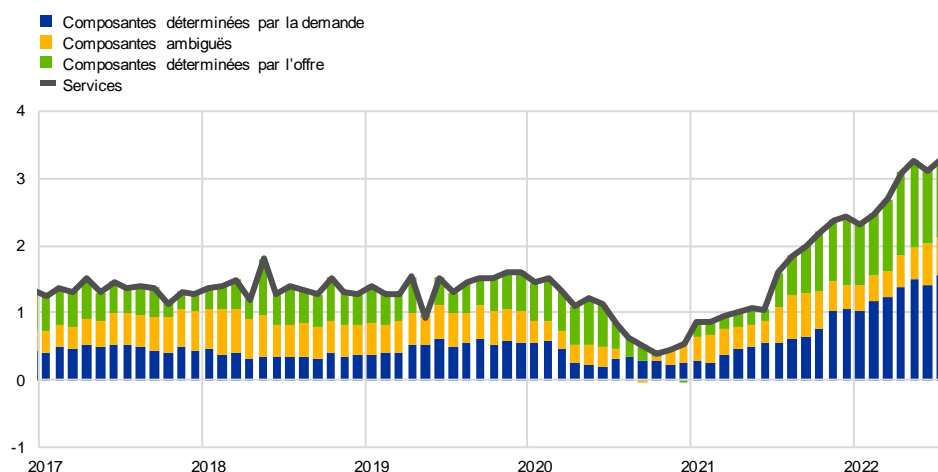
lorsque cette hausse était relativement stable dans la zone euro. La forte accentuation de la hausse des prix des services à compter de mi-2021 était initialement imputable pour l'essentiel à des facteurs d'offre. Les contributions des composantes principalement déterminées par l'offre ont fortement augmenté au second semestre 2021, puis sont demeurées relativement stables jusqu'à mi-2022. Le rôle des facteurs de demande dans la hausse des prix des services a commencé

à s'accroître au cours des derniers mois de 2021 seulement – avec l'intensification des effets de la réouverture de l'économie – et a continué de croître jusqu'à mi-2022. Plus récemment, les contributions des composantes principalement déterminées par la demande à la hausse des prix des services l'ont emporté sur celles des composantes principalement déterminées par l'offre. Si l'on examine plus en détail les composantes, selon l'approche désagrégée, on constate que la hausse des prix des voyages organisés et des vols aériens est essentiellement tirée par la demande, tandis que la hausse des prix des services d'entretien et de réparation du logement est principalement déterminée par l'offre.

## Graphique D

### Décomposition de la hausse des prix des services

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Données corrigées des variations saisonnières. Sur la base de l'approche développée par Adam Shapiro. L'inflation mesurée par l'IPCHX correspond à la somme des composantes déterminées par la demande, des composantes déterminées par l'offre et des composantes ambiguës, calculées comme la somme cumulée (*trailing sum*) des 12 dernières contributions mensuelles. Même si les données relatives aux prix sont disponibles pour août 2022, la dernière observation porte sur juillet 2022, les données relatives au chiffre d'affaires utilisées comme approximation de l'activité étant publiées avec un certain retard.

### L'approche désagrégée de la décomposition de l'inflation mesurée par l'IPCHX permet de montrer le rôle des facteurs d'offre et de demande dans l'inflation sous-jacente, mais cette méthode appelle d'importantes réserves.

Le principal avantage de cette approche est qu'elle permet de classer chaque composante de l'IPCHX comme étant principalement dominée par la demande ou principalement dominée par l'offre. Cela rend les résultats très transparents et permet de les recouper avec d'autres données disponibles concernant les évolutions de l'inflation pour diverses composantes. Cette transparence importe particulièrement dans le contexte actuel d'incertitude très élevée qui résulte des effets de la pandémie et de la guerre en Ukraine sur les variations de l'activité et des prix. Quelques réserves doivent cependant être gardées à l'esprit. Premièrement, il existe différentes options pour apparier les données sur les prix et sur l'activité, ce qui est compliqué par le fait qu'on ne dispose pas de séries séparées sur le chiffre d'affaires pour chaque composante de l'IPCHX (cela nécessite d'apparier certaines composantes de l'IPCHX aux mêmes séries relatives au chiffre d'affaires, en particulier dans le cas des biens industriels non énergétiques). Deuxièmement, l'approche désagrégée ne peut quantifier l'ampleur des contributions de l'offre et de la demande pour chaque

composante. Cela pourrait introduire un biais si, par exemple, le rôle des facteurs d'offre pour les composantes classées comme étant principalement déterminées par la demande est en moyenne beaucoup plus important que celui des facteurs de demande pour les composantes considérées comme principalement déterminées par l'offre. En outre, les évolutions des quantités et des prix ont clairement été exceptionnelles depuis le début de la pandémie et ont été influencées par de nombreux facteurs spécifiques, d'où la difficulté de construire un modèle fiable comme base de classification en fonction du signe de ses erreurs.

## Les relations de la zone euro avec la Russie : perspectives récentes tirées de la balance des paiements

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz

**Cet encadré propose une analyse de l'évolution récente des relations financières et commerciales entre la zone euro et la Russie telles qu'enregistrées dans la balance des paiements de la zone euro.**

Les relations financières et commerciales de la zone euro avec la Russie sont au centre de l'attention en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et des sanctions qui ont été imposées à ce pays par l'Union européenne (UE) ainsi que par les États-Unis et d'autres pays suite à cette invasion. Cet encadré documente la façon dont le déficit record du solde commercial entre la zone euro et la Russie, dû aux fortes hausses des prix de l'énergie importée et à une baisse des exportations sur fond de sanctions de l'UE, a contribué à une modification importante du solde global du compte des transactions courantes de la zone euro. De plus, cet encadré présente la façon dont les relations financières bilatérales, déjà limitées avant l'invasion, ont été affectées par l'impact des sanctions et la volatilité des marchés financiers.

### Compte des transactions courantes

**Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis de la Russie est passé d'un léger excédent à un déficit de 0,5 % du PIB de la zone euro entre le deuxième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022, contribuant ainsi de façon significative à la forte réduction de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro sur la même période (graphique A).** En raison du rôle d'exportateur majeur de produits énergétiques et autres matières premières que joue la Russie, la zone euro enregistre généralement un déficit de son compte des transactions courantes vis-à-vis de ce pays. Le déficit bilatéral a atteint son plus haut niveau sur la période 2010-2014, lorsqu'il s'élevait en moyenne à 0,3 % du PIB de la zone euro, les prix de l'énergie étant alors élevés. Le déficit a entamé une tendance baissière par la suite, ressortant en moyenne à 0,1 % du PIB sur la période 2015-2019, avant de se transformer en léger excédent en 2020, en ligne avec la baisse des importations d'énergie enregistrée pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19). Toutefois, au premier trimestre 2022, le solde bilatéral du compte des transactions courantes a enregistré, pour la première fois depuis 2014, un déficit supérieur à 0,3 % du PIB de la zone euro en rythme annuel. Ce déficit s'est encore accru, pour ressortir à 0,5 % du PIB au deuxième trimestre 2022, soit le déficit de la zone euro vis-à-vis de la Russie historiquement le plus élevé. Il s'agit également du deuxième plus important déficit bilatéral de la zone euro au cours de ce trimestre, seulement dépassé par le déficit vis-à-vis de la Chine (1 % du PIB de la zone) <sup>1</sup>. Globalement, la détérioration à hauteur de 0,6 point de pourcentage du PIB enregistrée pour le solde bilatéral des transactions courantes de

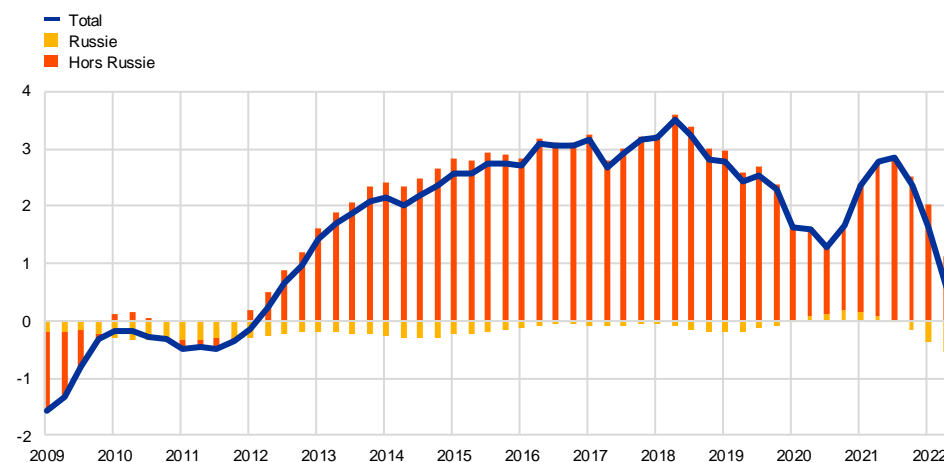
<sup>1</sup> Les séries bilatérales du compte des transactions courantes de la zone euro sont disponibles depuis 2008.

la zone euro vis-à-vis de la Russie entre le deuxième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022 explique environ un quart de la réduction de l'excédent des transactions courantes de la zone euro, qui est revenu de 2,8 % à 0,6 % du PIB sur cette période.

### Graphique A

#### Compte des transactions courantes de la zone euro

(flux cumulés sur quatre trimestres, en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

#### Le déficit bilatéral du compte des transactions courantes vis-à-vis de la Russie a augmenté en raison de la hausse de la valeur des importations nominales (en grande partie sous la forme de produits énergétiques) et de la baisse des exportations résultant des sanctions de l'UE (graphique B) <sup>2</sup>.

Les importations d'énergie en provenance de Russie ont été le principal contributeur à la détérioration du solde bilatéral du compte des transactions courantes, la valeur des importations d'énergie ayant atteint 1 % du PIB de la zone euro au premier semestre 2022 – elles ont presque doublé en glissement annuel. Cette hausse reflète le net renchérissement de l'énergie, qui a entraîné une augmentation des importations nominales malgré la baisse des quantités importées de Russie : ainsi, à la fin du deuxième trimestre 2022, en valeur, les importations d'énergie étaient supérieures de 60 % à la moyenne de 2021, tandis qu'en volume, elles lui étaient inférieures de 16 % <sup>3</sup>. De plus, la valeur des importations de biens et services non énergétiques en provenance de Russie s'est également inscrite en hausse au premier semestre 2022, dans un contexte d'augmentation des prix. Dans le même temps, les exportations de biens et services de la zone euro à destination de la Russie ont fortement baissé au premier semestre 2022, sous l'effet des trains de sanctions mis en œuvre par l'UE à l'encontre de la Russie en réponse à son invasion de l'Ukraine, les exportations de biens soumis aux sanctions (par exemple, les machines électriques et les véhicules et le matériel de transport) jouant un rôle majeur dans ce

<sup>2</sup> Cf. [Conseil de l'UE : Le point sur les sanctions de l'UE contre la Russie](#).

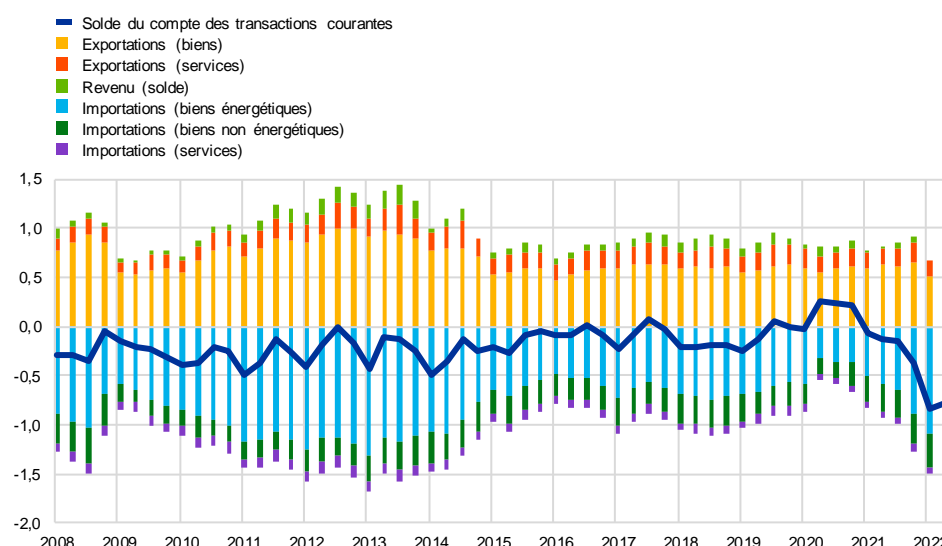
<sup>3</sup> Les derniers chiffres mensuels des échanges de biens montrent que les volumes d'importations d'énergie de la zone euro en provenance de Russie continuent de s'inscrire en fort recul, avec, pour août 2022, un volume des importations d'énergie inférieur de plus de 30 % à la moyenne de 2021.

recul <sup>4</sup>. En particulier, en valeur, les exportations de biens vers la Russie ont presque diminué de moitié après avoir atteint un pic pluriannuel de 21 milliards d'euros environ au quatrième trimestre 2021 et sont revenues à un point bas historique de 11 milliards d'euros environ au deuxième trimestre 2022 <sup>5</sup>, sous l'effet d'une forte baisse des quantités de biens exportés. Un tableau similaire se dessine pour les exportations de services de la zone euro à destination de la Russie, avec le fort recul des transports et autres services aux entreprises au premier semestre 2022, tandis que les exportations de services de voyage à destination des touristes russes ont nettement baissé au deuxième trimestre 2022, ressortant à un point bas qui n'avait été observé qu'en 2020, lorsque la circulation transfrontière était sérieusement restreinte en raison de la pandémie.

## Graphique B

### Compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis de la Russie

(flux trimestriels, en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les importations de la zone euro sont présentées avec un signe négatif. Le total des échanges de biens est intégré tel que publié dans les statistiques relatives à la balance des paiements de la BCE, tandis que les échanges de biens énergétiques sont fondés sur les statistiques relatives au commerce établies par Eurostat. Le solde des revenus inclut le solde du revenu primaire (par exemple, rémunération des salariés, dividendes et intérêts) et du revenu secondaire (comme la coopération internationale et les envois de fonds des travailleurs).

## Relations financières

### Avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'exposition financière de la zone euro à la Russie était relativement limitée, les investissements directs

<sup>4</sup> Pour des détails sur l'effet des sanctions sur les flux commerciaux mondiaux à destination de la Russie, cf. l'encadré intitulé « Les flux commerciaux avec la Russie depuis le début de son invasion de l'Ukraine », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

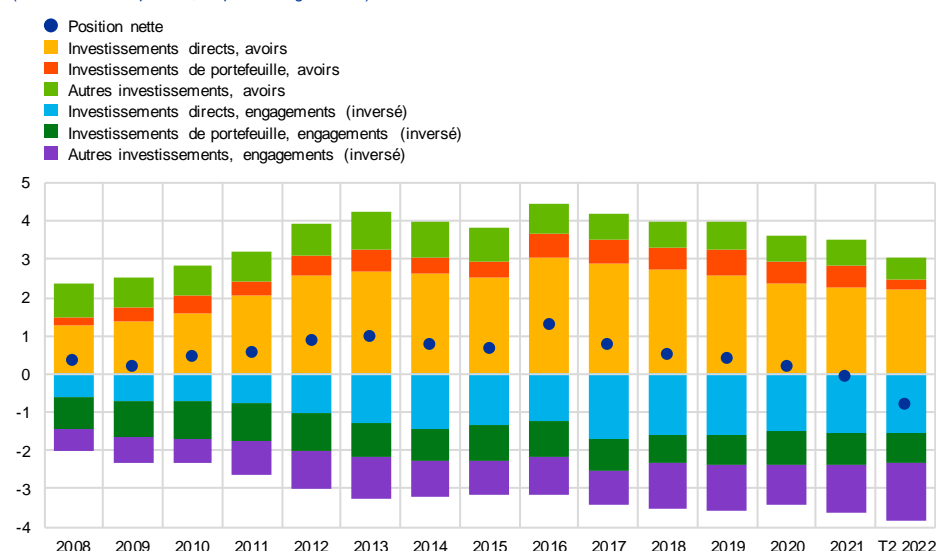
<sup>5</sup> Des baisses comparables de la valeur des exportations de biens de la zone euro à destination de la Russie ont également été observées après la crise financière de 2008 et l'invasion de la Crimée en 2014, quand les exportations bilatérales de la zone euro avaient presque diminué de moitié par rapport à des périodes antérieures. Le recul des exportations au premier semestre 2022 est toutefois plus prononcé qu'au cours de ces deux épisodes dans la mesure où la valeur des exportations de la zone euro vers la Russie a été divisée par deux, revenant à un point bas historique, en seulement deux trimestres.

**étrangers (IDE) en constituant la principale composante.** À fin 2021, le total des avoirs et le total des engagements vis-à-vis de la Russie se sont établis à moins de 4 % du PIB de la zone euro, tandis que le total des avoirs et des engagements étrangers de la zone euro est ressorti à près de 250 % du PIB (graphique C). Les IDE expliquent la majeure partie des investissements bilatéraux<sup>6</sup> (63 % du total des avoirs et 42 % du total des engagements), suivis par les autres investissements (19 % et 33 % respectivement) et les investissements de portefeuille (16 % et 24 % respectivement).

### Graphique C

#### Position extérieure globale de la zone euro vis-à-vis de la Russie

(valeurs de fin de période, en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les engagements de la zone euro sont présentés avec un signe négatif. Les positions bilatérales au titre des produits dérivés financiers ne sont pas présentées séparément, les données n'étant disponibles qu'à partir de fin 2013, et expliquent une faible proportion des avoirs et engagements bilatéraux (moins de 0,1 % du PIB).

**Les détentions d'avoirs russes par la zone euro ont baissé depuis le début de la guerre, tandis que les engagements vis-à-vis de la Russie ont augmenté en raison de l'impact des sanctions prises par l'UE.** Les détentions d'avoirs russes par la zone euro ont baissé de 10 % entre la fin du quatrième trimestre 2021 et la fin du deuxième trimestre 2022. Cette baisse résulte principalement d'une réduction de la valeur des détentions par la zone euro de titres d'investissements de portefeuille russes, à hauteur de 55 % sur cette période, tandis que les avoirs au titre des autres investissements ont reculé de 12 %. Les positions en IDE sont demeurées globalement inchangées en raison des variations du taux de change de l'euro vis-à-vis du rouble, qui ont compensé les désinvestissements des entreprises de la zone euro. Sur la même période, les engagements de la zone euro vis-à-vis de la Russie

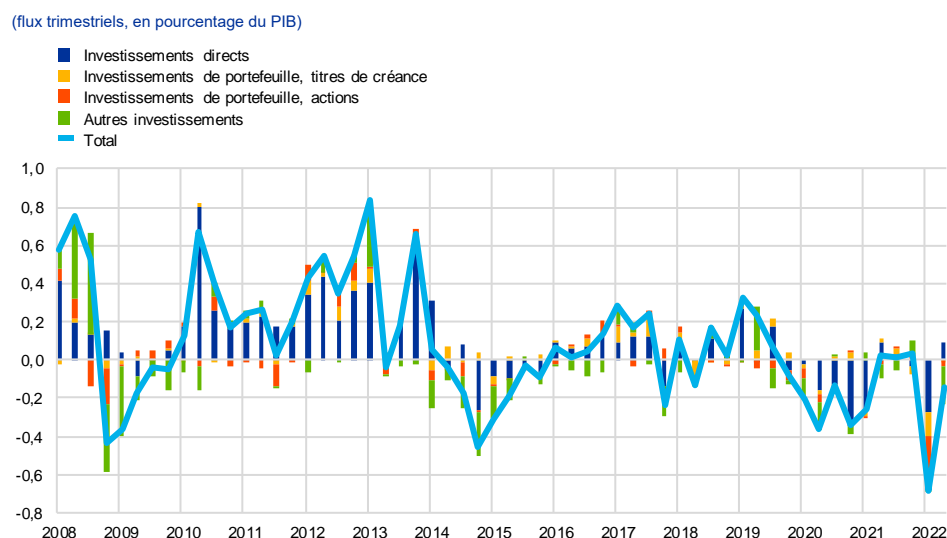
<sup>6</sup> Les chiffres des IDE bilatéraux de la zone euro sont fortement affectés par la structure des sociétés multinationales, qui implantent souvent des sociétés *holding* dans les centres financiers de la zone euro, donnant une vision faussée de la taille, de la localisation et de la nature des secteurs économiques jouant un rôle dans les relations au titre des IDE. Environ deux tiers des relations bilatérales liées aux IDE entre la Russie et la zone euro impliquent Chypre et les Pays-Bas, avec d'importantes positions bilatérales en avoirs comme en engagements, ce qui suggère que les entités résidant dans ces deux pays de la zone euro jouent les intermédiaires dans des dispositifs d'IDE complexes.



ont augmenté de 11 %. Cette hausse résulte essentiellement d'une augmentation de 28 % des engagements au titre des autres investissements en raison des sanctions de l'UE. En particulier, les restrictions des paiements aux résidents russes et les gels d'avoirs ont entraîné une hausse des dépôts réalisés auprès des banques de la zone euro vis-à-vis des résidents russes, en raison de l'interdiction du transfert vers la Russie des fonds détenus par les résidents russes (générés, par exemple, par le blocage des paiements de coupons et le remboursement de titres détenus en dépôt dans la zone euro) <sup>7</sup>.

**Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les résidents de la zone euro se sont largement détournés des actifs russes (graphique D).** Même si les investisseurs de la zone avaient déjà commencé à se retirer des actifs russes après le déclenchement de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en 2020 (ce qui a principalement affecté les IDE), au premier semestre 2022, les cessions ont également concerné les investissements de portefeuille et les autres investissements. Dans un contexte de turbulences sur les marchés financiers russes liées à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les résidents de la zone euro ont vendu plus de 10 milliards d'euros d'actions et de titres de créance russes au titre des investissements de portefeuille. De plus, plusieurs entreprises de la zone euro ont commencé à fermer et à vendre leurs filiales russes, entraînant des désinvestissements nets au titre des IDE. Dans une perspective plus longue, l'activité des investisseurs de la zone euro en matière d'actifs russes avait déjà été plutôt atone au cours de la décennie passée, en particulier parce que les investisseurs se sont détournés des actifs russes après l'annexion de la Crimée par la Russie en 2014, qui a donné lieu à plusieurs trains de sanctions de la part de l'UE.

**Graphique D**  
Acquisitions nettes d'actifs financiers russes dans la zone euro



Source : BCE.  
Note: Un chiffre positif (négatif) indique des acquisitions (cessions) nettes d'instruments russes par les investisseurs de la zone euro.

<sup>7</sup> Par exemple, les sanctions ont affecté le bilan du fournisseur de services d'infrastructures de marchés financiers [Euroclear](#).

# Article

## 1 Le partage des risques dans la zone euro : une analyse centrée sur le canal public et la pandémie de COVID-19

Jacopo Cimadomo

### 1 Introduction

**La réforme de l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM) est au cœur d'un débat de politique économique qui a également été influencé, récemment, par les événements liés à la pandémie de coronavirus (COVID-19) et à la guerre menée par la Russie en Ukraine.** Ce débat s'articule autour de deux dimensions fondamentales. La première concerne les mesures qu'un pays peut prendre pour réduire son exposition aux risques économiques ou pour en atténuer les effets (par exemple, éliminer les rigidités de prix et de salaires, constituer des coussins budgétaires ou renforcer la résilience macroéconomique). La seconde fait intervenir la notion de partage international des risques, qui a trait aux canaux transfrontières disponibles pour protéger le revenu disponible et la consommation intérieurs contre des chocs de production spécifiques à un pays (par opposition aux chocs frappant la zone euro dans son ensemble).

**Dans ce contexte, le partage des risques est la capacité d'une économie à absorber les chocs spécifiques à un pays en s'en protégeant par recours aux marchés de capitaux ou en les amortissant via le crédit ou les transferts budgétaires.** Lorsqu'une économie est frappée par un choc spécifique au pays ou est plus affectée que d'autres par un choc commun à un groupe de pays, comme une pandémie ou une guerre, il existe trois principaux canaux permettant de lisser l'impact sur le revenu disponible et la consommation : le canal des marchés de capitaux, le canal du crédit et le canal budgétaire. Les deux premiers sont essentiellement des canaux privés, tandis que le dernier est public. Les différents canaux peuvent être interdépendants. Par exemple, ils peuvent se renforcer mutuellement ou jouer le rôle de substituts, c'est-à-dire qu'un canal peut devenir plus puissant et se substituer en partie à un autre. Les canaux peuvent fonctionner au niveau international, ou entre les régions ou les États fédéraux au sein d'un même pays.

**S'agissant du premier canal, les effets d'un choc peuvent être atténués si les ménages et les entreprises du pays frappé par le choc obtiennent des flux de revenus provenant d'autres pays (ou régions) non affectés par ce choc.**

On parle alors généralement de canal des « marchés de capitaux » et ce canal opère principalement au travers des revenus des actifs financiers détenus à

l'étranger <sup>1</sup>. La puissance de ce canal est d'autant plus grande que l'intégration financière entre les régions est profonde.

**Le deuxième canal (le canal du « crédit ») est à l'œuvre lorsque les ménages et les entreprises du pays frappé par un choc négatif protègent leur consommation en ayant recours à l'épargne présente dans l'économie nationale ou au crédit en provenance d'autres pays.** Cela inclut principalement le crédit reçu d'intermédiaires financiers (nationaux et étrangers), mais également d'États étrangers et/ou d'institutions européennes et internationales (par exemple, l'Union européenne et le Fonds monétaire international), qui accordent des prêts dans le cadre de programmes d'ajustement économique ou d'autres programmes.

**Le troisième canal agit lorsque les effets du choc sont lissés par des transferts budgétaires, et on parle alors généralement de canal « budgétaire ».**

Ces transferts proviennent d'un budget central ou fédéral. Ce canal peut agir entre les pays ou entre États et régions d'un même pays. Jusqu'au lancement du programme NGEU (*Next Generation EU*), le canal budgétaire était très restreint dans la zone euro. Les ressources étaient largement limitées aux fonds structurels et de cohésion de l'UE, dont l'objet est en fait de promouvoir la convergence entre les économies nationales plutôt que de parvenir à une stabilisation. Aux États-Unis, en revanche, on estime que ce canal amortit entre 10 % et 20 % des chocs négatifs, en raison de l'ampleur du budget fédéral américain.

**Le présent article passe en revue la littérature sur le partage des risques, présente des estimations sur la façon dont le partage des risques a fonctionné dans la zone euro au cours des 25 dernières années et étudie enfin certaines propositions de réforme.** Les réformes proposées pourraient contribuer à accroître le partage budgétaire des risques dans la zone euro, qui est encore nettement sous-développé. L'analyse souligne que les mécanismes de partage des risques entre pays de la zone euro ont été plus faibles qu'aux États-Unis, principalement en raison d'un moindre degré de partage des risques via les marchés de capitaux européens.

**L'analyse empirique indique une amélioration du partage des risques depuis le début de la pandémie, c'est-à-dire entre 2020 et 2022, ce qui s'explique principalement par un canal du crédit plus puissant <sup>2</sup>.** Bien qu'il ne soit pas possible d'identifier précisément les déterminants de ce canal, les données disponibles suggèrent que le soutien sans précédent apporté par les politiques publiques a réduit le risque d'une interruption soudaine des flux financiers transfrontières, évitant ainsi un grave dysfonctionnement du partage privé des risques.

<sup>1</sup> Ce canal inclut également les envois de fonds des travailleurs d'autres pays ou régions. S'agissant des grandes économies avancées, ils sont généralement très faibles (soit moins de 1 % du PIB), mais en ce qui concerne les petites économies avancées, ils peuvent être plus importants (soit jusqu'à environ 3 % du PIB). Cf. [Données de la Banque mondiale relatives aux migrations et aux envois de fonds](#).

<sup>2</sup> Cf. Cimadomo (J.), Gordo Mora (E.) et Palazzo (A. A.), « *Enhancing private and public risk sharing: Lessons from the literature and reflections on the COVID-19 crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 306, BCE, septembre 2022.

**L'évaluation du partage des risques est primordiale pour les pays appartenant à une union monétaire, étant donné que ces économies ne peuvent pas réagir à un choc spécifique à un pays ou à l'impact d'un choc commun par une politique monétaire autonome ou par un ajustement du taux de change nominal.** La constitution de coussins budgétaires nationaux, l'élimination des rigidités structurelles, de même que le renforcement des canaux privés et publics de partage des risques sont essentiels pour renforcer la capacité de la zone euro à faire face aux chocs futurs. C'est le principal argument qui sous-tend la plupart des propositions visant à améliorer l'architecture institutionnelle de l'UEM, dont certaines sont étudiées dans le présent article.

Cet article est structuré comme suit. La section 2 passe en revue une sélection de contributions du vaste corpus de la littérature consacrée au partage des risques. La section 3 présente notre analyse empirique. La section 4 étudie certaines propositions de réformes existantes visant à améliorer le partage public des risques dans la zone euro, et la section 5 présente les conclusions.

## 2 Les contributions de la littérature

**La littérature sur le partage des risques à l'échelle internationale s'est considérablement développée au cours des trois dernières décennies, en particulier depuis l'article fondateur d'Asdrubali, Sørensen et Yosha de 1996 sur le partage des risques aux États-Unis**<sup>3</sup>. Cet article montre que, entre 1963 et 1990, 75 % des chocs sur le produit brut par habitant des différents États américains ont été lissés, ce qui laisse une part relativement faible de chocs n'ayant pas été absorbés. Si l'on examine les différents canaux, 39 % des chocs sur le revenu ont été lissés par des détentions croisées d'actifs et 23 % par des emprunts ou des prêts. Seulement 13 % des chocs sur le revenu ont été absorbés par les systèmes fédéraux de subventions et de redistribution par l'impôt<sup>4</sup>. Globalement, l'article montre que les chocs spécifiques à certains États des États-Unis ont été, pour l'essentiel, lissés par des canaux privés de partage des risques, c'est-à-dire les transactions de marché, plutôt que par des canaux publics.

**La littérature suggère que le niveau de partage des risques entre les pays de l'UE a été significativement inférieur non seulement à celui observé aux États-Unis, mais aussi à celui observé entre régions au sein de pays de l'UE comme l'Allemagne, la France, l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne.** C'est ce qui ressort du tableau 1, qui présente des résultats tirés de la littérature. Les articles sont regroupés en fonction de leur thème principal : pays de l'UE, États-Unis ou autres pays. Le tableau présente également les estimations spécifiques pour chaque canal. Le graphique 1 synthétise les résultats des articles cités dans le tableau 1 en

<sup>3</sup> Asdrubali (P.), Sørensen (B. E.) et Yosha (O.), « *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n° 4, novembre 1996, p. 1081-1110.

<sup>4</sup> Malkin (I.) et Wilson (D.J.), « *Taxes, Transfers, and State Economic Differences* », *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n° 2013-36, décembre 2013, ont montré que le canal budgétaire aux États-Unis agit principalement via les différences de paiements de l'impôt fédéral d'un État américain à l'autre, plutôt que par les transferts effectués au titre de programmes et de services fédéraux.

présentant, pour chaque canal de partage des risques, la moyenne relative à chaque pays et aux pays de l'UE en tant que groupe.

**Tableau 1**
**Synthèse des résultats de la littérature sur le partage des risques**
**Pays de l'UE**

			Marchés de capitaux	Transferts publics	Canal du crédit	Non lissé
<b>Del Negro (1998)</b>	1967-1990		0,00	0,02	---	---
<b>Asdrubali et Kim (2004)</b>	1960-1990	Impact	0,04	0,00	0,43	0,53
		Cumulé	-0,01	-0,01	0,24	0,79
<b>Poncela et al. (2016)</b>	1960-2014	Impact	0,00	0,00	0,25	0,75
		Cumulé	0,03	0,02	0,18	0,78
	1999-2014	Impact	0,01	0,00	0,13	0,86
		Cumulé	0,09	0,02	0,00	0,89
<b>Ferrari et Rogantini Pico (2017)</b>	1990-2014	Ensemble des pays	---	0,07	0,42	0,55
		N'éprouvant pas de difficultés	-0,20	0,08	0,61	0,50
		En proie à des difficultés	---	0,07	0,39	0,52
<b>Furceri et Zdzienicka (2015)</b>	1979-2010	Périodes normales	0,08	0,04	0,31	0,66
		Crises financières et récessions	-0,07	0,02	0,15	0,90
<b>Nikolov (1996)</b>	2000-2015		0,06	0,00	0,18	0,76
<b>Kalemli-Ozcan et al (2013)</b>	1990-2007	Ensemble des pays	0,05	0,00	0,49	0,46
		En proie à des difficultés	0,12	0,00	0,31	0,57
<b>Milano (2017)</b>	1970-2014		0,01	0,00	0,27	0,72
	1999-2014		0,03	0,00	0,30	0,67
	2007-2014		0,02	0,00	0,39	0,59
<b>Afonso et Furceri (2008)</b>	1980-2005		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
<b>Hoffmann, Maslov, Sørensen et Stewen (2018)</b>	1998-2013		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
<b>Alcidi et al. (2017)</b>	1998-2013		0,10	0,01	0,14	0,75
<b>Cimadomo et al. (2018)</b>	1998-2016		0,20	0,05	-0,05	0,80

**États-Unis**

			Marchés de capitaux	Transferts publics	Canal du crédit	Non lissé
<b>Del Negro (1998)</b>	1969-1994		0,40	0,14	---	---
<b>Asdrubali, Sørensen, Yosha (1996)</b>	1963-1990		0,39	0,13	0,23	0,25
<b>Asdrubali et Kim (2004)</b>	1960-1990	Impact	0,34	0,07	0,21	0,38
		Cumulé	0,36	0,15	0,14	0,36
<b>Nikolov (1996)</b>	1964-2013		0,45	0,08	0,27	0,18
<b>Melitz et Zumer (1999)</b>	1964-1990		0,24	0,13	0,24	0,39
<b>Alcidi et al. (2017)</b>	1998-2013		0,48	0,08	0,27	0,17
<b>Cimadomo et al. (2018)</b>	1998-2016		0,30	0,10	0,20	0,40

## Autres pays

			Marchés de capitaux	Transferts publics	Canal du crédit	Non lissé
Hepp et Von Hagen (2013)	1970-1994	Allemagne de l'Ouest	0,20	0,54	0,17	0,09
	1995-2006	Allemagne	0,50	0,11	0,18	0,22
Hauptmeier, Holm-Hadulla, Renault (à paraître)	2000-2018	France	0,81	0,06	0,04	0,09
Melitz et Zumer (1999)	1984-1992	Italie	0,49	-0,01	-0,04	0,55
Dedola et al. (1998)	1983-1992	Italie	0,67	0,18	0,15	0,00
Fiorelli, Giannini, Martini (2020)	2000-2016	Italie	0,43	0,17	0,16	0,24
Alberola et Asdrubali (1997)	1973-1993	Espagne	0,25	0,03	0,23	0,49
Melitz et Zumer (1999)	1972-1996	Royaume-Uni	0,34	0,00	0,05	0,61
Dedola et al. (1998)	1978-1994	Royaume-Uni	0,40	0,00	0,27	0,33
Melitz et Zumer (1999)	1962-1994	Canada	0,30	0,08	0,25	0,37

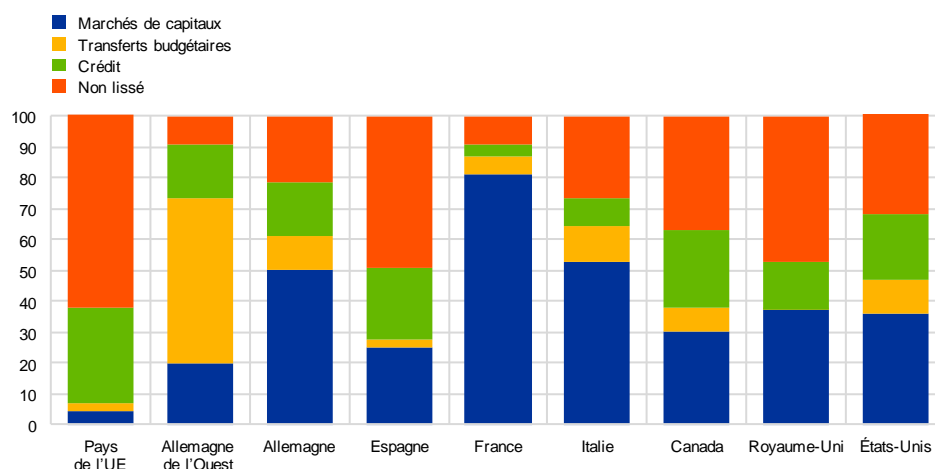
Source : Cimadomo, Gordo Mora et Palazzo, cf. note de bas de page 2.

Note : Le tableau présente la part des chocs de production spécifiques à certains pays qui ont été lissés via les canaux des marchés de capitaux, du crédit et budgétaire aux États-Unis, dans les pays de l'UE et dans d'autres pays, ainsi que la part des chocs non lissés, ressortant des estimations de la sélection d'articles. Par construction, la somme des quatre colonnes est égale à un. Les références complètes des articles présentés sont disponibles dans l'article cité à la note de bas de page 2.

## Graphique 1

Puissance des canaux de partage des risques dans les pays couverts par la revue de la littérature réalisée dans cet article

(pourcentages)



Source : Cimadomo, Gordo Mora et Palazzo, cf. note de bas de page 2.

Note : Le graphique présente les valeurs moyennes pour le ou les pays et pour chaque canal cité dans le tableau 1.

**Le degré de partage du risque via les marchés de capitaux constitue la différence fondamentale entre les États-Unis et l'Europe, le marché des capitaux jouant un rôle nettement plus important aux États-Unis.** Ce canal lisse près de 40 % des chocs sur le revenu national aux États-Unis. Dans l'UE, en revanche, le rôle qu'il joue est comparativement faible. Cela pourrait être dû au fait que les marchés boursiers sont moins développés en Europe, à la plus forte propension à investir au niveau interrégional (c'est-à-dire entre États) aux États-Unis et au fait que les investissements transfrontières dans l'UE sont concentrés sur un

petit nombre d'États membres <sup>5</sup>. L'essentiel du partage des risques dans la zone euro et l'UE passe par le canal du crédit, mais ce canal semble être insuffisant pour compenser les faiblesses des autres canaux.

**Certains articles se sont concentrés sur différents groupes de pays au sein de la zone euro et sur des sous-échantillons, notamment en faisant la distinction entre période antérieure et période postérieure à la crise financière mondiale.**

Kalemli-Ozcan *et al.* <sup>6</sup> ont été parmi les premiers à s'intéresser à la crise financière mondiale de 2008-2010 et à traiter séparément les pays de la zone euro plus en difficulté et les pays moins en difficulté. Leurs résultats suggèrent que, pendant cette crise, le canal des marchés de capitaux n'a pas permis un partage des risques pour les pays en difficulté. Au contraire, il semble avoir joué un rôle d'amplification du choc. Plus récemment, Cimadomo *et al.* <sup>7</sup> se sont intéressés aux flux financiers à l'intérieur de la zone euro sur la base d'un échantillon de 11 pays de la zone. Ils ont conclu que seuls 40 % environ des chocs ont été absorbés durant les premières années de l'UEM, tandis qu'au lendemain de la crise de la dette souveraine qui a débuté en 2009, environ 65 % des chocs ont été lissés. Cela est imputable en partie à l'activation de l'aide financière officielle aux pays en difficulté, à savoir la facilité de prêt au bénéfice de la Grèce, le Fonds européen de stabilité financière, le Mécanisme européen de stabilisation financière et le Mécanisme européen de stabilité (MES) (cf. également Milano et Reichlin <sup>8</sup>).

**S'agissant des différents pays, la littérature indique généralement que l'efficacité du partage des risques au niveau interrégional tend à être plus élevée qu'au niveau international.**

En ce qui concerne l'Allemagne, Hepp et von Hagen concluent à un niveau très élevé de partage des risques entre les régions d'Allemagne de l'Ouest au cours de la période allant de 1970 à 1994 (avant et immédiatement après la réunification) : 91 % des chocs sur le produit brut par habitant des Länder ont été lissés <sup>9</sup>. Au cours de la période qui a suivi la réunification, ce niveau – pour le pays réunifié – a légèrement diminué tout en restant élevé (environ 80 %). Au cours de la période qui a suivi la réunification, une contribution importante a été apportée par le système fédéral de subventions et de redistribution par l'impôt, mais aussi par le canal des marchés de capitaux <sup>10</sup>.

<sup>5</sup> Cf. Milano (V.) et Reichlin (P.), « *Risk-sharing across the US and EMU: The role of public institutions* », *Policy Brief*, n° 9, LUISS School of European Political Economy, janvier 2017 ; et Véron (N.) et Wolff (G.B.), « *Capital Markets Union: A Vision for the Long Term* », *Journal of Financial Regulation*, vol. 2, n° 1, mars 2016, p. 130-153.

<sup>6</sup> Kalemli-Ozcan (S.), Luttini (E.) et Sørensen (B.), « *Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, janvier 2014, p. 253-276.

<sup>7</sup> Cimadomo (J.), Ciminelli (G.), Furtuna (O.) et Giuliodori (M.), « *Private and public risk sharing in the euro area* », *European Economic Review*, vol. 121, janvier 2020.

<sup>8</sup> Milano (V.) et Reichlin (P.), *op. cit.*

<sup>9</sup> Hepp (R.) et von Hagen (J.), « *Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006* », *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n° 1, janvier 2013, p. 1-24. Cf. également Buettner (T.), « *Fiscal federalism and interstate risk sharing: empirical evidence from Germany* », *Economics Letters*, vol. 74, n° 2, janvier 2002, p. 195-202, pour une analyse du lissage des chocs spécifiques aux Länder en Allemagne de l'Ouest grâce aux institutions budgétaires sur la période 1970-1997.

<sup>10</sup> Selon le [rapport 2020 de la BCE sur l'intégration et la structure financières \(Financial Integration and Structure Report\)](#), les actions non cotées, à savoir la détention privée (y compris transfrontière) d'entreprises non cotées, représentent une part de financement plus importante dans l'UE qu'aux États-Unis. Cela pourrait expliquer pourquoi Hepp et von Hagen (cf. note de bas de page 9) et Hauptmeier *et al.* (cf. note de bas de page 11) ont conclu que le partage des risques par l'intermédiaire des marchés de capitaux en Allemagne et en France est étonnamment élevé.



L'analyse présentée dans Hauptmeier *et al.* montre également un degré très élevé de partage interrégional des risques en France, principalement en raison d'un puissant canal des marchés de capitaux <sup>11</sup>. Le partage des risques semble être d'un ordre de grandeur comparable pour l'Italie (environ 75 % des chocs lissés), tandis qu'il semble avoir été plus faible, soit environ 50 %, pour les régions espagnoles (Alberola et Asdrubali) <sup>12</sup>. Le Canada et le Royaume-Uni affichent un niveau de partage des risques légèrement plus faible que les États-Unis, mais supérieur à celui observé entre les pays de l'UE (graphique 1).

### 3 Estimations du partage des risques en zone euro

**Une nouvelle analyse empirique, réalisée pour la zone euro, estime le degré global de partage des risques et la contribution des différents canaux de partage pour la période 1997-2022** <sup>13</sup>. L'analyse couvre dans un premier temps l'échantillon complet, puis elle se fonde sur des fenêtres de douze ans afin d'évaluer l'évolution du partage des risques au fil du temps.

**L'analyse porte sur la façon dont les chocs de PIB spécifiques à un pays affectent la consommation et sur le rôle joué par les trois canaux de partage des risques dans l'absorption de ces chocs** <sup>14</sup>. Le graphique 2 montre l'effet d'un choc de PIB spécifique à un pays sur la croissance de la consommation à divers horizons temporels. Les différentes parties du graphique décrivent la réponse de chaque canal au cours de la même année, puis les réponses cumulées sur un, deux, trois et quatre ans. L'effet total est normalisé à 100 pour chaque horizon. Par exemple, si une récession se produit l'année *t* et qu'il n'y a pas de partage des risques, cela se traduira par une contraction de la consommation à raison d'un pour un, et la barre « non lissé » prendra une valeur de 100, tandis que les autres barres seront égales à zéro. Dans le cas contraire, où le partage des risques est total, la

<sup>11</sup> Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Renault (T.), « *Risk-sharing and monetary policy transmission* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

<sup>12</sup> Alberola (E.) et Asdrubali (P.), « *How Do Countries Smooth Regional Disturbances? Risk sharing in Spain: 1973-1993* », *Documento de Trabajo*, n° 9724, Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid, janvier 1997. Cf. également Burriel (P.), Chronis (P.), Freier (M.), Hauptmeier (S.), Reiss (L.), Stegarescu (D.) et Van Parys (S.), « *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems* », *Occasional Paper Series*, n° 239, BCE, avril 2020, pour une analyse comparative du degré de partage budgétaire des risques dans une sélection de pays européens.

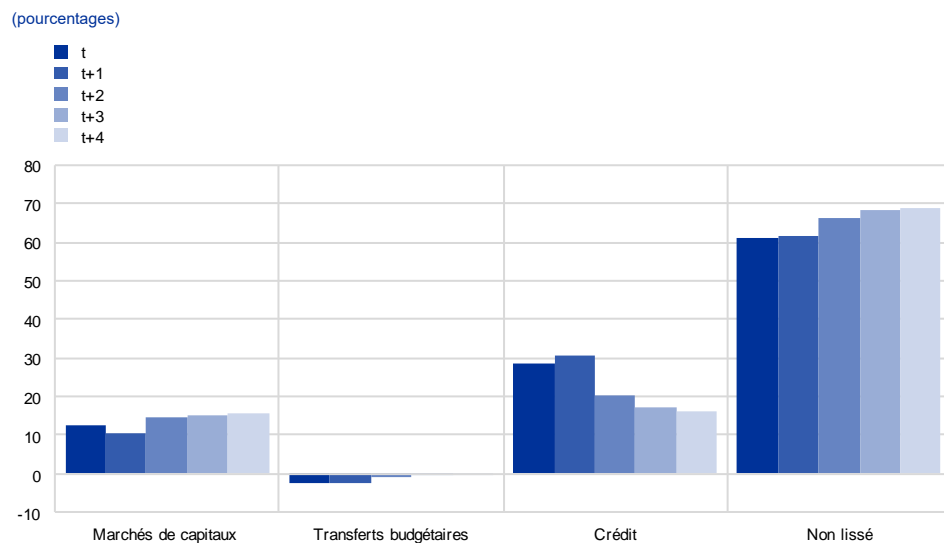
<sup>13</sup> Cf. Cimadomo (J.), Gordo Mora (E.) et Palazzo (A. A.), *op. cit.* L'analyse empirique repose sur la méthodologie développée dans Asdrubali (P.) et Kim (S.), « *Dynamic risk sharing in the United States and Europe* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n° 4, mai 2004, p. 809-836. La même méthodologie a été utilisée dans « *Financial Integration in Europe* » (L'intégration financière en Europe), BCE, mai 2017 et dans « *Le partage des risques dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

<sup>14</sup> Le canal des marchés de capitaux se reflète dans la différence entre le produit intérieur brut (PIB) et le produit national brut (PNB). Cette différence est égale aux revenus des actifs financiers détenus à l'étranger et aux revenus de l'emploi à l'étranger des citoyens nationaux. Le canal budgétaire correspond à la différence entre le PNB et le revenu national brut (RNB), qui résulte en partie des transferts transfrontières entre les administrations publiques (par exemple les fonds structurels dans le cas de l'UE). Le canal du crédit se reflète dans la différence entre le RNB et la consommation (privée et publique). Il recouvre, par exemple, les emprunts contractés à l'étranger par les particuliers et les administrations publiques, que ce soit sur les marchés du crédit ou via des mécanismes d'assurance supranationaux comme le MES. Les prêts au titre de la facilité pour la reprise et la résilience relèvent aussi de ce canal. Dans le modèle empirique, un modèle « VAR sur données de panel », un choc de PIB est défini comme une variation inattendue (positive ou négative) du PIB d'un pays qui ne dépend pas d'un choc commun (à l'échelle de la zone euro).

barre « non lissé » sera à zéro, et la somme des canaux des marchés de capitaux, budgétaire et du crédit sera égale à 100.

## Graphique 2

Zone euro : transmission des chocs de production à la consommation et canaux de lissage



Source : Cimadomo, Gordo Mora et Palazzo, cf. note de bas de page 2.

Notes : Le graphique retrace l'effet d'un choc de PIB sur la croissance de la consommation à différents horizons temporels, sur la base des réponses impulsionnelles générées par un modèle VAR sur données de panel. La première barre représente la réponse de chaque canal pour l'année courante, c'est-à-dire la même année que celle où le choc de production est survenu. Les réponses cumulées après un, deux, trois et quatre ans sont ensuite données. La somme de l'ensemble des canaux et de la partie non lissée est normalisée à 100 à chaque horizon. De manière générale, les barres sont statistiquement significatives aux niveaux conventionnels lorsqu'elles sont supérieures à 10 %. L'échantillon concerne la période 1997-2022.

**L'échantillon utilisé dans l'analyse empirique recouvre 11 pays de la zone euro : Belgique, Allemagne, Grèce, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Finlande** <sup>15</sup>. Les données ont été extraites de la base de données macroéconomiques annuelles (AMECO) de la Commission européenne, série du printemps 2022 <sup>16</sup>.

**Le graphique 2 montre que le partage des risques a fonctionné plus efficacement à court et moyen termes, c'est-à-dire l'année du choc et l'année suivante (t et t+1).** L'efficacité des mécanismes de partage des risques s'affaiblit au fil du temps, comme le montrent les barres « non lissé » qui augmentent sur l'horizon de quatre ans. La plus forte contribution a été apportée par le canal du crédit, qui a amorti environ 30 % du choc de production durant les deux premières années. La contribution du canal des marchés de capitaux a été relativement stable, à environ 10 % sur l'horizon, tandis que la contribution du canal budgétaire a été, dans l'ensemble, négligeable. La part des chocs non lissés a augmenté, passant d'environ 60 % à environ 70 % sur l'horizon de quatre ans. Cela pourrait être dû à des forces qui se compensent au fil du temps : par exemple, si des crédits sont reçus de l'étranger par les résidents (canal du crédit) un ou deux ans après le début

<sup>15</sup> L'Irlande a été exclue de l'analyse en raison des révisions d'une ampleur inhabituelle apportées en juillet 2016 à certaines des principales statistiques macroéconomiques du pays pour 2015.

<sup>16</sup> L'échantillon comprend également des prévisions provisoires pour 2022 qui, bien que susceptibles de révision ultérieure, donnent un premier aperçu des évolutions pendant la crise de la COVID-19.

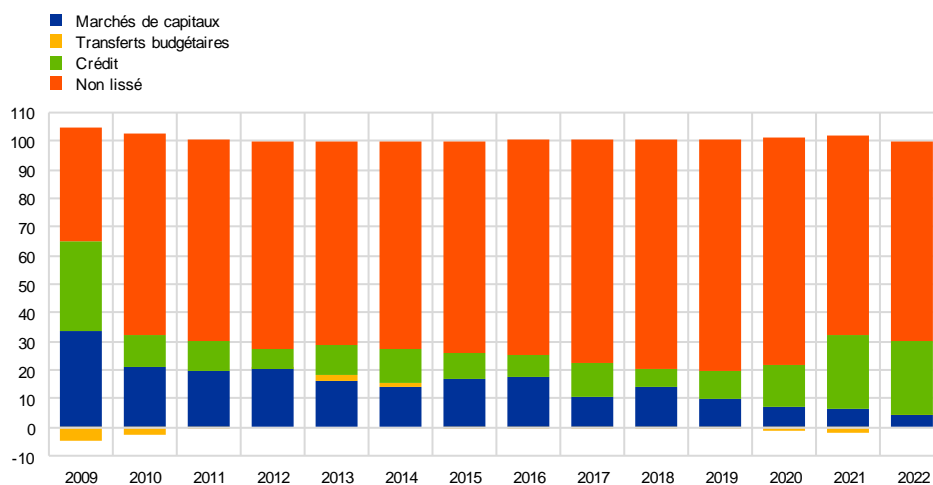
d'une récession, d'autres évolutions pourraient intervenir au même moment sur les marchés internationaux du crédit qui brouilleraient dans une certaine mesure l'effet de lissage.

**Pour évaluer l'évolution du partage des risques au cours des deux dernières décennies, les effets d'un choc de PIB sur la consommation sont estimés à partir de fenêtres glissantes sur 12 ans.** Les résultats sont présentés dans le graphique 3. Dans ce graphique, chaque barre représente les contributions des trois canaux – ainsi que la part des chocs non lissés – sur une fenêtre spécifique de 12 ans (qui se termine l'année indiquée sur l'axe des abscisses). Par exemple, la barre 2022 présente les estimations pour l'échantillon 2010-2022<sup>17</sup>. La variation annuelle des parts des différents canaux reflète les modifications des paramètres du modèle pour chaque fenêtre. Comme dans le graphique 2, le reliquat représente la part du choc sur la croissance du PIB en volume spécifique au pays qui reste non lissée et se reflète donc intégralement dans la croissance de la consommation spécifique au pays.

### Graphique 3

Zone euro : modifications du partage des risques pour la consommation et canaux de lissage

(axe des abscisses : année de fin de la fenêtre de douze ans ; axe des ordonnées : pourcentages)



Source : Cimadomo, Gordo Mora et Palazzo, cf. note de bas de page 2.

Notes : Le graphique présente le pourcentage de la croissance de la consommation qui est lissée par les canaux du capital, budgétaire et du crédit, ainsi que la composante non lissée, à la suite d'un choc sur le PIB national. Ces contributions sont calculées sur la base de l'effet cumulé du choc à l'horizon de deux ans. Les contributions des canaux sont calculées à l'aide d'un modèle VAR sur données de panel reposant sur des paramètres estimés sur une fenêtre glissante de 12 ans de données annuelles. L'axe des abscisses représente l'année de fin pour la fenêtre de 12 ans. L'échantillon concerne la période 1997-2022.

**Le graphique 3 montre que la part des chocs non lissés a augmenté dans la zone euro lorsque la crise financière mondiale de 2008-2010 a été incluse dans l'échantillon.** En effet, au cours de cette période, le rôle des marchés de capitaux et du crédit est devenu progressivement moins important, reflétant peut-être un report des investisseurs vers les valeurs sûres sur les marchés financiers et la procyclicité des prêts transfrontières. Cette évolution pourrait également refléter les progrès

<sup>17</sup> Les barres représentent les réponses cumulées deux ans après le choc. Cette représentation est comparable aux barres t+2 du graphique 2, ces dernières étant toutefois estimées sur l'échantillon complet.

limités dans l'UE en matière d'union bancaire et d'union des marchés de capitaux, qui, si elles avaient été pleinement opérationnelles, auraient pu éviter un recul aussi important des canaux des marchés de capitaux et du crédit. Toutefois, la forte diminution du partage des risques s'est ralentie au cours de la période 2011-2012. Cette évolution pourrait s'expliquer en partie par l'activation de programmes officiels d'aide dans la zone euro, qui ont probablement eu un effet positif sur le partage des risques (cf. Cimadomo *et al.* <sup>18</sup>). De plus, le discours du 26 juillet 2012 du président de la BCE de l'époque, Mario Draghi, sur le « [quoi qu'il en coûte](#) », l'annonce par la BCE de l'introduction des opérations monétaires sur titres le 2 août 2012 et les mesures de politique monétaire qui ont suivi ont probablement apporté une contribution supplémentaire à la prévention de la fragmentation financière dans l'UEM.

**Lorsque l'échantillon a inclus la crise de la COVID-19, on a observé une amélioration du partage des risques, principalement liée au canal du crédit.**

Bien qu'une identification exacte des déterminants de ce canal ne soit pas possible dans ce cadre, les données suggèrent que le soutien très fort apporté par les politiques publiques a probablement évité une grave perturbation du partage privé des risques, en réduisant le risque d'une interruption soudaine des flux financiers transfrontières <sup>19</sup>.

**En particulier, outre le soutien budgétaire apporté au niveau national, qui a contribué à prévenir la fragmentation économique, il y a eu des avancées significatives dans la fourniture d'aide publique au niveau de l'UE.** Cette aide incluait, initialement, un filet de sécurité d'un montant total de 540 milliards d'euros disponible sous trois formes distinctes : a) des prêts octroyés dans le cadre du MES pour contribuer au financement des dépenses publiques liées à la pandémie ; b) des garanties de crédit accordées aux entreprises par l'intermédiaire de la Banque européenne d'investissement ; et c) le financement de dispositifs nationaux de chômage partiel <sup>20</sup>. Si seule cette dernière mesure – l'instrument européen SURE de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence – a été utilisée de manière significative, l'annonce de ces initiatives de soutien public a

<sup>18</sup> Cimadomo (J.), Ciminelli (G.), Furtuna (O.) et Guiliadori (M.), *op. cit.*

<sup>19</sup> D'autres études montrent également que le partage des risques a fait preuve d'une relative résilience pendant la crise de la COVID-19. Par exemple, Giovannini (A.), Horn (C.-W.) et Mongelli (F. P.), « *An early view on euro area risk-sharing during the COVID-19 crisis* », *VoxEU*, janvier 2021, suggèrent que les mesures de confinement prises pour réduire la propagation de la COVID-19 ont empêché les ménages de consommer une part importante de leur panier de consommation normal. Par conséquent, il a été suggéré que l'analyse pour cette période se focalise sur le partage des risques pour le revenu, c'est-à-dire la capacité d'un pays à distinguer la variation de son PIB des variations de sa production, plutôt que sur le partage des risques pour la consommation. Les conclusions de ces auteurs indiquent que le partage des risques pour le revenu a été relativement stable pendant la crise. Commission européenne, Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux, Alcidi (C.), Postica (D.), Shamsfakhr (F.) *et al.*, *Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context (2021) - Rise and fall after the COVID-19 outbreak*, Office des publications de l'Union européenne, 2022, ont montré que, à la différence de la crise financière mondiale de 2008-2010, la pandémie de COVID-19 n'a pas inversé les tendances précédentes des flux internationaux de capitaux, ce qui a apporté une contribution supplémentaire au lissage du revenu et de la consommation.

<sup>20</sup> Parmi les autres mesures adoptées au niveau de l'UE figuraient le Fonds de garantie paneuropéen de la Banque européenne d'investissement, l'Initiative d'investissement en réaction au coronavirus de la Commission européenne et le programme REACT-EU (initiative de soutien à la reprise en faveur de la cohésion et des territoires de l'Europe).

néanmoins renforcé la confiance et contribué à éviter de soudaines interruptions des flux financiers transfrontières <sup>21</sup>.

**L'avancée de loin la plus importante a été l'introduction de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) de l'UE, principale composante du programme NGEU <sup>22</sup>.** Cette facilité est un instrument temporaire conçu pour soutenir la reprise et la transformation structurelle des économies de l'UE par le biais d'une combinaison de subventions et de prêts financés via l'émission de titres de créance par la Commission européenne pour le compte de l'UE. Elle s'élève à presque 724 milliards d'euros (en prix courants, soit 90 % du total de l'enveloppe NGEU), et il est estimé que plus des quatre cinquièmes seront utilisés par les pays de la zone euro, en particulier ceux qui ont été le plus durement touchés par la crise <sup>23</sup>. En outre, les mesures de politique monétaire prises par la BCE, et en particulier ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), ses mesures prudentielles et en matière de garanties et son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), ont réduit le risque de fragmentation financière pendant la crise de la COVID, empêchant ainsi indirectement une détérioration du partage des risques via les canaux du crédit et des marchés de capitaux pendant cette période <sup>24</sup>.

**La pandémie de COVID-19 montre de façon claire et tangible les avantages de disposer de mécanismes de partage des risques pour faire face à des chocs imprévus et sans précédent ayant des effets asymétriques.** Il a été montré que ces effets dépendent, entre autres, de la rigueur des stratégies d'atténuation mises en place pour contenir la crise ainsi que des structures de production existantes <sup>25</sup>. De manière générale, ce qui ressort clairement du graphique 3, c'est la faiblesse relative tant des canaux privés de partage des risques (marchés de capitaux et crédit) que du canal budgétaire dans la zone euro, au moins jusqu'au début de la pandémie, après quoi le partage des risques s'est amélioré dans une certaine mesure. Cela suggère que de nouvelles mesures devraient être prises pour contribuer à renforcer ces canaux.

---

<sup>21</sup> Cf. Bańkowski (K.), Bouabdallah (O.), Domingues Semeano (J.), Dorrucchi (E.), Freier (M.), Jacquinot (P.), Modery (W.), Rodríguez Vives (M.), Valenta (V.) et Zorell (N.), « *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 291, BCE, avril 2022, pour une analyse de l'impact macroéconomique potentiel du programme NGEU et, en particulier, de l'importance des effets sur la confiance générés par le lancement de SURE et de NGEU.

<sup>22</sup> Même en 2020, avant la finalisation des plans des pays pour la reprise et la résilience en 2021-2022, le programme NGEU a eu un effet majeur. Conjointement avec le PEPP, le programme NGEU a été l'élément qui a changé la donne, permettant de restaurer la confiance des marchés pour les économies les plus vulnérables de la zone euro après les importantes sorties nettes au titre des investissements de portefeuille et le creusement des *spreads* souverains observé en mars 2020 du fait du choc lié à la pandémie.

<sup>23</sup> Ces mesures constituent une étape importante dans les dispositifs de partage des risques, mais sont par nature temporaire. Codogno (L.) et van den Noord (P.), « *Assessing Next Generation EU* », *LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series*, LEQS Paper n° 144, London School of Economics and Political Science, février 2021, ont appliqué un modèle macroéconomique stylisé et ont avancé qu'une approche alternative, avec un partage des risques *ex ante* via la création d'une euro-obligation et d'une capacité budgétaire centrale permanente, serait au moins aussi puissante, mais plus durable, automatique et rapide.

<sup>24</sup> Le PEPP a probablement eu une influence à la fois sur le canal des marchés de capitaux et sur le canal du crédit. Toutefois, la méthodologie utilisée ici ne permet pas d'isoler clairement la contribution de la politique monétaire à l'efficacité de ces deux canaux.

<sup>25</sup> Cf. l'encadré intitulé « L'impact des mesures d'endiguement sur les différents secteurs et pays durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

## Encadré 1

### Partage des risques et transmission de la politique monétaire

---

Sebastian Hauptmeier, Frédéric Holm-Hadulla et Théodore Renault

La littérature relative aux zones monétaires optimales établit une division du travail claire dans la poursuite d'objectifs de stabilisation macroéconomique. Le rôle de la politique monétaire est d'atteindre la stabilité des prix pour l'union monétaire dans son ensemble. Elle vise donc à limiter les fluctuations des résultats macroéconomiques moyens en réaction à des chocs communs en ajustant son orientation de manière à stabiliser l'inflation à la cible. Le partage des risques via des mécanismes publics et de marché peut limiter la dispersion des résultats macroéconomiques au sein de l'union monétaire en facilitant un ajustement géographiquement différencié à des chocs asymétriques. Des études récentes suggèrent qu'une interaction particulière entre ces outils de stabilisation macroéconomique peut survenir si la politique monétaire a des effets non uniformes sur les différents membres d'une union monétaire <sup>26</sup>.

En appliquant le cadre bien établi proposé par Asdrubali *et al.* <sup>27</sup> à des données régionales désagrégées, on observe une variation substantielle de la prévalence globale du partage intranational et international des risques entre les pays de la zone euro (graphique A, partie a) <sup>28</sup>. La mesure dans laquelle les fluctuations régionales du PIB ont été lissées par les marchés de capitaux, les marchés du crédit et le secteur public a varié entre 32 % et 97 % sur la période 2000-2018 <sup>29</sup>. En termes de puissance, le canal des marchés de capitaux apparaît généralement comme le canal dominant pour le lissage des fluctuations courantes. Bien que le canal du crédit et le canal budgétaire se soient révélés plus faibles, l'impact de ce dernier – qui fonctionne via le système de transfert public et la fiscalité – s'accroît sur des horizons plus longs. Cette variation entre pays de l'intensité du partage des risques et de la puissance relative des différents canaux peut être utilisée pour évaluer empiriquement les implications du partage interrégional des risques pour les effets réels de la politique monétaire.

---

<sup>26</sup> Cf. Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Renault (T.), « Partage des risques et transmission de la politique monétaire », *op. cit.*

<sup>27</sup> Cf. Asdrubali (P.), Sørensen (B.E.) et Yosha (O.), *op. cit.*

<sup>28</sup> L'analyse s'appuie sur des données de niveau NUTS-2, conformément à la classification NUTS d'Eurostat, qui subdivise les territoires nationaux en régions. L'utilisation de données régionales permet de rendre compte du volume de risques partagés à l'intérieur d'un pays (partage intranational des risques) et entre les pays (partage international des risques).

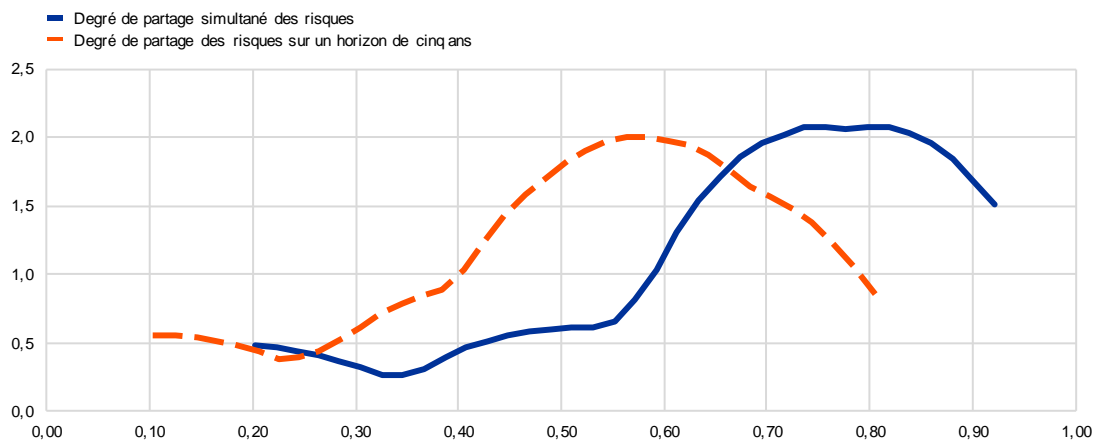
<sup>29</sup> Ces estimations ne sont pas directement comparables avec celles de la section 3, car elles font référence au partage interrégional des risques à l'intérieur des pays, tandis que celles de la section 3 font référence au partage des risques entre les pays de la zone euro.

## Graphique A

### Le degré de partage des risques dans l'UEM : hétérogénéité régionale et profil temporel

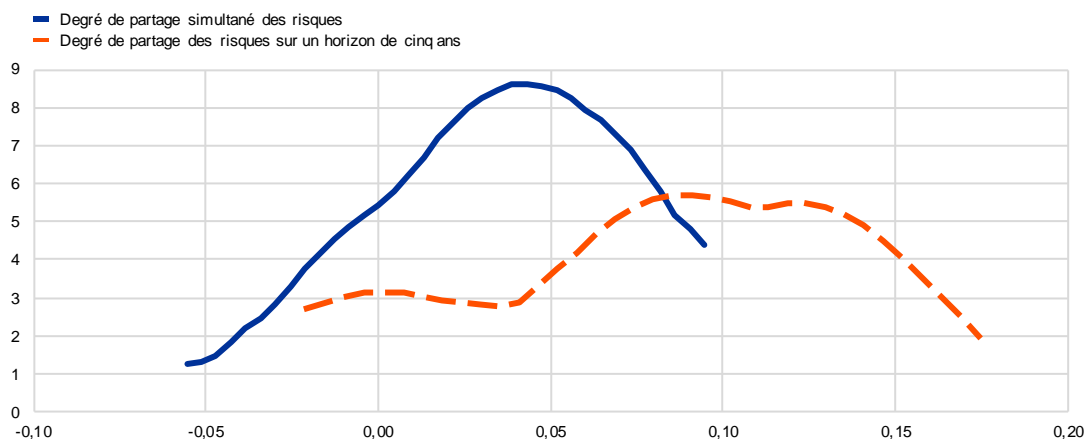
#### a) Degré de partage des risques via le canal des marchés de capitaux

(axe des abscisses : pourcentages ; axe des ordonnées : densité)



#### b) Degré de partage des risques via le canal budgétaire

(axe des abscisses : pourcentages ; axe des ordonnées : densité)



Source : Hauptmeier, Holm-Hadulla et Renault, cf. note de bas de page 11.

Notes : Les parties a) et b) montrent la fonction de densité entre pays du degré de partage des risques total estimé via le canal des marchés de capitaux et le canal budgétaire, respectivement. La ligne bleue continue correspond à l'ampleur du partage simultané des risques ; la ligne en pointillés rouges montre le partage des risques sur un horizon de cinq ans.

Le partage des risques joue un rôle essentiel pour déterminer les effets réels des chocs de politique monétaire. La partie a) du graphique B montre l'impact estimé d'un choc de resserrement monétaire sur la production régionale dans la zone euro, en fonction du degré de partage interrégional des risques<sup>30</sup>. La contraction de la production régionale après un relèvement de 100 points de base des taux directeurs est d'environ 1 point de pourcentage moindre pour les régions atteignant le degré maximal de partage des risques dans l'échantillon que pour celles atteignant le degré minimal. En outre, les régions présentant un degré élevé de partage des risques sont moins sujettes aux effets d'hystérèse induits par la politique monétaire, c'est à dire les effets

<sup>30</sup> L'analyse s'appuie sur des techniques d'estimation locale linéaire (cf. Jordà (O.), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, mars 2005, p. 161-182) et inclut un terme d'interaction entre le taux directeur et le niveau de partage des risques dans l'économie. Cela rend compte de la mesure dans laquelle l'impact d'un choc de politique monétaire varie selon le degré de partage des risques (cf. Hauptmeier (S.), Holm-Hadulla (F.) et Renault (T.), *op. cit.*, pour des informations plus détaillées sur le modèle empirique et les techniques d'estimation).

économiques durables de la modification des taux d'intérêt : tandis que la production dans les régions présentant le partage minimal des risques demeure environ 1,5 % inférieure à son niveau initial cinq ans après le choc lié au resserrement de la politique monétaire, elle se redresse complètement au cours de cette période dans les régions présentant le partage maximal des risques.

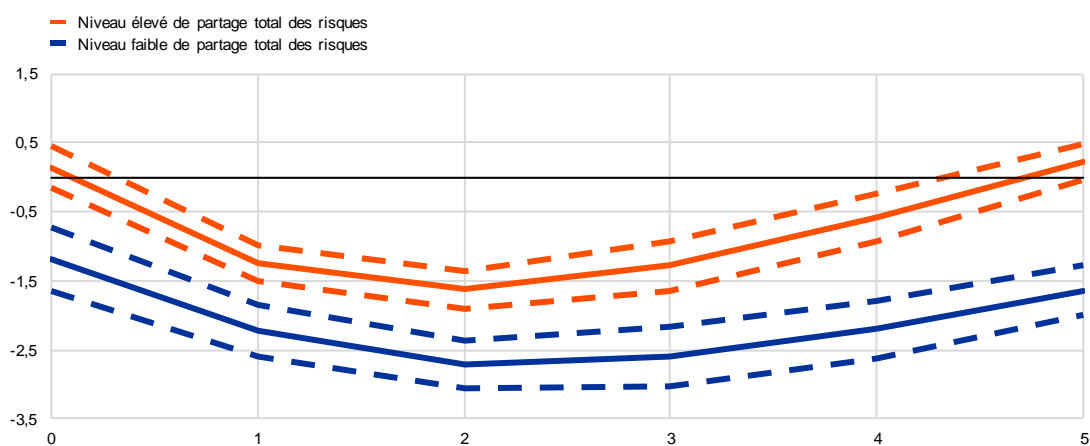
S'agissant des différents canaux, le partage des risques via le canal budgétaire s'avère jouer un rôle particulièrement important pour déterminer la persistance des effets de la politique monétaire sur les régions pauvres <sup>31</sup> (graphique B, partie b). Par exemple, avec un niveau faible de partage budgétaire des risques, ces régions connaissent une contraction prolongée de la production en réaction à un relèvement des taux directeurs. Avec un niveau élevé de partage budgétaire des risques, les régions pauvres connaissent non seulement une contraction plus faible de la production, mais elles sont également protégées des effets d'hystérèse. Pour les régions riches, le degré de partage des risques a un impact différencié plus limité sur la production. Ces résultats suggèrent que le partage budgétaire des risques peut contribuer à éviter des divergences économiques résultant d'effets d'hystérèse régionaux.

## Graphique B

Impact de la politique monétaire sur la production régionale lorsque le partage des risques est élevé ou faible

### a) Impact sur la production régionale

(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : pourcentages)

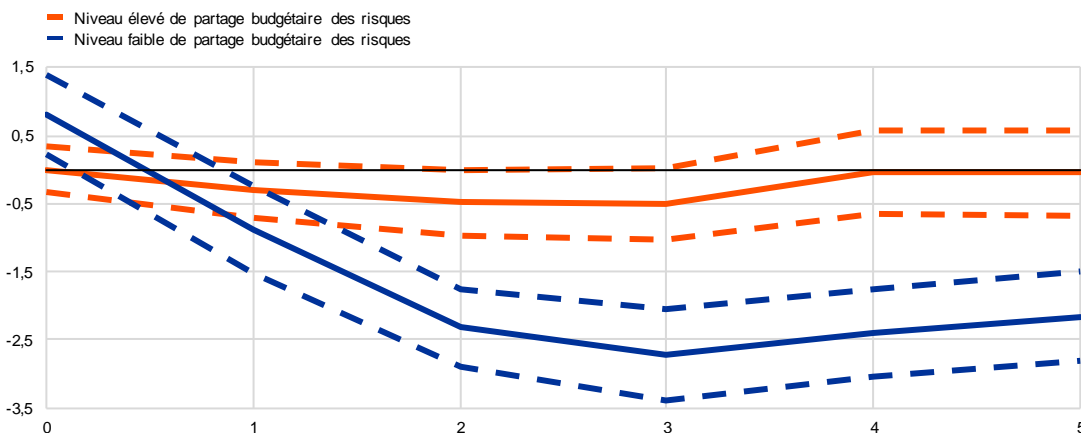


<sup>31</sup> Les régions pauvres sont définies comme le décile le plus bas de la distribution du PIB.



## b) Impact sur la production dans les régions pauvres

(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : pourcentages)



Source : Hauptmeier, Holm-Hadulla et Renault, cf. note de bas de page 11.

Notes : La partie a) montre l'impact d'un relèvement de 100 points de base des taux directeurs sur la production régionale pour des niveaux faibles (bleu) et élevés (rouge) de partage total des risques pour un échantillon composé de 155 régions situées dans dix pays de la zone euro au cours de la période 2000-2018 à une fréquence annuelle. La partie b) montre l'impact d'un choc similaire sur la production régionale dans les régions pauvres (décile le plus bas de la distribution du PIB) pour des niveaux faibles (bleu) et élevés (rouge) de partage budgétaire des risques. L'axe des abscisses correspond à l'horizon en années de la réaction de la production. L'effet du choc de politique monétaire est estimé à l'aide de projections locales linéaires, cf. la note de bas de page 30.

## 4 Propositions pour améliorer le partage public des risques

**À eux seuls, les mécanismes de partage des risques basés sur le marché peuvent ne pas être suffisants pour permettre à une économie de résister à des chocs sévères**<sup>32</sup>. Comme cela a été souligné dans Farhi et Werning, l'intervention des pouvoirs publics en complément du partage des risques par le marché est une nécessité inhérente à toute union monétaire<sup>33</sup>. Cela est dû, *in fine*, au fait que, même avec des marchés complets, les mécanismes d'assurance basés sur le marché sont sous-optimaux dans les unions monétaires, où les agents privés tendent à ignorer les effets de stabilisation macroéconomique des choix de portefeuille<sup>34</sup>.

**Une capacité budgétaire centrale au niveau de la zone euro pourrait accroître la capacité de la politique budgétaire à absorber les chocs communs, qui peuvent avoir des effets asymétriques sur les différents pays, ainsi que les chocs propres aux différents pays.** Cela aurait pour double objectif d'atténuer les effets sur chacun des pays et de préserver la stabilité dans la zone euro dans son ensemble en cas de chocs extrêmes, tels que ceux survenus au cours des vingt

<sup>32</sup> Cf. également la discussion dans Giovannini (A.), Ioannou (D.) et Stracca (L.), « *Public and private risk sharing: friends or foes? The interplay between different forms of risk sharing* », *Occasional Paper Series*, n° 295, BCE, juin 2022.

<sup>33</sup> Farhi (E.) et Werning (I.), « *Fiscal Unions* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 12, décembre 2017, p. 3788-3834.

<sup>34</sup> Farhi et Werning ne parviennent pas à la même conclusion pour les pays situés en dehors d'une union monétaire, avec des taux de change flexibles. Tant que ces pays conduisent une politique monétaire indépendante, ils peuvent contrebalancer intégralement les chocs. L'argument de Farhi et Werning en faveur d'une implication des pouvoirs publics dans le partage international des risques s'appuie sur le fait d'être membre d'une union monétaire, précisément car cela contraint la politique monétaire et évite la stabilisation des chocs asymétriques. Ils avancent donc qu'une union budgétaire et union monétaire devraient aller de pair.

dernières années <sup>35</sup>. Une capacité budgétaire centrale pourrait être particulièrement puissante lorsque la politique monétaire unique est contrainte par le plancher effectif des taux et a donc une marge de manœuvre moins importante pour contrer les chocs communs. De fait, l'existence même d'une capacité budgétaire centrale pourrait réduire la fréquence des épisodes lorsque la contrainte du taux plancher devient importante, car une relance budgétaire agrégée via la capacité budgétaire centrale atténuerait les tensions déflationnistes.

**Des progrès institutionnels significatifs susceptibles de renforcer le partage public des risques ont été réalisés dans l'UEM** <sup>36</sup>. En particulier, le MES pourrait jouer un rôle pour absorber les chocs propres aux pays ou pour éviter des crises futures via ses programmes de précaution. En outre, le programme FRR pourrait être considéré comme l'« embryon » d'une future capacité budgétaire centrale, car il a fourni des instruments pour contrer la récession provoquée par le choc pandémique. Malgré ces progrès, toutefois, l'UEM n'est toujours pas dotée d'une véritable capacité budgétaire centrale visant à stabiliser le cycle d'activité et/ou à fournir des biens publics européens.

**En effet, une capacité budgétaire centrale pourrait être conçue pour fournir (a) une stabilisation macroéconomique et/ou (b) d'autres biens publics communs (par exemple, des investissements communs dans les transitions écologique et numérique, le fait d'atteindre l'autonomie énergétique, etc.)** <sup>37</sup>. Même si l'on considère généralement que seule la stabilisation macroéconomique peut avoir une incidence sur le partage des risques, la fourniture d'autres biens publics communs pourrait aussi indirectement avoir une influence, en particulier pendant des périodes de ralentissement économique, car cela éviterait des réductions procycliques des postes de dépenses publiques associés et réduirait l'ampleur du financement par le déficit (améliorant ainsi la capacité à amortir les chocs). Même si le débat porte sur ces deux types de capacité budgétaire (souvent en combinant des éléments de chacune), les propositions spécifiques examinées ci-dessous sont centrées sur la fonction de stabilisation macroéconomique directe.

---

<sup>35</sup> La [réponse de l'Eurosystème à la communication de la Commission européenne intitulée « L'économie de l'Union européenne après la COVID-19 – conséquences pour la gouvernance économique » du 19 octobre 2021](#) (en anglais), 1<sup>er</sup> décembre 2021, indique qu'une capacité budgétaire centrale permanente, si elle est conçue de façon appropriée, pourrait jouer un rôle pour améliorer la stabilisation macroéconomique et la convergence dans la zone euro à plus long terme. Cf. également l'[avis de la Banque centrale européenne du 9 novembre 2018 sur une proposition de règlement sur la création d'un mécanisme européen de stabilisation des investissements](#) (CON/2018/51), JO C 444 du 10.12.2018, p. 11, qui mentionne qu'une capacité budgétaire « existe dans toutes les unions monétaires pour mieux absorber les chocs économiques auxquels il est impossible de faire face au niveau national. S'il est dûment conçu, un mécanisme commun de stabilisation macroéconomique accroîtrait la résilience économique de chacun des États membres participants et de la zone euro dans son ensemble, soutenant ainsi la politique monétaire unique ».

<sup>36</sup> Le rapport des cinq présidents (Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, Commission européenne, 2015) décrit le développement institutionnel de l'UEM et fournit les premiers éléments pour l'introduction d'une capacité budgétaire centrale comme mécanisme permanent de stabilisation macroéconomique dans la zone euro afin d'améliorer la stabilité des prix et d'éviter la contagion souveraine et la fragmentation financière.

<sup>37</sup> Cf. également « [Europe as a common shield: protecting the euro area economy from global shocks](#) » discours de Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE, lors de l'Innovation Day du Parlement européen « *The EU in the world created by the Ukraine war* », 1<sup>er</sup> juillet 2022.

**La conception de mécanismes publics d'assurance supplémentaires entre les pays de la zone euro a donné lieu à plusieurs propositions, nécessitant différents degrés d'ambition politique**<sup>38</sup>. Les propositions existantes visent principalement à fournir une stabilisation macroéconomique via des transferts directs aux pays qui en ont besoin (Beetsma *et al.*), par le biais d'un dispositif européen de protection des investissements qui protégerait les investissements en cas de ralentissement de l'activité (Bara *et al.*) ou par le biais d'un dispositif européen de réassurance chômage (Balassone *et al.* ; Bénassy-Quéré *et al.* ; Dolls)<sup>39</sup>. D'autres propositions envisagent un fonds « pour les mauvais jours », les pays enregistrant une expansion étant contributeurs nets et les pays connaissant un ralentissement étant bénéficiaires nets (Carnot *et al.* ; Furceri et Zdzienicka ; Beetsma *et al.*)<sup>40</sup>. Les propositions les plus ambitieuses comprennent la création d'un gouvernement économique pour la zone euro, doté de son propre budget pour la stabilisation macroéconomique, qui serait responsable d'une agence européenne de la dette chargée d'émettre des instruments communs de dette<sup>41</sup>.

**Tous ces instruments réalloueraient les ressources de manière intertemporelle, mais également entre les pays se situant à différents stades du cycle économique, contribuant ainsi à la synchronisation des cycles d'activité dans la zone euro.** Certaines études ont simulé ce qui serait arrivé si de tels mécanismes avaient existé depuis la création de la zone euro (cf., par exemple, Furceri et Zdzienicka ; et Koester et Sondermann<sup>42</sup>). Leurs conclusions suggèrent qu'une capacité budgétaire centrale d'une taille relativement modérée permettrait à la zone euro de parvenir à un pouvoir de stabilisation proche de celui des transferts provenant du budget fédéral aux États-Unis.

**Il existe deux principales objections potentielles aux dispositifs de capacité budgétaire centrale proposés jusqu'à présent : premièrement, ils pourraient**

<sup>38</sup> Les enquêtes figurent dans Balassone (F.), Momigliano (S.), Romanelli (M.) et Tommasino (P.), « *Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the euro area* », *Economia Pubblica*, vol. 2018(1), FrancoAngeli Editore, Milan, 2018, p. 5-34 ; Arnold (N.G.), Barkbu (B.B.), Ture (H.E.), Wang (H.) et Yao (J.), « *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area* », *IMF Staff Discussion Note*, n° SDN/18/03, Fonds monétaire international, mars 2018 ; Beetsma (R.), Cima (S.) et Cimadomo (J.), « *Fiscal Transfers without Moral Hazard?* », *International Journal of Central Banking*, vol. 17, n° 3, septembre 2021, p. 95-153 ; et Beetsma (R.), Cimadomo (J.) et van Spronsen (J.), « *One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks* », *Working Paper Series*, n° 2666, BCE, mai 2022.

<sup>39</sup> Beetsma (R.) *et al.*, « *Fiscal Transfers without Moral Hazard?* », *op. cit.* ; Bara (Y.-E.), Castets (L.), Ernoul (T.) et Zakhartchouk (A.), « Contribution à la réflexion sur le renforcement de la zone euro », *Trésor-Éco*, n° 190, ministère de l'Économie et des Finances, février 2017 ; Balassone (F.) *et al.*, *op. cit.* ; Bénassy-Quéré (A.), Brunnermeier (M.), Enderlein (H.), Farhi (E.), Fratzcher (M.), Fuest (C.), Gourinchas (P.-O.), Martin (P.), Pisani-Ferry (J.), Rey (H.), Schnabel (I.), Véron (N.), Weder di Mauro (B.) et Zettelmeyer (J.), « *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform* », *CEPR Policy Insight*, n° 91, Centre for Economic Policy Research, Londres, janvier 2018 ; Dolls (M.), « *An Unemployment Re-Insurance Scheme for the Eurozone? Stabilizing and Redistributive Effects* », *CESifo Working Paper Series*, n° 8219, CESifo, Munich, avril 2020.

<sup>40</sup> Carnot (N.), Kizior (M.) et Mourre (G.), « *Fiscal Stabilisation in the Euro-Area: A Simulation Exercise* », *Working Papers CEB*, n° 17/025, ULB – Université Libre de Bruxelles, octobre 2017 ; Furceri (D.) et Zdzienicka (A.), « *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?* », *Open Economies Review*, vol. 26, n° 4, septembre 2015, p. 683-710 ; et Beetsma (R.) *et al.*, « *One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks* », *op. cit.*

<sup>41</sup> Cf. la [feuille de route de 2017 de la Commission européenne pour approfondir l'UEM](#).

<sup>42</sup> Furceri (D.) et Zdzienicka (A.), *op. cit.* ; Koester (G.) et Sondermann (D.), « *A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties* », *Occasional Paper Series*, n° 216, BCE, octobre 2018.

**créer un aléa moral et, deuxièmement, ils pourraient entraîner des transferts permanents entre les pays.** L'aléa moral fait référence au risque que, si un pays reçoit des transferts provenant d'un budget central, cela peut réduire sa motivation à conduire des politiques budgétaires nationales saines et à mettre en œuvre des réformes structurelles pour accroître sa capacité à résister aux chocs. Cela peut impliquer que le pays enregistre des résultats systématiquement inférieurs à ceux d'autres pays de la zone euro en ce qui concerne certains indicateurs (par exemple, la croissance du PIB par habitant, les investissements verts, la transformation numérique). Si tel est le cas, et selon la manière dont est conçue la capacité, le pays en question pourrait en principe devenir un bénéficiaire permanent de transferts provenant de pays affichant de meilleures performances pour les mêmes indicateurs.

**Bien que certains risques d'aléa moral soient inhérents à tout dispositif de transfert, différents mécanismes visant à atténuer ces risques ont été analysés dans la littérature** <sup>43</sup>. Par exemple, certaines propositions plaident en faveur de la mise en place de garde-fous sous la forme de mécanismes de surveillance et de coordination renforcées.

## 5 Conclusions

**Cet article a passé en revue la littérature sur le partage des risques liés à la consommation, en se concentrant sur les résultats pour la zone euro, mais également en présentant des données pour les pays considérés individuellement.** La littérature a conclu que le partage des risques est plus fort dans des fédérations matures, telles que les États-Unis, que dans la zone euro. Les travaux étudiés suggèrent également que les chocs de production propres à l'État/au pays sont lissés principalement par le biais des canaux du crédit et des marchés de capitaux, tandis que le canal budgétaire tend à être quantitativement moins important, en particulier dans la zone euro, au moins jusqu'à une période récente.

**Toutefois, pendant la crise de la COVID-19, le partage des risques dans la zone euro a été légèrement plus important que lors d'épisodes tels que la crise financière mondiale de 2008-2010.** Cela peut probablement s'expliquer non seulement par le soutien budgétaire apporté par les pouvoirs publics nationaux, mais également par les initiatives communes de l'UE, en particulier la FRR. D'un point de vue normatif, ces conclusions plaident en faveur d'une forme de mécanisme public commun de partage des risques dans la zone euro. Dans le même temps, cela nécessiterait de trouver le bon équilibre entre des instruments supplémentaires et centralisés de partage des risques dans la zone euro et des outils robustes de réduction des risques, tels qu'une mise en œuvre crédible de règles budgétaires qui ancrent les anticipations par les marchés de finances publiques saines.

---

<sup>43</sup> Cf., par exemple, Beetsma (R.) *et al.*, « *Fiscal transfers without moral hazard?* », *op. cit.* et Beetsma (R.) *et al.*, « *One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks* », *op. cit.*

**En somme, les conclusions de cet article suggèrent que des progrès décisifs devraient être réalisés pour compléter l'architecture de l'UEM, ce qui aurait également pour conséquence de renforcer le partage des risques.** En effet, des progrès significatifs visant à compléter l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux, ainsi que des avancées vers l'union budgétaire, renforceraient le fonctionnement des canaux de partage des risques et créeraient ainsi des gains en termes de bien-être pour les citoyens européens.

# Statistiques

(disponible uniquement en anglais)

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2.8	2.3	1.6	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.1	-2.8	-11.0	-4.6	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	6.1	5.9	7.5	1.7	8.1	5.3	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q3	1.0	0.7	1.8	-0.4	0.4	2.3	4.4	3.1	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
Q4	1.7	1.7	1.6	1.0	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2022 Q1	0.5	-0.4	0.7	0.1	1.4	0.6	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1
Q2	-0.4	-0.1	0.2	0.9	-2.6	0.8	9.7	6.4	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0
2022 Apr.	-	-	-	-	-	-	9.2	6.3	8.3	9.0	2.5	2.1	7.4
May	-	-	-	-	-	-	9.7	6.4	8.6	9.1	2.5	2.1	8.1
June	-	-	-	-	-	-	10.3	6.5	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6
July	-	-	-	-	-	-	10.2	6.8	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9
Aug.	-	-	-	-	-	-	10.3	7.2	8.3	9.9	3.0	2.5	9.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	.	.	8.2	10.1	.	.	9.9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.0	-4.2	-3.8
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	10.9	9.4	12.6
2021 Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.0	2.3	1.7
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.8	3.4	0.1
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.2	-0.2	0.6
Q3	50.1	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.6	.	.	.
2022 May	50.7	53.6	53.1	52.3	42.2	54.8	49.3	51.1	48.0	-0.6	0.4	-1.7
June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.2	-0.2	0.6
July	51.0	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.7	0.9	2.5
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.2	-0.4	2.9
Sep.	50.0	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.2	50.2	46.5	.	.	.
Oct.	.	47.3	.	.	.	47.1	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.



## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2019	11,986.1	11,579.0	6,381.8	2,456.1	2,657.2	1,252.2	770.7	627.4	83.9	407.1	5,769.0	5,361.8
2020	11,456.4	11,046.3	5,924.4	2,565.7	2,515.9	1,221.9	685.3	601.9	40.3	410.1	5,184.2	4,774.1
2021	12,313.1	11,834.5	6,288.8	2,717.9	2,701.9	1,369.6	761.4	563.5	125.9	478.7	6,066.8	5,588.1
2021 Q3	3,127.6	2,998.4	1,622.1	681.3	674.6	347.2	187.7	137.7	20.5	129.1	1,550.4	1,421.2
Q4	3,173.6	3,091.5	1,642.7	692.1	707.1	355.7	193.6	155.9	49.8	82.1	1,634.1	1,552.0
2022 Q1	3,232.5	3,152.9	1,678.4	700.7	718.6	373.3	199.2	144.1	55.1	79.6	1,711.2	1,631.6
Q2	3,295.8	3,229.5	1,724.9	710.6	738.8	383.5	205.6	147.8	55.2	66.3	1,819.9	1,753.6
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	96.1	51.1	22.1	21.9	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q3	2.3	2.3	4.7	-0.2	-0.7	-0.5	-2.1	0.7	-	-	2.2	2.3
Q4	0.5	1.4	-0.2	0.7	3.4	0.3	1.6	13.4	-	-	2.6	4.7
2022 Q1	0.6	-0.2	-0.1	0.2	-0.8	2.1	1.3	-9.5	-	-	1.5	-0.2
Q2	0.8	0.8	1.0	0.6	0.7	-0.4	1.7	2.2	-	-	1.7	1.6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.2	1.8	23.0	-	-	2.8	4.8
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.0	-6.2	-4.1	-11.6	-3.9	-	-	-8.9	-8.5
2021	5.3	4.2	3.8	4.3	3.6	6.0	9.2	-7.5	-	-	10.5	8.3
2021 Q3	3.9	3.6	3.0	2.8	2.1	3.0	1.6	0.4	-	-	10.5	10.3
Q4	4.8	5.0	5.9	2.6	2.0	1.6	1.5	3.0	-	-	8.4	9.3
2022 Q1	5.5	5.7	7.9	2.9	3.6	4.3	1.8	4.3	-	-	9.0	10.0
Q2	4.3	4.3	5.5	1.3	2.6	1.5	2.4	5.6	-	-	8.1	8.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q3	2.3	2.2	2.4	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-	-
Q4	0.5	1.3	-0.1	0.1	0.7	0.0	0.1	0.6	0.6	-0.8	-	-
2022 Q1	0.6	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.2	0.1	-0.5	-0.1	0.8	-	-
Q2	0.8	0.7	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.3	4.2	2.0	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.3	1.3	-	-
2021 Q3	3.9	3.4	1.6	0.6	0.4	0.3	0.1	0.0	0.8	0.5	-	-
Q4	4.8	4.8	3.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.2	0.8	0.0	-	-
2022 Q1	5.5	5.5	3.9	0.6	0.8	0.5	0.1	0.2	0.1	-0.1	-	-
Q2	4.3	4.1	2.8	0.3	0.6	0.2	0.1	0.3	0.5	0.1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2019	10,743.7	176.7	2,103.9	555.5	2,041.9	531.6	481.7	1,203.9	1,251.8	2,027.1	369.6	1,242.4
2020	10,326.2	175.2	1,994.3	543.8	1,794.3	544.6	483.1	1,207.7	1,200.6	2,060.2	322.3	1,130.2
2021	11,041.7	188.0	2,166.3	594.7	1,996.4	586.2	497.1	1,242.7	1,285.9	2,151.6	332.7	1,271.5
2021 Q3	2,802.5	47.8	546.2	149.2	521.9	146.7	124.4	310.9	326.3	541.5	87.5	325.1
Q4	2,835.9	49.8	555.4	152.1	536.7	149.5	124.8	312.7	330.7	539.8	84.4	337.8
2022 Q1	2,889.9	50.9	578.5	157.7	544.7	150.0	125.7	315.9	334.6	545.5	86.3	342.5
Q2	2,952.9	53.6	596.6	160.9	568.0	154.2	127.6	317.3	341.9	542.9	89.8	342.9
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.6	5.4	18.1	5.3	4.5	11.3	11.6	19.5	3.0	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q3	2.5	-0.2	0.8	-0.4	7.6	1.3	0.2	0.7	2.1	1.3	12.0	0.2
Q4	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.5	2.5	-0.1	0.5	0.9	-0.8	-2.4	3.4
2022 Q1	0.8	-1.0	0.4	2.3	0.8	0.5	0.3	1.2	0.9	0.8	1.7	-1.5
Q2	0.8	-0.8	0.5	-0.7	1.9	2.3	0.1	0.0	1.6	-0.5	4.3	1.4
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.5	0.9	0.5	0.8	2.5	5.6	0.6	1.3	1.9	1.1	1.7	1.9
2020	-6.0	0.2	-6.4	-5.7	-14.1	1.9	0.5	-0.9	-5.6	-2.8	-17.7	-6.9
2021	5.2	0.0	7.0	5.3	7.9	7.0	3.0	1.7	6.0	3.5	3.1	6.3
2021 Q3	4.0	-0.2	4.5	2.3	7.8	4.9	2.0	1.0	6.4	1.4	4.2	3.5
Q4	4.6	-1.0	1.9	0.8	11.7	8.6	2.1	1.8	5.7	2.0	14.2	5.9
2022 Q1	5.3	-0.7	1.7	4.6	14.1	6.2	0.6	3.3	6.1	1.8	16.9	7.1
Q2	4.3	-2.0	2.0	1.6	11.1	6.7	0.4	2.4	5.6	0.8	16.0	3.4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q3	2.5	0.0	0.2	0.0	1.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	-
Q4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.8	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.8	0.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.5	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.3	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.4	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q3	4.0	0.0	0.9	0.1	1.4	0.3	0.1	0.1	0.7	0.3	0.1	-
Q4	4.6	0.0	0.4	0.0	2.0	0.5	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.3	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.0	0.3	0.7	0.2	0.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	85.9	14.1	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.3	1.2	2.8	1.7	3.3	-0.3	1.9	1.2	1.3	0.5
2020	-1.5	-1.6	-1.1	-2.4	-2.0	0.5	-3.9	1.8	0.0	-0.2	-2.2	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.1	-0.2	-0.3	3.2	0.5	4.8	0.8	1.0	2.8	2.1	0.5
2021 Q3	2.4	2.7	0.9	-0.2	0.6	3.2	2.6	5.7	1.4	0.8	4.5	2.2	1.5
Q4	2.4	2.7	0.3	-1.4	1.2	3.1	3.3	6.5	0.9	0.4	3.6	1.7	1.7
2022 Q1	3.1	3.4	1.2	-1.4	1.5	3.4	5.1	6.1	-0.1	2.3	4.3	1.7	3.0
Q2	2.7	3.0	0.6	-0.6	1.3	3.1	4.6	6.1	0.3	2.0	3.2	1.5	2.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.2	18.8	4.1	14.9	6.9	25.9	3.1	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.0	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.7	5.8
<i>annual percentage changes</i>													
2019	0.9	1.1	0.1	-3.2	0.6	2.8	1.2	2.9	0.6	2.0	1.0	1.0	-0.2
2020	-8.1	-7.4	-11.1	-3.2	-7.5	-6.5	-14.8	-1.7	-2.4	-6.0	-8.3	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.5	0.6	4.5	8.9	6.7	7.5	2.9	6.4	7.3	3.7	5.2
2021 Q3	3.6	4.1	1.8	-1.8	2.4	3.0	5.5	7.9	1.7	3.8	6.9	2.0	1.2
Q4	4.8	4.6	5.3	-1.9	2.1	3.7	10.8	6.7	0.7	2.8	5.6	0.8	8.1
2022 Q1	6.5	6.5	6.4	-2.2	2.6	4.6	15.6	6.4	-0.6	6.7	6.5	1.2	13.5
Q2	3.9	4.2	2.6	-2.1	1.1	2.4	10.1	5.3	-1.3	4.2	4.0	0.0	7.5
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.4	-0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.9	0.1	-0.3	-0.3	-0.7
2020	-6.6	-5.8	-10.1	-0.8	-5.6	-7.0	-11.3	-3.5	-2.3	-5.9	-6.2	-3.1	-9.2
2021	4.0	3.6	6.4	0.8	4.8	5.5	6.2	2.5	2.1	5.4	4.4	1.6	4.7
2021 Q3	1.2	1.4	0.9	-1.6	1.8	-0.1	2.8	2.1	0.3	3.0	2.2	-0.2	-0.3
Q4	2.3	1.9	5.0	-0.5	0.9	0.5	7.2	0.2	-0.2	2.4	1.9	-0.8	6.3
2022 Q1	3.3	3.0	5.1	-0.8	1.0	1.1	10.0	0.3	-0.4	4.3	2.2	-0.5	10.3
Q2	1.2	1.2	2.0	-1.5	-0.2	-0.7	5.3	-0.7	-1.5	2.1	0.8	-1.5	5.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.059	6.8	2.368	16.3	6.347	7.3	6.080	8.0	2.2
2020	160.959	3.5	12.833	8.0	3.0	10.281	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.320	3.4	12.633	7.7	3.2	10.181	6.8	2.452	16.8	6.432	7.4	6.202	8.1	2.4
2021 Q3	164.084	3.3	12.379	7.5	3.1	9.949	6.7	2.431	16.3	6.300	7.2	6.080	7.9	2.6
Q4	164.577	3.3	11.743	7.1	3.0	9.564	6.4	2.179	14.7	6.038	6.9	5.705	7.4	2.8
2022 Q1	165.440	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.2	5.736	6.5	5.603	7.2	3.1
Q2	166.103	3.1	11.026	6.6	2.7	8.814	5.8	2.213	14.4	5.538	6.3	5.488	7.1	3.2
2022 Mar.	-	-	11.246	6.8	-	9.093	6.0	2.152	14.2	5.646	6.4	5.600	7.2	-
Apr.	-	-	11.150	6.7	-	8.952	5.9	2.197	14.3	5.604	6.3	5.546	7.2	-
May	-	-	11.091	6.7	-	8.944	5.9	2.147	13.9	5.575	6.3	5.516	7.1	-
June	-	-	11.059	6.7	-	8.854	5.9	2.205	14.3	5.569	6.3	5.490	7.1	-
July	-	-	10.996	6.6	-	8.843	5.9	2.153	14.0	5.529	6.2	5.467	7.0	-
Aug.	-	-	10.966	6.6	-	8.831	5.9	2.136	13.9	5.488	6.2	5.478	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover <sup>1)</sup>	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.3	-4.4	-5.7	-0.8	3.8	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1
2021	8.0	8.7	9.6	9.1	7.8	1.6	4.7	5.1	0.9	7.8	9.4	13.3	-3.1
2021 Q4	0.2	0.1	2.2	-3.9	4.0	2.1	0.3	4.0	-0.9	6.4	13.9	16.9	-25.0
2022 Q1	-0.3	-0.2	1.2	-5.0	5.7	-0.7	5.9	5.0	-2.2	9.9	12.0	.	-13.0
Q2	0.4	0.7	-0.1	-0.2	2.4	-0.5	2.3	0.6	-3.3	2.5	7.2	.	-16.3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.2
2022 Apr.	-2.5	-2.4	-0.3	-9.0	3.5	-0.1	2.7	4.4	-3.4	9.2	15.7	-	-18.3
May	1.6	2.1	0.2	1.0	6.2	-1.9	2.9	0.7	-3.9	3.1	5.9	-	-17.4
June	2.1	2.4	-0.3	8.0	-2.3	0.4	1.3	-3.0	-2.7	-3.8	1.3	-	-13.5
July	-2.5	-2.7	-1.9	-5.0	-1.1	0.4	2.1	-1.2	-2.2	-1.3	0.7	-	-6.4
Aug.	2.5	3.2	-0.5	8.2	1.3	-2.9	2.3	-2.0	-2.0	-3.0	5.1	-	4.4
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	10.3
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Apr.	0.0	0.1	0.6	0.9	1.4	2.3	-1.4	-0.4	-1.7	-0.5	1.5	-	2.4
May	1.3	1.8	0.2	2.7	2.5	-3.5	0.3	0.1	-0.8	1.7	0.0	-	0.5
June	1.0	0.6	0.0	3.2	-4.2	1.1	-1.2	-1.0	-0.1	-1.7	-1.0	-	0.5
July	-2.3	-1.8	-0.9	-3.8	1.5	-0.2	0.3	-0.4	-0.2	-0.7	0.6	-	1.3
Aug.	1.5	1.7	-0.5	2.8	1.4	-2.1	-0.6	-0.3	-0.8	0.2	3.2	-	11.9
Sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	7.4

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

1) Including wholesale trade.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q4	115.9	13.9	82.5	-7.6	10.0	3.1	16.6	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.2	11.9	82.5	-13.6	9.5	1.9	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.1	6.9	82.5	-22.3	5.5	-4.6	13.2	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	96.5	1.3	.	-27.0	2.6	-7.4	7.6	.	49.3	46.3	49.9	49.0
2022 May	104.4	6.1	-	-21.2	6.2	-4.4	13.1	-	54.6	51.3	56.1	54.8
June	103.3	6.9	-	-23.7	3.5	-5.2	13.6	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.5	3.2	82.4	-27.1	3.0	-7.3	9.9	90.9	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.3	1.0	-	-25.0	3.4	-6.5	8.1	-	49.6	46.5	49.8	49.0
Sep.	93.7	-0.4	-	-28.8	1.6	-8.4	4.9	-	48.4	46.3	48.8	48.1
Oct.	.	.	-	-27.6	.	.	.	-	46.6	44.2	48.2	47.1

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13.2	93.1	2.0	2.6	3.9	5.9	3.6	47.8	24.2	74.9	2.2	7.8	2.0
2020	19.7	95.6	0.0	4.1	-2.5	4.7	3.8	46.1	24.7	81.6	3.3	-12.4	2.1
2021	17.9	95.6	1.7	3.4	16.8	7.5	7.9	48.9	26.0	79.5	5.2	7.9	3.1
2021 Q3	19.0	95.9	1.1	3.9	14.8	7.7	7.2	48.8	26.6	79.3	4.5	13.1	2.4
Q4	17.9	95.6	1.0	3.4	15.7	7.5	7.9	48.9	26.0	79.5	5.2	14.5	3.1
2022 Q1	16.3	95.3	0.4	3.0	15.6	5.6	8.3	48.6	25.5	78.6	5.1	16.8	3.2
Q2	15.1	95.0	0.0	2.7	14.9	2.7	8.1	48.3	23.9	77.2	5.1	-2.6	3.3

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

### 2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q3	1,124.2	1,058.5	65.7	626.2	555.3	257.4	242.7	200.8	182.6	39.7	77.9	27.7	13.7
Q4	1,185.9	1,152.7	33.2	650.3	619.1	279.4	246.4	216.4	205.5	39.7	81.7	60.3	46.9
2022 Q1	1,224.5	1,212.2	12.3	684.6	676.2	294.3	255.8	209.5	208.4	36.1	71.8	27.8	20.6
Q2	1,278.0	1,317.6	-39.6	717.8	746.9	305.2	267.3	214.4	219.5	40.6	83.9	110.3	11.8
2022 Mar.	408.4	411.6	-3.2	227.8	231.4	98.9	85.9	68.7	70.9	13.0	23.4	12.7	10.2
Apr.	418.1	431.6	-13.5	233.2	242.8	100.5	88.5	70.5	72.8	13.8	27.5	6.8	4.7
May	427.3	443.3	-16.1	240.5	248.5	101.9	89.0	71.3	78.2	13.6	27.6	95.4	3.4
June	432.6	442.6	-10.0	244.1	255.6	102.8	89.8	72.6	68.5	13.1	28.7	8.1	3.6
July	433.1	453.1	-20.0	245.2	264.1	103.5	92.2	72.0	70.0	12.3	26.8	5.7	3.4
Aug.	439.9	466.2	-26.3	252.6	273.9	102.2	95.0	72.6	69.9	12.4	27.4	4.6	3.0
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Aug.	4,941.1	4,959.7	-18.6	2,760.9	2,770.0	1,173.3	1,036.8	852.9	834.2	154.0	318.6	219.9	90.5
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Aug.	38.5	38.7	-0.1	21.5	21.6	9.1	8.1	6.6	6.5	1.2	2.5	1.7	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q3	13.7	23.0	607.5	306.0	118.3	171.1	502.2	580.4	346.0	94.1	134.8	416.3	58.5
Q4	12.1	32.4	637.0	323.2	116.0	187.6	524.7	653.4	400.1	97.5	148.3	450.0	71.4
2022 Q1	17.2	40.5	676.0	343.0	124.1	196.4	553.9	717.2	452.6	104.2	151.5	477.9	85.6
Q2	20.3	45.9	714.4	360.6	125.7	215.7	573.7	810.5	525.6	111.1	163.5	516.4	107.8
2022 Mar.	14.7	36.6	227.7	116.3	40.6	65.3	182.9	247.2	158.8	34.9	51.2	160.2	31.3
Apr.	12.7	40.5	231.1	116.4	41.3	70.1	186.9	264.6	172.0	35.9	53.4	167.5	33.5
May	28.6	53.5	241.8	122.2	41.6	73.3	193.5	271.2	175.0	37.3	55.3	174.4	34.3
June	19.9	44.1	241.5	121.9	42.9	72.3	193.3	274.7	178.6	37.9	54.8	174.5	40.0
July	13.1	43.8	237.2	119.6	42.5	70.9	189.1	277.7	183.8	36.5	54.0	172.6	36.6
Aug.	24.0	53.7	245.5	.	.	.	196.8	292.8	.	.	.	180.6	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q3	4.4	5.2	103.4	110.2	100.4	96.3	102.2	107.6	108.9	112.5	104.6	110.8	85.4
Q4	0.7	7.1	105.1	112.3	96.3	102.7	104.2	112.8	115.3	109.8	110.6	114.8	93.8
2022 Q1	2.4	10.2	106.1	111.3	101.6	103.5	105.7	114.9	117.6	115.0	110.5	117.8	93.0
Q2	2.7	11.1	106.8	110.4	99.9	108.6	105.6	121.1	124.4	120.2	115.3	122.9	95.1
2022 Feb.	3.1	11.3	106.7	112.7	101.4	103.8	107.4	115.4	117.9	115.7	110.3	118.2	97.8
Mar.	-0.6	5.7	105.3	110.5	99.0	102.0	103.7	115.5	118.6	115.3	111.6	117.7	88.6
Apr.	-2.6	6.8	105.3	108.7	99.6	107.7	104.1	119.5	123.1	117.2	114.3	121.1	93.7
May	9.7	17.7	108.3	112.4	98.8	110.5	106.8	122.3	125.2	122.2	117.3	124.8	94.3
June	1.3	9.2	106.8	110.1	101.4	107.7	105.8	121.4	124.8	121.3	114.3	122.7	97.4
July	-3.7	8.9	104.0	107.4	99.8	104.3	102.9	118.8	123.3	114.5	111.6	120.1	.

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.1 Harmonised Index of Consumer Prices <sup>1)</sup>

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		2	Total excluding food and energy										
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.7	1.0	1.1	0.3	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.7	1.8	3.3	1.5	14.4	0.7	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.3	3.4	4.2	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.2	4.0	2.7	1.8	4.4	1.0	9.5	7.8
2022 Apr.	115.1	7.4	3.5	10.4	3.3	0.1	1.4	2.3	0.4	-4.0	0.5	7.4	8.0
May	116.1	8.1	3.8	11.4	3.5	0.7	1.4	-0.1	0.5	1.9	0.4	8.1	7.6
June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.5	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.6	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug.	117.9	9.1	4.3	13.1	3.8	0.6	1.2	0.9	0.7	0.3	0.3	9.4	7.2
Sep.	119.3	9.9	4.8	14.0	4.3	1.0	1.1	1.3	0.2	2.9	0.9	9.9	10.4

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2021 Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6
Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7
Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1
2022 Apr.	6.3	5.4	9.2	12.9	3.8	37.5	2.1	1.3	5.4	0.5	5.2	1.7
May	7.5	7.0	9.0	13.6	4.2	39.1	2.3	1.5	5.2	-0.1	5.9	1.8
June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8
Aug.	10.6	10.5	11.0	14.5	5.1	38.6	2.6	1.8	3.5	-0.2	7.2	1.9
Sep.	11.8	11.5	12.7	15.3	5.5	40.7	2.7	1.9	5.7	-0.3	7.3	2.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	3.1	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	2.0	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.3	8.1	0.8
2021 Q3	115.6	14.0	9.3	7.5	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	7.0	9.2	1.5
Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.2	9.5	3.3
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	9.6	9.8	3.3
Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.5	95.4	11.7	9.3	0.0
2022 Mar.	146.3	36.9	17.8	13.7	22.7	6.5	8.7	.	6.0	104.1	-	-	-
Apr.	148.0	37.2	19.4	15.7	25.3	7.2	11.0	.	6.8	99.1	-	-	-
May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.6	93.9	-	-	-
June	150.8	36.0	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.2	-	-	-
July	156.9	38.0	18.7	15.1	21.5	7.8	13.2	.	8.4	97.6	-	-	-
Aug.	164.8	43.3	17.4	14.5	19.9	7.8	14.0	.	8.6	116.8	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.2	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.8	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.0	2.8	2.3	1.5	3.6	5.8	7.9	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q4	110.8	3.0	4.5	3.9	2.5	6.1	10.1	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	112.2	3.5	5.5	4.9	2.5	7.4	11.6	16.6	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5
Q2	113.5	4.2	6.8	6.3	3.1	8.2	14.0	20.2	106.1	22.6	39.8	9.2	24.3	38.3	10.8
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	98.3	15.2	31.7	1.5	15.8	29.2	2.3
2022 Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98.2	30.9	42.0	22.0	32.6	41.7	23.7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106.2	19.8	39.5	4.9	22.0	38.3	6.6
June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.4	38.0	1.6	18.5	35.0	2.8
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	12.2	31.8	-3.1	15.0	32.1	-1.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.3	30.7	4.2	16.1	26.7	5.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	91.0	17.0	32.5	3.7	16.3	28.8	3.2

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

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

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



## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.5	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q4	45.9	41.9	19.7	36.5	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.2	48.9	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	55.2	56.2	28.4	48.8	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	46.9	54.5	27.3	40.7	76.4	74.3	74.9	67.1	61.8
2022 May	55.5	56.2	28.3	49.2	71.6	84.2	77.4	76.2	64.6
June	50.6	56.5	27.7	45.5	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.9	55.1	27.1	41.6	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	44.6	53.4	26.4	38.4	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9
Sep.	50.3	55.0	28.4	42.2	76.3	76.5	77.4	67.4	63.2
Oct.	.	.	.	.	.	72.9	77.5	67.0	63.1

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2019	107.4	2.5	2.7	2.1	2.5	2.5	2.2
2020	110.5	2.9	3.5	1.1	2.6	3.7	1.8
2021	111.8	1.2	1.3	0.9	1.1	1.5	1.5
2021 Q3	109.1	2.1	2.1	1.8	2.3	1.5	1.3
Q4	119.3	2.5	2.2	3.5	2.6	2.2	1.6
2022 Q1	108.7	4.2	3.7	5.6	4.6	3.2	3.0
Q2	119.2	4.0	4.1	3.8	3.9	4.3	2.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105.5	1.9	-0.2	2.1	4.0	0.7	0.9	1.5	3.3	2.4	2.7	2.4
2020	110.3	4.6	-1.7	2.9	5.7	7.4	0.3	-0.5	1.5	3.6	6.2	16.1
2021	110.4	0.1	3.7	-2.9	2.4	-1.4	2.2	0.7	4.3	1.2	0.5	1.6
2021 Q3	110.5	1.6	3.5	-0.5	2.5	-0.3	4.6	2.2	3.4	1.5	2.9	0.2
Q4	111.4	1.2	3.4	2.1	4.4	-1.0	1.6	2.9	3.7	1.8	1.3	-6.8
2022 Q1	112.4	1.9	2.4	3.9	3.0	-0.8	2.5	2.8	4.7	2.8	2.5	-4.4
Q2	112.7	2.8	4.8	3.3	5.4	1.5	1.5	4.3	6.2	3.4	3.1	-6.2
Compensation per employee												
2019	107.5	2.2	3.1	1.5	2.1	1.7	3.1	2.2	2.9	2.7	2.3	3.6
2020	107.2	-0.3	0.7	-1.8	-1.2	-4.1	0.4	0.5	1.0	0.1	2.3	-1.6
2021	111.4	4.0	3.8	4.1	4.5	6.1	4.3	3.0	4.9	4.3	1.8	4.6
2021 Q3	112.5	3.2	3.6	3.5	1.6	5.1	3.7	2.8	3.5	3.1	1.9	3.2
Q4	113.3	3.6	3.8	2.8	2.1	7.3	3.8	4.1	5.0	3.7	1.5	5.4
2022 Q1	114.3	4.3	3.3	4.2	4.1	7.7	2.7	3.6	5.6	4.6	2.5	8.5
Q2	115.1	4.4	3.4	4.1	3.9	7.8	2.2	4.5	6.3	5.6	2.4	6.9
Labour productivity per person employed												
2019	101.9	0.3	3.4	-0.6	-1.8	1.0	2.2	0.7	-0.4	0.4	-0.4	1.2
2020	97.2	-4.7	2.4	-4.5	-6.5	-10.7	0.1	1.1	-0.5	-3.3	-3.7	-15.2
2021	100.9	3.9	0.0	7.3	2.0	7.7	2.1	2.3	0.6	3.1	1.2	2.9
2021 Q3	101.7	1.6	0.1	3.9	-0.9	5.4	-0.8	0.6	0.1	1.6	-1.0	3.0
Q4	101.8	2.4	0.4	0.7	-2.3	8.4	2.2	1.2	1.3	1.9	0.2	13.1
2022 Q1	101.7	2.3	0.9	0.2	1.1	8.5	0.2	0.7	0.8	1.8	0.0	13.5
Q2	102.1	1.6	-1.4	0.7	-1.4	6.2	0.7	0.2	0.1	2.1	-0.7	14.0
Compensation per hour worked												
2019	107.6	2.5	3.8	2.1	2.3	2.1	3.3	1.7	2.8	3.0	2.5	4.0
2020	113.8	5.7	3.4	3.9	5.0	7.0	2.9	2.3	5.9	5.5	4.5	7.7
2021	114.2	0.4	1.1	-0.3	-0.2	0.4	2.1	1.2	0.8	0.5	0.6	0.7
2021 Q3	115.4	1.9	3.2	1.8	2.0	1.9	1.7	2.8	0.2	0.9	2.5	2.9
Q4	115.8	1.7	2.2	2.2	2.2	0.1	4.2	4.8	2.5	2.2	2.7	1.0
2022 Q1	115.9	1.3	2.7	3.5	3.1	-2.1	2.6	3.9	3.2	2.1	3.3	0.5
Q2	116.2	3.3	4.2	4.2	4.9	1.9	3.1	5.7	5.4	4.9	4.2	2.5
Hourly labour productivity												
2019	102.5	0.7	4.4	0.0	-1.6	1.4	2.4	0.4	-0.4	0.7	-0.1	1.3
2020	104.5	1.9	3.1	1.4	0.8	0.2	3.5	3.6	6.3	2.9	-1.1	-6.0
2021	104.4	-0.1	-1.4	2.4	-3.2	1.3	-0.3	0.3	-4.6	-1.2	-0.2	-1.7
2021 Q3	105.1	0.4	1.0	2.2	-0.4	2.6	-2.7	0.4	-2.2	-0.6	-0.5	3.2
Q4	104.8	0.1	0.3	-0.1	-2.6	0.8	2.2	1.4	-0.9	0.1	1.3	6.6
2022 Q1	103.8	-1.0	1.1	-0.7	-0.2	-1.4	0.0	1.2	-3.6	-0.4	0.6	3.4
Q2	104.0	0.3	-0.1	1.0	-1.0	0.9	1.3	1.6	-1.9	1.4	0.8	8.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Overnight deposits (EONIA) <sup>3)</sup>	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	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
2022 Mar.	-0.58	-	-0.54	-0.50	-0.42	-0.24	0.84	-0.01
Apr.	-0.58	-	-0.54	-0.45	-0.31	0.01	1.10	-0.01
May	-0.58	-	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	-	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01
Sep.	0.36	-	0.57	1.01	1.60	2.23	3.45	-0.02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

3) The European Money Markets Institute discontinued EONIA on 3 January 2022.

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 Mar.	-0.70	-0.49	-0.09	0.42	0.62	1.11	0.73	0.35	-0.05	0.58	0.81	0.81
Apr.	-0.59	-0.26	0.21	0.74	0.94	1.20	0.85	0.42	0.30	0.94	1.13	1.14
May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84
Sep.	0.67	1.54	1.67	1.95	2.13	0.59	-0.20	0.53	1.84	1.84	2.30	2.32

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2022 Mar.	422.1	3,796.6	942.7	253.7	172.5	103.1	160.8	762.7	791.8	351.9	279.7	858.7	4,391.3	26,584.1
Apr.	428.9	3,837.3	984.0	255.1	179.2	106.2	164.1	751.7	772.3	370.6	298.1	912.6	4,391.3	27,043.3
May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7
Sep.	382.4	3,466.2	857.4	237.7	163.2	104.7	149.3	660.3	670.9	335.8	274.9	746.8	3,850.5	27,419.0

Source: Refinitiv.

## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2021 Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.90	15.93	5.50	5.25	5.88	1.93	1.31	1.45	1.25	1.29	1.59	1.30
Oct.	0.01	0.34	0.19	0.58	4.82	15.91	5.61	5.21	5.85	2.00	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31
Nov.	0.01	0.34	0.19	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.35	0.20	0.56	4.76	15.82	5.58	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.46	0.19	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.47	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.47	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.38	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.01	0.47	0.20	0.64	4.80	15.84	5.87	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.05	1.78
June	0.01	0.47	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.15	2.51	1.68	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.83	15.86	6.17	5.74	6.36	2.81	1.84	2.26	2.53	1.99	2.36	2.15
Aug. <sup>(p)</sup>	0.01	0.70	0.40	1.02	4.96	15.89	6.62	5.94	6.50	2.96	2.08	2.44	2.63	2.07	2.49	2.26

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) <sup>1), 2)</sup>

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021 Sep.	-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
Oct.	-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
Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.03	-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 Jan.	-0.04	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.04	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.08	1.46	1.42
Mar.	-0.04	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.04	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.46	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.04	-0.27	0.52	1.69	1.81	2.02	2.40	1.52	1.50	1.79	1.14	1.22	1.95	1.55
June	-0.04	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	-0.01	0.04	1.19	1.74	1.89	2.44	2.78	1.68	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.78
Aug. <sup>(p)</sup>	0.01	0.14	1.62	1.86	2.08	2.49	2.94	1.85	2.13	2.30	1.54	1.87	2.20	1.86

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

### 4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity (EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,500.3	429.8	141.1	53.0	96.3	833.1	719.4	.	.	.	.	.	.	
2021	1,420.7	429.6	141.9	53.1	87.8	761.4	671.7	387.8	138.9	79.8	26.1	31.8	137.3	104.6
2022 Apr.	1,444.3	440.4	159.7	54.7	107.7	736.5	638.3	458.3	163.3	104.8	36.0	43.1	147.1	97.4
May	1,388.8	420.4	161.2	50.2	107.2	700.1	613.4	441.8	160.0	111.7	41.4	42.5	127.6	86.7
June	1,372.2	415.5	146.0	47.2	105.3	705.4	622.0	450.4	150.8	119.5	52.5	48.6	131.4	87.5
July	1,338.0	424.3	148.3	50.4	104.7	660.6	600.3	508.4	199.4	121.2	56.4	55.4	132.5	86.3
Aug.	1,334.6	424.2	145.2	49.3	106.1	659.0	597.8	473.5	191.0	113.3	49.1	45.3	123.9	92.2
Sep.	1,349.1	441.0	144.0	45.6	95.4	668.7	605.6	527.8	207.5	123.6	51.5	58.4	138.3	105.2
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,499.1	4,105.6	3,309.4	1,324.9	1,546.3	10,537.6	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,119.8	4,205.2	3,584.6	1,366.7	1,597.0	10,733.0	9,912.5	317.1	66.2	83.7	32.8	23.3	143.9	130.4
2022 Apr.	19,207.4	4,111.6	3,555.8	1,382.8	1,480.5	10,059.6	9,286.3	290.3	65.3	83.9	27.6	14.2	126.9	118.1
May	19,033.6	4,130.4	3,531.3	1,364.4	1,463.7	9,908.2	9,134.4	338.8	98.2	68.0	14.0	26.7	145.9	130.7
June	18,744.6	4,066.2	3,485.1	1,358.2	1,402.2	9,791.1	9,034.5	309.4	83.1	69.5	20.0	13.0	143.9	135.5
July	19,287.3	4,162.6	3,563.1	1,367.3	1,458.3	10,103.4	9,323.7	240.9	52.0	60.9	30.6	9.1	118.9	114.1
Aug.	18,695.7	4,069.2	3,505.5	1,360.7	1,416.2	9,704.8	8,952.7	195.9	55.5	44.1	10.9	8.9	87.4	81.4
Sep.	18,199.7	4,010.6	3,478.3	1,364.4	1,368.6	9,342.2	8,612.1	301.1	90.5	54.6	12.1	19.5	136.5	126.4

Source: ECB.

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

### 4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares							
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations				
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government									
							1					2	3	4	5
Outstanding amount															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
2020	20,999.4	4,535.4	3,450.6	1,377.9	1,642.7	11,370.7	10,471.6	8,500.9	468.9	1,347.1	6,683.9	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2021	21,540.5	4,634.8	3,726.5	1,419.8	1,684.8	11,494.4	10,584.2	10,341.6	609.3	1,558.1	8,173.2	10,584.2	609.3	1,558.1	8,173.2
2022 Apr.	20,651.8	4,551.9	3,715.5	1,437.5	1,588.2	10,796.1	9,924.6	9,221.1	521.2	1,391.3	7,307.7	10,796.1	9,924.6	9,221.1	7,307.7
May	20,422.4	4,550.8	3,692.5	1,414.6	1,570.8	10,608.2	9,747.9	9,081.2	536.9	1,351.6	7,191.7	10,608.2	9,747.9	9,081.2	7,191.7
June	20,116.9	4,481.7	3,631.1	1,405.4	1,507.5	10,496.5	9,656.5	8,286.0	474.1	1,263.7	6,547.3	10,496.5	9,656.5	8,286.0	6,547.3
July	20,625.3	4,586.9	3,711.4	1,417.6	1,563.0	10,764.0	9,924.0	8,901.2	482.2	1,347.6	7,070.5	10,764.0	9,924.0	8,901.2	7,070.5
Aug.	20,030.4	4,493.4	3,650.7	1,410.0	1,522.3	10,363.8	9,550.5	8,481.9	475.5	1,298.8	6,706.7	10,363.8	9,550.5	8,481.9	6,706.7
Sep.	19,548.9	4,451.6	3,622.3	1,410.0	1,464.0	10,010.9	9,217.7	7,917.4	460.7	1,219.8	6,236.3	10,010.9	9,217.7	7,917.4	6,236.3
Growth rate <sup>1)</sup>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Apr.	4.5	2.7	8.7	5.2	4.3	3.9	4.1	1.1	0.1	3.7	0.7	3.9	4.1	1.1	0.1
May	4.5	3.8	8.4	3.9	4.1	3.6	3.8	1.0	0.0	3.3	0.6	3.6	3.8	1.0	0.0
June	4.2	2.8	8.3	5.0	3.5	3.6	3.9	1.0	-0.7	3.3	0.7	3.6	3.9	1.0	-0.7
July	3.6	2.5	7.5	5.5	2.4	2.9	3.4	0.9	-0.9	3.2	0.6	2.9	3.4	0.9	-0.9
Aug.	3.7	2.7	7.5	4.4	2.8	3.0	3.4	0.8	-1.3	2.5	0.5	3.0	3.4	0.8	-1.3
Sep.	3.4	3.4	6.6	3.8	1.6	2.6	3.1	0.4	-1.4	2.1	0.2	2.6	3.1	0.4	-1.4

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98.1	93.1	92.3	88.8	77.0	86.9	115.4	92.3
2020	99.6	93.5	93.4	89.4	75.4	87.2	119.4	93.8
2021	99.6	93.4	93.3	88.8	71.3	85.7	120.8	94.2
2021 Q4	97.7	91.8	91.7	86.6	69.8	83.7	119.1	92.7
2022 Q1	96.4	91.4	92.7	84.9	69.2	82.2	118.6	92.5
Q2	95.6	90.3	93.4	83.7	67.3	80.8	116.4	90.1
Q3	94.0	89.0	92.4	.	.	.	114.4	88.7
2022 Apr.	95.2	89.9	92.8	-	-	-	116.4	90.2
May	95.6	90.3	93.5	-	-	-	116.2	90.0
June	95.9	90.5	93.9	-	-	-	116.5	90.1
July	94.1	89.0	92.1	-	-	-	114.6	88.8
Aug.	93.6	88.7	92.1	-	-	-	114.1	88.5
Sep.	94.2	89.3	92.9	-	-	-	114.5	88.8
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 Sep.	0.6	0.7	0.8	-	-	-	0.3	0.3
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 Sep.	-5.3	-4.2	-0.3	-	-	-	-4.9	-5.3

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
Q3	6.898	7.518	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
2022 Apr.	6.960	7.558	24.435	7.439	374.865	136.606	4.649	0.837	4.9442	10.318	1.021	1.082
May	7.083	7.536	24.750	7.441	384.454	136.241	4.648	0.850	4.9460	10.496	1.035	1.058
June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013
Sep.	6.951	7.522	24.576	7.437	404.186	141.568	4.741	0.875	4.9097	10.784	0.964	0.990
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 Sep.	0.9	0.1	0.0	0.0	0.5	3.4	0.4	3.5	0.3	2.7	-0.5	-2.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 Sep.	-8.6	0.4	-3.2	0.0	14.7	9.2	3.8	2.1	-0.8	6.0	-11.2	-15.9

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

### 4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2021 Q3	31,266.0	31,399.9	-133.8	11,758.1	9,533.2	12,244.3	14,342.7	-95.7	6,357.0	7,524.0	1,002.4	15,732.6
Q4	32,245.4	32,208.5	36.9	11,950.9	9,747.3	12,864.4	14,684.3	-98.5	6,471.6	7,776.9	1,057.0	15,933.9
2022 Q1	32,218.5	32,021.7	196.8	11,994.2	9,884.6	12,340.0	13,991.7	-55.4	6,836.9	8,145.5	1,102.8	16,358.9
Q2	31,942.8	31,585.7	357.0	12,317.7	10,158.5	11,510.1	13,051.4	-16.6	7,009.5	8,375.8	1,122.1	16,467.3
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q2	248.6	245.9	2.8	95.9	79.1	89.6	101.6	-0.1	54.6	65.2	8.7	128.2
<i>Transactions</i>												
2021 Q3	421.4	345.9	75.5	73.6	-47.4	128.6	109.9	23.3	72.8	283.3	123.1	-
Q4	222.3	192.6	29.7	-7.5	-66.5	155.9	73.3	40.2	30.7	185.8	2.9	-
2022 Q1	367.5	372.8	-5.3	55.2	32.8	-16.1	34.9	-2.1	331.3	305.2	-0.9	-
Q2	-29.3	-48.3	18.9	54.0	-37.2	-109.7	-101.8	23.9	0.1	90.8	2.3	-
2022 Mar.	-11.7	42.8	-54.4	-0.7	-6.6	-38.9	62.6	-2.9	31.0	-13.2	-0.1	-
Apr.	-26.2	39.1	-65.2	7.8	21.8	-33.1	-56.7	29.6	-29.9	74.0	-0.6	-
May	71.3	17.3	53.9	85.6	-15.2	-51.6	-79.7	2.7	33.4	112.2	1.2	-
June	-74.4	-104.7	30.2	-39.4	-43.9	-25.0	34.6	-8.4	-3.4	-95.4	1.7	-
July	50.9	27.1	23.8	14.0	19.8	-22.6	-62.6	-1.1	59.0	69.9	1.6	-
Aug.	117.7	104.7	12.9	59.5	44.1	-33.6	48.4	10.9	78.7	12.2	2.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Aug.	775.1	713.5	61.6	186.4	-2.8	38.0	41.7	74.5	466.7	674.5	9.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Aug.	6.0	5.6	0.5	1.5	0.0	0.3	0.3	0.6	3.6	5.3	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	1,222.4	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	737.2	14,469.2
2021	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8
2021 Q4	1,464.8	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.6	12.1	788.2	15,484.8
2022 Q1	1,525.0	9,938.9	11,463.8	936.3	2,519.9	3,456.2	14,920.1	123.0	593.2	32.2	748.4	15,668.5
Q2	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.3	780.5	15,850.0
Q3 <sup>(a)</sup>	1,535.8	10,169.1	11,704.9	1,140.6	2,552.1	3,692.7	15,397.5	118.9	599.2	58.9	776.9	16,174.4
2022 Apr.	1,524.4	9,965.2	11,489.6	954.6	2,519.0	3,473.6	14,963.2	115.3	602.3	49.5	767.1	15,730.3
May	1,528.7	10,005.2	11,533.9	935.3	2,524.7	3,460.0	14,993.8	124.2	600.2	43.6	768.1	15,761.9
June	1,530.4	10,040.2	11,570.6	970.8	2,528.0	3,498.8	15,069.5	113.6	606.7	60.3	780.5	15,850.0
July	1,532.7	10,094.7	11,627.4	1,005.6	2,536.3	3,541.9	15,169.3	126.9	584.9	28.0	739.8	15,909.1
Aug.	1,535.9	10,189.8	11,725.7	1,030.0	2,547.7	3,577.7	15,303.4	123.2	587.4	39.7	750.3	16,053.6
Sep. <sup>(a)</sup>	1,535.8	10,169.1	11,704.9	1,140.6	2,552.1	3,692.7	15,397.5	118.9	599.2	58.9	776.9	16,174.4
Transactions												
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	113.7	0.1	133.4	1,579.7
2021	105.3	901.6	1,006.8	-118.5	67.2	-51.3	955.5	12.0	22.7	10.0	44.7	1,000.3
2021 Q4	21.2	190.9	212.1	16.9	14.4	31.3	243.4	-3.5	57.7	-29.7	24.5	267.9
2022 Q1	60.2	134.4	194.6	12.1	9.9	22.0	216.6	5.1	-65.2	20.1	-40.0	176.6
Q2	5.4	82.2	87.6	28.8	8.4	37.2	124.8	-10.7	13.3	25.1	27.7	152.5
Q3 <sup>(a)</sup>	5.3	118.2	123.5	161.6	23.8	185.4	308.9	3.4	-7.4	51.8	47.8	356.7
2022 Apr.	-0.5	10.1	9.5	13.4	-0.6	12.8	22.3	-8.7	8.9	15.5	15.7	38.0
May	4.2	45.6	49.8	-17.5	5.7	-11.7	38.1	9.3	-2.1	-5.5	1.7	39.8
June	1.7	26.6	28.3	32.8	3.2	36.1	64.4	-11.2	6.5	15.1	10.4	74.7
July	2.3	43.6	45.8	31.3	8.2	39.4	85.2	12.3	-21.8	16.1	6.5	91.7
Aug.	3.2	101.7	104.8	22.7	11.3	34.0	138.9	-4.0	2.6	14.7	13.2	152.1
Sep. <sup>(a)</sup>	-0.1	-27.1	-27.2	107.6	4.3	111.9	84.8	-4.8	11.8	21.1	28.1	112.8
Growth rates												
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	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2021 Q4	7.7	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2022 Q1	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	74.3	-0.2	6.2
Q2	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	78.2	2.0	5.7
Q3 <sup>(a)</sup>	6.4	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.6	-0.3	324.2	8.2	6.3
2022 Apr.	8.8	8.1	8.2	-2.8	1.7	0.4	6.3	1.3	-1.8	71.7	1.3	6.1
May	8.4	7.8	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.0	10.5	-2.2	16.2	0.6	5.8
June	7.9	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.8	-1.1	78.2	2.0	5.7
July	7.4	6.7	6.8	6.3	2.1	3.3	5.9	4.1	-5.4	85.3	0.7	5.7
Aug.	7.0	6.8	6.8	10.8	2.3	4.6	6.3	3.5	-4.9	181.3	2.8	6.1
Sep. <sup>(a)</sup>	6.4	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.6	-0.3	324.2	8.2	6.3

Source: ECB.

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



## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2019	2,483.9	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	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2021 Q4	3,244.4	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.9	228.4	551.6
2022 Q1	3,269.8	2,841.9	287.3	129.8	10.8	8,189.8	5,480.1	358.0	2,350.6	1.1	1,272.3	230.5	555.7
Q2	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
Q3 (a)	3,376.0	2,844.1	389.4	133.5	8.9	8,376.2	5,625.5	369.7	2,380.0	1.0	1,435.1	244.3	549.1
2022 Apr.	3,278.5	2,841.6	297.9	129.5	9.6	8,202.8	5,495.4	357.2	2,349.3	1.0	1,282.3	224.4	566.1
May	3,278.7	2,851.6	286.3	130.3	10.4	8,235.3	5,524.4	354.5	2,355.6	0.7	1,275.6	231.1	568.7
June	3,296.4	2,851.5	303.1	130.5	11.2	8,243.9	5,532.0	353.2	2,358.0	0.6	1,305.4	230.1	576.8
July	3,326.0	2,867.4	318.7	130.1	9.9	8,294.2	5,572.7	353.5	2,367.3	0.7	1,333.5	242.7	567.1
Aug.	3,391.2	2,905.4	345.5	132.8	7.6	8,334.3	5,599.8	357.2	2,376.5	0.8	1,360.7	238.0	566.4
Sep. (a)	3,376.0	2,844.1	389.4	133.5	8.9	8,376.2	5,625.5	369.7	2,380.0	1.0	1,435.1	244.3	549.1
<b>Transactions</b>													
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	254.4	279.6	-21.3	-6.9	3.0	423.5	411.2	-65.1	77.5	-0.2	144.3	-8.2	48.2
2021 Q4	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
2022 Q1	19.7	18.3	-3.9	1.1	4.2	100.3	98.5	-11.0	12.3	0.4	34.9	2.3	4.3
Q2	14.3	0.4	13.2	0.6	0.1	51.7	50.0	-5.6	7.8	-0.5	22.3	-0.6	21.0
Q3 (a)	69.3	-13.5	82.5	2.9	-2.6	126.9	88.9	15.8	21.8	0.4	125.6	12.9	-27.9
2022 Apr.	-0.1	-6.6	8.4	-0.5	-1.5	10.2	12.8	-1.5	-0.9	-0.2	0.5	-6.8	10.3
May	2.1	10.9	-10.6	0.9	0.9	34.4	30.7	-2.4	6.4	-0.3	-2.9	7.0	2.6
June	12.4	-3.9	15.4	0.2	0.7	7.1	6.5	-1.6	2.3	-0.1	24.6	-0.8	8.0
July	25.1	13.0	14.0	-0.4	-1.4	46.9	37.6	0.0	9.2	0.1	21.3	11.7	-9.8
Aug.	63.4	37.1	26.0	2.6	-2.3	39.3	26.4	3.5	9.2	0.1	34.4	-4.7	-0.7
Sep. (a)	-19.2	-63.6	42.5	0.7	1.2	40.7	24.9	12.2	3.4	0.3	70.0	5.9	-17.4
<b>Growth rates</b>													
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	13.1	-3.5	9.6
2021 Q4	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.1	-3.5	9.6
2022 Q1	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.3	2.6	27.6	13.4	5.7	12.7
Q2	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
Q3 (a)	6.0	3.3	33.8	1.8	-15.0	4.2	5.6	-4.3	2.6	56.9	18.3	7.6	5.8
2022 Apr.	6.9	8.3	-0.8	-4.1	22.0	4.4	6.9	-13.8	2.2	8.1	12.3	-1.1	14.3
May	6.5	8.1	-4.4	-2.5	40.5	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.6	10.7	0.4	15.1
June	5.8	6.5	2.4	-1.2	23.1	4.1	6.1	-12.6	2.3	-15.9	12.0	2.8	16.1
July	6.1	6.0	9.3	-1.0	16.5	4.2	6.2	-10.8	2.5	-5.1	11.7	5.8	13.1
Aug.	7.4	6.6	19.3	1.3	-19.3	4.2	5.8	-8.9	2.7	5.7	14.6	3.9	12.4
Sep. (a)	6.0	3.3	33.8	1.8	-15.0	4.2	5.6	-4.3	2.6	56.9	18.3	7.6	5.8

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.3 Credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2019	4,654.5	989.2	3,653.5	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	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0
2021 Q4	6,552.1	997.2	5,553.1	14,813.8	12,341.5	12,726.4	4,863.8	6,372.5	943.7	161.5	1,583.3	889.0
2022 Q1	6,553.9	1,002.7	5,548.5	15,022.9	12,562.4	12,692.8	4,917.2	6,472.1	1,020.0	153.0	1,593.7	866.8
Q2	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.6	12,791.8	12,930.8	5,018.2	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.4	829.4
Q3 <sup>(p)</sup>	6,354.4	1,003.4	5,326.6	15,376.1	13,008.1	13,144.0	5,163.1	6,612.4	1,071.6	161.0	1,542.1	825.9
2022 Apr.	6,526.0	1,004.2	5,497.0	15,072.3	12,632.0	12,778.6	4,943.9	6,491.7	1,035.7	160.8	1,600.8	839.5
May	6,507.2	999.8	5,482.6	15,114.3	12,707.2	12,843.6	4,976.3	6,522.4	1,045.2	163.3	1,556.8	850.4
June	6,513.6	1,002.0	5,487.5	15,182.6	12,791.8	12,930.8	5,018.2	6,555.0	1,054.2	164.3	1,561.4	829.4
July	6,539.6	998.4	5,517.0	15,244.0	12,851.2	12,987.0	5,067.5	6,578.6	1,045.8	159.4	1,562.7	830.1
Aug.	6,419.9	998.6	5,397.1	15,311.4	12,937.8	13,070.5	5,136.9	6,596.8	1,054.0	150.1	1,543.9	829.7
Sep. <sup>(p)</sup>	6,354.4	1,003.4	5,326.6	15,376.1	13,008.1	13,144.0	5,163.1	6,612.4	1,071.6	161.0	1,542.1	825.9
<b>Transactions</b>												
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.6	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4
2020	1,042.1	13.5	1,028.4	737.0	538.1	559.0	288.2	209.1	23.9	16.9	170.7	28.2
2021	667.4	-0.5	677.5	563.0	474.5	507.7	176.7	261.6	45.5	-9.4	79.2	9.3
2021 Q4	201.1	-1.1	202.1	228.8	174.9	225.4	98.5	60.5	-0.4	16.4	62.7	-8.7
2022 Q1	94.0	4.8	89.2	190.6	183.6	169.4	45.2	72.8	74.1	-8.5	23.6	-16.5
Q2	76.5	-0.7	77.2	207.5	231.4	248.6	97.2	87.0	35.8	11.3	-19.6	-4.3
Q3 <sup>(p)</sup>	-52.3	1.7	-54.3	201.6	212.4	216.2	139.0	55.7	22.0	-4.2	-13.2	2.4
2022 Apr.	16.8	1.6	14.6	68.0	63.2	81.0	23.5	20.6	11.6	7.5	10.0	-5.1
May	21.5	-4.5	25.9	56.6	86.2	75.6	32.5	31.8	18.9	2.9	-42.3	12.6
June	38.2	2.2	36.7	82.9	82.0	92.1	41.2	34.6	5.3	0.9	12.7	-11.8
July	-23.3	-3.7	-19.6	43.0	51.4	51.3	46.3	21.3	-10.6	-5.6	-6.9	-1.5
Aug.	-36.6	0.7	-37.3	85.5	95.1	94.2	69.4	18.2	16.9	-9.4	-11.6	1.9
Sep. <sup>(p)</sup>	7.6	4.8	2.6	73.1	65.9	70.7	23.3	16.1	15.6	10.8	5.3	1.9
<b>Growth rates</b>												
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	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.2	1.1
2021 Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.0	-4.5	5.2	1.1
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.5	-1.1	6.6	-1.7
Q2	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8
Q3 <sup>(p)</sup>	5.0	0.5	5.9	5.7	6.6	6.9	8.0	4.4	13.9	10.1	3.5	-3.0
2022 Apr.	9.6	0.4	11.4	4.7	4.8	5.3	4.5	4.3	10.1	3.7	7.5	-1.7
May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.3	5.7	5.1	4.4	12.0	2.4	4.8	-1.1
June	8.5	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	5.9	4.6	13.6	8.0	5.0	-2.8
July	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.2	4.8	4.3	-2.7
Aug.	5.5	-0.5	6.7	5.6	6.4	6.8	7.8	4.4	13.7	-0.7	3.7	-3.0
Sep. <sup>(p)</sup>	5.0	0.5	5.9	5.7	6.6	6.9	8.0	4.4	13.9	10.1	3.5	-3.0

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	4,474.3	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	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9	703.5
2021 Q4	4,863.8	4,994.8	888.7	1,006.4	2,968.6	6,372.5	6,635.8	698.2	4,970.9	703.5
2022 Q1	4,917.2	4,892.5	911.4	1,002.2	3,003.7	6,472.1	6,672.0	701.1	5,063.3	707.7
Q2	5,018.2	4,994.4	948.8	1,027.9	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2	707.5
Q3 <sup>(a)</sup>	5,163.1	5,134.9	1,002.7	1,067.8	3,092.6	6,612.4	6,801.3	713.7	5,194.2	704.6
2022 Apr.	4,943.9	4,920.7	924.0	1,012.0	3,007.8	6,491.7	6,697.3	702.9	5,082.2	706.6
May	4,976.3	4,945.9	936.5	1,016.1	3,023.7	6,522.4	6,725.2	705.6	5,109.9	706.9
June	5,018.2	4,994.4	948.8	1,027.9	3,041.5	6,555.0	6,745.8	707.4	5,140.2	707.5
July	5,067.5	5,039.6	958.4	1,042.4	3,066.6	6,578.6	6,765.8	709.9	5,161.8	706.8
Aug.	5,136.9	5,106.0	985.2	1,064.5	3,087.2	6,596.8	6,786.7	709.4	5,180.0	707.4
Sep. <sup>(a)</sup>	5,163.1	5,134.9	1,002.7	1,067.8	3,092.6	6,612.4	6,801.3	713.7	5,194.2	704.6
<b>Transactions</b>										
2019	115.0	142.5	-13.0	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5	-9.2
2020	288.2	325.3	-54.1	138.7	203.6	209.1	193.0	-11.8	210.7	10.2
2021	176.7	208.6	-1.3	2.8	175.2	261.6	266.6	10.7	255.0	-4.0
2021 Q4	98.5	127.6	55.9	37.1	5.5	60.5	71.0	6.5	55.7	-1.7
2022 Q1	45.2	54.0	18.8	-4.7	31.2	72.8	83.0	5.1	65.2	2.5
Q2	97.2	103.0	37.7	23.1	36.5	87.0	78.2	7.8	76.9	2.3
Q3 <sup>(a)</sup>	139.0	139.6	53.0	38.0	47.9	55.7	54.6	6.6	53.3	-4.2
2022 Apr.	23.5	24.7	11.4	7.8	4.3	20.6	25.0	2.4	18.5	-0.3
May	32.5	25.4	14.2	4.6	13.8	31.8	29.6	3.2	28.1	0.5
June	41.2	52.9	12.1	10.7	18.4	34.6	23.6	2.2	30.3	2.0
July	46.3	44.1	8.3	14.2	23.8	21.3	18.5	2.7	21.2	-2.5
Aug.	69.4	68.2	27.9	22.7	18.8	18.2	21.1	-0.9	18.4	0.7
Sep. <sup>(a)</sup>	23.3	27.3	16.8	1.1	5.3	16.1	15.1	4.8	13.7	-2.4
<b>Growth rates</b>										
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	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.6
2021 Q4	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.6
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Q2	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.1
Q3 <sup>(a)</sup>	8.0	8.9	19.8	9.6	4.1	4.4	4.4	3.8	5.1	-0.2
2022 Apr.	4.5	5.3	5.7	1.9	5.1	4.3	4.6	3.1	5.2	-0.2
May	5.1	6.0	7.4	4.6	4.6	4.4	4.6	3.4	5.3	-0.2
June	5.9	6.9	14.0	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.1
July	6.6	7.6	15.4	7.5	3.8	4.5	4.5	3.6	5.3	-0.2
Aug.	7.8	8.8	18.8	9.8	4.1	4.4	4.5	3.4	5.2	0.0
Sep. <sup>(a)</sup>	8.0	8.9	19.8	9.6	4.1	4.4	4.4	3.8	5.1	-0.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents <sup>1)</sup>

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	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	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2021 Q4	797.1	6,889.8	1,838.8	37.1	1,998.1	3,015.9	1,363.8	441.9	118.8	136.8
2022 Q1	740.4	6,875.0	1,847.5	35.8	1,985.8	3,005.8	1,359.4	347.8	153.0	164.4
Q2	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.6	159.3	157.3
Q3 <sup>(p)</sup>	635.5	6,784.7	1,802.7	31.3	2,092.9	2,857.8	1,310.8	553.4	142.9	145.6
2022 Apr.	768.6	6,897.0	1,845.5	35.6	2,017.7	2,998.1	1,357.9	439.6	180.7	171.7
May	725.3	6,803.4	1,847.3	32.2	1,985.9	2,937.9	1,236.4	432.7	178.3	170.8
June	757.6	6,803.7	1,848.1	31.6	2,005.7	2,918.3	1,302.5	412.6	159.3	157.3
July	735.1	6,903.1	1,835.7	31.2	2,056.0	2,980.2	1,335.1	428.6	169.5	159.1
Aug.	647.0	6,823.3	1,811.9	31.9	2,077.9	2,901.7	1,372.3	420.4	154.6	145.7
Sep. <sup>(p)</sup>	635.5	6,784.7	1,802.7	31.3	2,092.9	2,857.8	1,310.8	553.4	142.9	145.6
<b>Transactions</b>										
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	142.3	-48.8	-48.0
2021	53.1	-36.1	-74.8	-5.0	-39.8	83.5	-120.5	-92.6	-11.3	-2.3
2021 Q4	106.7	10.0	-13.5	-1.6	6.1	18.9	-71.3	25.9	-20.2	-9.2
2022 Q1	-53.2	-42.4	-21.6	-1.3	-28.8	9.3	-25.6	-177.9	34.0	34.7
Q2	17.1	29.7	-3.2	-4.1	-16.0	53.2	-70.6	-14.0	7.6	-7.1
Q3 <sup>(p)</sup>	-122.0	-3.1	-50.6	-0.3	-2.9	50.7	-1.7	83.8	-16.4	-11.7
2022 Apr.	28.1	29.8	-5.1	-0.2	4.5	30.6	-32.4	43.5	27.7	7.3
May	-43.3	-16.3	2.9	-3.4	-22.8	6.9	-76.3	-21.5	-1.1	-0.9
June	32.2	16.1	-1.1	-0.6	2.3	15.6	38.1	-36.0	-19.0	-13.5
July	-22.4	-3.4	-14.3	-0.5	-5.9	17.1	-3.7	49.8	10.2	1.8
Aug.	-88.1	-12.8	-24.5	0.7	5.6	5.5	51.7	-49.4	-14.9	-13.4
Sep. <sup>(p)</sup>	-11.5	13.2	-11.8	-0.6	-2.6	28.1	-49.7	83.4	-11.7	-0.1
<b>Growth rates</b>										
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	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q4	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.7	-0.7	-4.0	-13.1	-1.9	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
Q3 <sup>(p)</sup>	-7.5	-0.1	-4.7	-19.0	-2.1	4.5	-	-	3.4	4.2
2022 Apr.	7.4	-0.1	-3.3	-13.3	-1.5	3.1	-	-	35.9	36.7
May	4.5	0.0	-3.1	-20.8	-1.8	3.5	-	-	34.5	36.4
June	12.0	0.0	-3.0	-21.3	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July	7.6	-0.1	-3.4	-21.0	-2.2	3.8	-	-	27.9	24.8
Aug.	-8.2	-0.1	-4.2	-18.4	-1.7	3.8	-	-	24.1	18.6
Sep. <sup>(p)</sup>	-7.5	-0.1	-4.7	-19.0	-2.1	4.5	-	-	3.4	4.2

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.0	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	-0.1	0.1	-0.1	-3.7
2021 Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.7
2022 Q1	-4.0	.	.	.	.	-2.5
Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.4

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	46.5	46.0	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.5
2021	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q3	46.7	46.0	12.9	13.0	15.3	0.7	52.8	48.1	10.4	5.9	1.4	24.5	4.7
Q4	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	5.9	1.5	24.2	4.8
2022 Q1	47.1	46.4	13.3	13.2	15.2	0.7	51.1	46.4	10.1	5.9	1.5	23.7	4.7
Q2	47.3	46.6	13.5	13.2	15.1	0.7	50.2	45.6	10.0	5.9	1.5	23.3	4.6

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86.0	3.1	13.8	69.0	48.3	32.6	37.6	8.2	77.8	16.1	28.3	41.5	84.5	1.5
2019	83.9	3.0	13.0	67.9	45.5	30.7	38.4	7.7	76.2	15.6	27.7	40.6	82.6	1.3
2020	97.0	3.2	14.2	79.7	54.4	39.1	42.6	11.1	85.9	18.9	31.0	47.2	95.4	1.7
2021	95.4	3.0	13.6	78.7	55.5	41.6	39.9	9.9	85.4	17.8	30.3	47.3	93.9	1.4
2021 Q3	97.3	3.0	13.9	80.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.4	3.0	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.2	2.9	13.4	78.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	3.0	13.3	77.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.4	9.5
2021	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2021 Q3	0.6	4.7	-1.1	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.6	-3.0	5.2
Q4	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2022 Q1	-4.4	2.5	0.4	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.4	-7.3	4.4
Q2	-3.7	1.4	0.8	1.1	0.9	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.4	-5.8	3.6

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

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
												1	2
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	1.8	1.2	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2021 Q2	14.4	13.1	4.8	1.3	0.3	7.9	1.6	0.7	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5
Q3	14.5	13.2	4.4	1.3	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5
Q4	14.1	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022 Q1	14.7	13.4	5.0	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4
2022 Apr.	14.3	13.0	4.5	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.5
May	14.5	13.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5
June	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
July	14.3	13.0	4.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5
Aug.	14.6	13.3	4.7	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.1	1.9	1.7	0.3	0.3
Sep.	14.0	12.8	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.7	0.5	0.4

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.9	-10.1	-9.0	-9.5	-5.8	
2021	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.5	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q3	-7.0	-4.3	-3.8	-3.1	-9.7	-7.7	-8.0	-7.9	-4.8	
Q4	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.9	-1.8	-0.1	-5.0	-5.4	-5.1	-6.4	-0.1	
Q2	-4.3	-1.9	-0.4	0.1	-2.3	-4.5	-4.0	-5.3	1.3	
Government debt										
2018	99.9	61.3	8.2	63.0	186.4	100.4	97.8	134.4	98.1	
2019	97.6	58.9	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	134.1	90.4	
2020	112.0	68.0	18.5	58.4	206.3	120.4	115.0	154.9	113.5	
2021	109.2	68.6	17.6	55.4	194.5	118.3	112.8	150.3	101.0	
2021 Q3	111.9	68.6	19.1	57.4	201.6	121.9	115.4	154.2	106.5	
Q4	109.2	68.6	17.6	55.4	193.3	118.3	112.8	150.3	101.1	
2022 Q1	109.0	67.4	17.2	53.2	188.4	117.4	114.6	152.1	102.1	
Q2	108.3	67.2	16.7	51.4	182.1	116.1	113.1	150.2	95.2	
Government deficit (-)/surplus (+)										
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.5	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.2	0.6	1.8	0.6	0.1	0.6	-1.2	-0.9
2020	-4.3	-7.0	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.5
2021	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2021 Q3	-5.8	-3.6	-0.2	-7.9	-3.6	-8.2	-3.9	-6.1	-5.4	-4.3
Q4	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2022 Q1	-5.2	0.0	0.6	-7.8	-1.5	-3.5	-1.6	-3.6	-4.8	-2.0
Q2	-3.6	1.0	0.6	-6.9	0.1	-1.4	0.2	-3.0	-3.8	-1.4
Government debt										
2018	37.0	33.7	20.9	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.4	64.9
2019	36.5	35.8	22.4	40.7	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	53.3	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.8
2021	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2021 Q3	42.3	44.6	25.5	56.2	52.8	83.6	129.1	79.5	60.4	73.8
Q4	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2022 Q1	41.7	39.8	22.6	57.4	50.7	83.4	124.8	74.7	61.6	72.1
Q2	41.6	39.6	25.4	55.1	50.9	82.7	123.4	73.5	60.3	71.6

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2022**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 26 octobre 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-22-007-FR-N (PDF)



Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général