



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

# Bulletin économique

Numéro 5 / 2022



# Sommaire

<b>Évolutions économiques, financières et monétaires récentes</b>	<b>2</b>
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	8
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	22
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	32
<b>Encadrés</b>	<b>40</b>
1 Les flux commerciaux avec la Russie depuis le début de son invasion de l'Ukraine	40
2 Dynamique de la part salariale et effets de second tour sur l'inflation après les flambées des prix de l'énergie dans les années 1970 et aujourd'hui	48
3 L'épargne des ménages pendant la pandémie de COVID-19 et ses conséquences pour le redressement de la consommation	56
4 Comment des prix du pétrole plus élevés pourraient affecter la production potentielle de la zone euro	62
5 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	67
6 Les anticipations relatives aux prix de vente des entreprises de la zone euro	71
7 La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique	77
<b>Articles</b>	<b>84</b>
1 La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques	84
2 Garantir la liberté de choisir son moyen de paiement : l'accès aux espèces dans la zone euro	106
<b>Statistiques</b>	<b>125</b>

# Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

## Synthèse

Lors de sa réunion du 21 juillet 2022, le Conseil des gouverneurs, conformément à son engagement résolu en faveur de son mandat de maintien de la stabilité des prix, a pris de nouvelles mesures essentielles pour faire en sorte que l'inflation revienne au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et a approuvé la création du nouvel instrument de protection de la transmission (IPT).

Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'un premier pas sur la voie de la normalisation des taux d'intérêt plus important qu'indiqué lors de sa réunion précédente était approprié. Cette décision a été prise sur la base de son évaluation actualisée des risques pesant sur l'inflation et du soutien accru que l'IPT apportera en termes de transmission efficace de la politique monétaire. Elle contribuera au retour de l'inflation au niveau de l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs en renforçant l'ancrage des anticipations d'inflation et en veillant à un alignement des conditions de la demande permettant la réalisation de son objectif d'inflation à moyen terme.

Lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux. En anticipant la sortie des taux d'intérêt négatifs, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche des décisions concernant les taux d'intérêt réunion par réunion. La trajectoire future des taux directeurs du Conseil des gouverneurs restera dépendante des données et contribuera à assurer que sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme soit atteinte. Dans le contexte de la normalisation de sa politique monétaire, le Conseil des gouverneurs évaluera différentes possibilités de rémunération des excédents de liquidité.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que la mise en place de l'IPT était nécessaire pour soutenir la transmission efficace de la politique monétaire. L'IPT assurera notamment la bonne transmission de l'orientation monétaire dans tous les pays de la zone euro, à mesure que le Conseil des gouverneurs poursuivra la normalisation de la politique monétaire. L'unicité de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs est une condition préalable de la réalisation du mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE.

L'IPT, qui complète l'éventail des instruments du Conseil des gouverneurs, pourra être activé pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro. L'ampleur des achats au titre de l'IPT dépendra de la gravité de ces risques. Il n'existe pas de restrictions *ex ante* sur les acquisitions. En protégeant le

mécanisme de transmission, l'IPT permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix.

Dans tous les cas, la flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) demeure la première ligne de défense pour contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission.

## Activité économique

L'activité économique s'est ralentie dans les principales économies avancées depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en juin. Aux États-Unis, les dépenses de consommation ont surpris très défavorablement en mai, alors que les créations d'emplois demeurent soutenues. Les risques à la baisse pesant sur les perspectives aux États-Unis se sont globalement accrus. Les données relatives à l'activité au Royaume-Uni ont surpris défavorablement, et la confiance des consommateurs est tombée à un niveau historiquement bas. La croissance en Chine se redresse après la sortie du pays de la vague de pandémie la plus récente, mais elle reste faible. Dans le même temps, l'inflation dans les principales économies avancées continue d'augmenter, enregistrant de fortes hausses en rythme mensuel, et elle se propage de plus en plus au secteur des services. Depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les prix du pétrole ont diminué de 14 % environ, les risques plus élevés de ralentissement économique l'emportant sur les perturbations au niveau de l'offre. Les prix du gaz ont fortement augmenté en Europe du fait de l'offre réduite en provenance de Russie, avec comme conséquence une aggravation du choc d'énergie en dépit de la baisse des prix du pétrole.

L'activité économique dans la zone euro se ralentit. L'agression injustifiée de l'Ukraine par la Russie continue de peser sur la croissance. Les répercussions de la forte inflation sur le pouvoir d'achat, les contraintes persistantes sur l'offre et la montée de l'incertitude exercent un effet modérateur sur l'économie. Les entreprises demeurent confrontées à une hausse de leurs coûts et à des perturbations de leurs chaînes d'approvisionnement, malgré l'apparition des premiers signes de réduction de certains goulets d'étranglement du côté de l'offre. La conjugaison de tous ces facteurs assombrit nettement les perspectives pour le second semestre 2022 et au-delà.

Cela étant, l'activité continue de bénéficier de la réouverture de l'économie, de la solidité du marché du travail et du soutien des politiques budgétaires. La réouverture complète de l'économie favorise notamment les dépenses dans le secteur des services. Avec la reprise des voyages, le tourisme devrait apporter une contribution positive à l'économie au troisième trimestre de cette année. La consommation est renforcée par l'épargne accumulée par les particuliers pendant la pandémie et par le dynamisme du marché du travail.

Les politiques budgétaires contribuent à atténuer les retombées de la guerre en Ukraine pour ceux qui subissent de plein fouet le renchérissement de l'énergie. Des

mesures temporaires et ciblées devraient être conçues de manière à limiter le risque d'alimentation des tensions inflationnistes. Les politiques budgétaires de tous les pays devraient viser à préserver la soutenabilité de la dette et à rehausser le potentiel de croissance de façon durable afin de renforcer la reprise.

## Inflation

L'inflation s'est encore accélérée, pour atteindre 8,6 % en juin. La hausse des prix de l'énergie a encore constitué la principale composante de l'inflation totale. Les indicateurs tirés d'instruments du marché suggèrent que les prix mondiaux de l'énergie demeureront élevés à court terme. Le renchérissement des produits alimentaires s'est également accentué, à 8,9 % en juin, ce qui reflète en partie l'importance de l'Ukraine et de la Russie comme producteurs de biens agricoles.

La persistance de goulets d'étranglement pour les biens manufacturés et la reprise de la demande, essentiellement dans le secteur des services, contribuent aussi aux forts taux d'inflation actuels. Les tensions sur les prix se propagent à des secteurs toujours plus nombreux, du fait notamment des effets indirects des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. La hausse de la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente s'est par conséquent poursuivie.

Le Conseil des gouverneurs prévoit que l'inflation demeurera à un niveau élevé indésirable pendant un certain temps, en raison de la persistance des tensions exercées par les prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que de tensions le long de la chaîne des prix. L'accentuation des tensions inflationnistes s'explique également par la dépréciation de l'euro. À l'avenir, cependant, en l'absence de nouvelles perturbations, les coûts de l'énergie devraient se stabiliser et les goulets d'étranglement du côté de l'offre s'atténuer, ce qui, conjugué à la normalisation en cours de la politique monétaire, devrait contribuer au retour de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

Le marché du travail demeure dynamique. Le taux de chômage a reculé à un niveau extrêmement faible de 6,6 % en mai. Les offres d'emploi dans de nombreux secteurs attestent de la forte demande de main-d'œuvre. La croissance des salaires, telle qu'elle ressort également des indicateurs prospectifs, a continué de s'accélérer progressivement au cours des derniers mois, mais elle reste encore modérée dans l'ensemble. À terme, le renforcement de l'économie et certains effets de rattrapage devraient favoriser une hausse plus rapide 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

Une prolongation de la guerre en Ukraine reste une source de risque important à la baisse sur la croissance, particulièrement si les approvisionnements en énergie en

provenance de Russie étaient perturbés au point que des rationnements soient imposés aux entreprises et aux ménages. La guerre pourrait aussi entamer davantage encore la confiance et aggraver les contraintes d'offre, tandis que les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient rester durablement plus élevés qu'attendu. Un ralentissement plus net de la croissance mondiale constituerait aussi un risque pour les perspectives de la zone euro.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation restent orientés à la hausse et se sont accentués, à court terme notamment. En ce qui concerne les perspectives d'inflation à moyen terme, ces risques comprennent une détérioration prolongée de la capacité de production de l'économie de la zone, la persistance de prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires, une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs et des augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, si la demande s'affaiblissait à moyen terme, les tensions sur les prix s'atténueraient.

## Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont été volatils en raison de la grande incertitude économique et géopolitique. Les coûts de financement des banques ont augmenté ces derniers mois, ce qui s'est traduit de plus en plus par une hausse des taux des prêts bancaires, pour les ménages en particulier. L'encours des prêts bancaires aux ménages reste élevé mais devrait diminuer du fait d'une baisse de la demande. L'activité de prêt aux entreprises a elle aussi été robuste dans la mesure où les coûts élevés de production, la constitution de stocks et la diminution du recours au financement de marché créent un besoin continu de crédits bancaires. Dans le même temps, la demande de prêts à des fins de financement de l'investissement a reculé. La modération de la croissance monétaire s'est poursuivie du fait de la baisse de l'épargne liquide et des achats d'actifs de l'Eurosystème.

La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro signale un durcissement, au deuxième trimestre de l'année, des critères d'octroi de toutes les catégories de prêts, les banques s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans le contexte actuel d'incertitude. Les banques prévoient un durcissement supplémentaire au troisième trimestre.

## Conclusion

En résumé, l'inflation demeure à un niveau élevé indésirable et devrait rester supérieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs pendant un certain temps. Les dernières données disponibles signalent un ralentissement de la croissance qui assombrit les perspectives relatives au second semestre 2022 et au-delà. Cependant, ce mouvement est amorti par plusieurs facteurs favorables.

Lors de sa réunion du 21 juillet 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et a approuvé la création de l'IPT. Lors de ses

prochaines réunions, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux d'intérêt. La trajectoire future des taux directeurs restera dépendante des données et contribuera à assurer que la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs soit atteinte.

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 se stabilise au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Le nouvel IPT préservera la transmission harmonieuse, dans l'ensemble de la zone euro, de l'orientation de la politique monétaire, que le Conseil des gouverneurs continuera d'adapter face à la forte inflation.

## Décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base. Par conséquent, 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 0,50 %, 0,75 % et 0,00 % à compter du 27 juillet 2022.

Lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux. En anticipant la sortie des taux d'intérêt négatifs, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche des décisions concernant les taux d'intérêt réunion par réunion. La trajectoire future des taux directeurs du Conseil des gouverneurs restera dépendante des données et contribuera à assurer que sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme soit atteinte.

Le Conseil des gouverneurs a approuvé la création de l'IPT. Le Conseil des gouverneurs a estimé que la mise en place de l'IPT était nécessaire pour soutenir la transmission efficace de la politique monétaire<sup>1</sup>. L'IPT assurera notamment la bonne transmission de l'orientation monétaire dans tous les pays de la zone euro, à mesure que le Conseil des gouverneurs poursuivra la normalisation de la politique monétaire. L'unicité de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs est une condition préalable de la réalisation du mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE.

Sous réserve de remplir des critères établis, l'Eurosystème aura la possibilité de procéder à des achats sur le marché secondaire de titres émis dans des juridictions qui connaissent une détérioration des conditions de financement non justifiée par les fondamentaux spécifiques du pays, afin de contrer dans la mesure nécessaire les risques pour le mécanisme de transmission. L'ampleur des achats au titre de l'IPT dépendra de la gravité de ces risques. Il n'existe pas de restrictions *ex ante* sur les acquisitions.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans

---

<sup>1</sup> Pour de plus amples informations concernant l'IPT, cf. le [communiqué de presse](#) du 21 juillet 2022.

le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire.

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

Les remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille PEPP sont réinvestis de façon flexible afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission. La flexibilité dans les réinvestissements associés au PEPP demeure la première ligne de défense pour contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission.

Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave pas la transmission harmonieuse de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

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. Le nouvel instrument à la disposition du Conseil des gouverneurs, l'IPT, préservera la transmission harmonieuse de son orientation de politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

## 1 Environnement extérieur

*L'activité économique s'est ralentie dans les principales économies avancées depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en juin. Aux États-Unis, les dépenses de consommation en mai ont surpris très défavorablement, tandis que les créations d'emplois restent soutenues. Les risques à la baisse qui pèsent sur les perspectives économiques des États-Unis se sont globalement accentués. Les données relatives à l'activité au Royaume-Uni ont surpris défavorablement, et la confiance des consommateurs s'est établie à un point bas historique. La croissance en Chine se redresse après la sortie du pays de la plus récente vague de coronavirus (COVID-19), mais elle reste faible. Dans le même temps, l'inflation continue d'augmenter dans les principales économies avancées, avec des hausses mensuelles élevées, et s'étend de plus en plus au secteur des services. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, les prix du pétrole ont baissé d'environ 14 %, les risques accrus de ralentissement économique l'emportant sur les perturbations de l'approvisionnement. Les prix du gaz ont fortement augmenté en Europe, impliquant une aggravation du choc énergétique, malgré la baisse des prix du pétrole.*

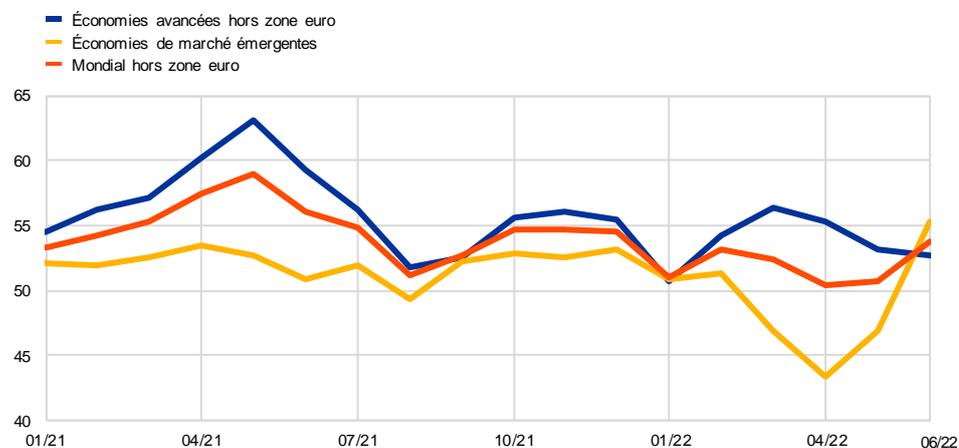
### **Les données récentes sur l'activité économique mondiale font état d'une modération de la croissance dans un contexte d'inflation élevée et de normalisation de la politique monétaire dans le monde.**

L'indice composite des directeurs d'achat pour la production des économies avancées (hors zone euro) a diminué entre avril et juin, reflétant des faiblesses aux États-Unis et au Royaume-Uni en particulier. En revanche, l'activité des économies de marché émergentes a enregistré une amélioration significative en juin, principalement en raison d'une forte hausse de l'activité en Chine (graphique 1). La nette amélioration observée en Chine au mois de juin résulte de l'évolution positive de la pandémie et de la levée associée, en mai, de nombreuses mesures d'endiguement. L'indicateur de suivi de l'activité, qui se base sur des indicateurs à haute fréquence, et les données de juin de l'indice des directeurs d'achat indiquent tous deux un léger ralentissement de l'activité, en particulier dans les économies avancées. Si une partie de l'incertitude liée à la guerre en Ukraine se dissipe lentement, l'inflation pèse sur les revenus réels disponibles et la demande agrégée. Même si l'assouplissement des mesures d'endiguement de la pandémie devrait soutenir la croissance en Asie, l'activité mondiale devrait continuer à se modérer dans les mois à venir. Les banques centrales des économies avancées et émergentes normalisent progressivement l'orientation de leur politique monétaire en réponse à la hausse de l'inflation.

## Graphique 1

### Indice composite des directeurs d'achat pour la production

(indices de diffusion)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2022.

**Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale se sont encore atténuées.** Selon l'indice des directeurs d'achat de juin, les délais de livraison des fournisseurs mondiaux se sont rapprochés des niveaux observés avant la guerre en Ukraine dans la plupart des économies, après s'être détériorés en avril et en mai. L'indice des directeurs d'achat pour les pénuries d'approvisionnement s'est également amélioré au niveau mondial et les tensions mondiales sur les prix se sont atténuées. En outre, les données à haute fréquence récentes sur l'activité du port de Shanghai indiquent que les tensions sur l'offre dans le secteur du transport maritime s'atténuent en Chine. D'autres améliorations sont attendues au niveau des réseaux de production mondiaux, avec la levée des mesures d'endiguement de la pandémie et l'atténuation de l'impact de la guerre en Ukraine sur les chaînes d'approvisionnement. Pour l'avenir, la baisse de l'indice des directeurs d'achat de juin pour les prix des intrants et la résorption des perturbations de l'approvisionnement pourraient signaler une légère diminution des tensions inflationnistes du côté de l'offre. Toutefois, les perturbations liées à la guerre de l'approvisionnement en produits alimentaires essentiels (comme le blé et le maïs) et en engrais persistent et affectent les économies de marché émergentes déjà vulnérables, notamment en Afrique et au Moyen-Orient.

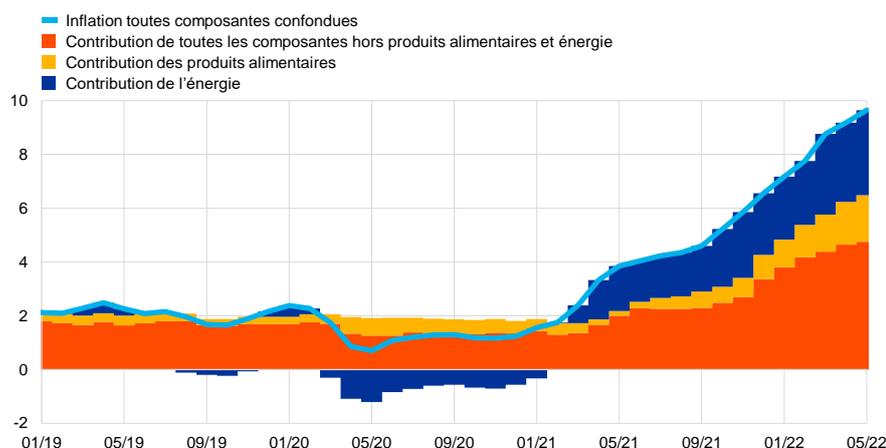
### **Le commerce mondial s'est de nouveau contracté en raison de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et des mesures d'endiguement de la pandémie en Chine.**

En avril, les échanges mondiaux de marchandises (hors zone euro) se sont contractés pour le troisième mois consécutif et ont enregistré une baisse de 1,9 % depuis janvier 2022. Malgré une certaine amélioration, le suivi du commerce de la BCE et l'indice des directeurs d'achat de juin relatif aux nouvelles commandes à l'exportation continuent de faire état d'une contraction. Toutefois, les échanges mondiaux de marchandises devraient encore connaître une légère croissance en 2022 et 2023.

**Les tensions inflationnistes mondiales s'étendent aux services.** Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle de l'IPC (indice des prix à la consommation) a atteint 9,6 % en mai (contre 9,2 % en avril), sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires et, dans une moindre mesure, de l'inflation sous-jacente (graphique 2). L'inflation s'étend aux services dans un certain nombre d'économies avancées en raison d'une augmentation des coûts des intrants et de la réorientation de la demande vers les services au détriment des biens.

**Graphique 2**  
Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

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



Sources : OCDE, Haver Analytics et calculs de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2022.

**Les prix du pétrole ont baissé de 14 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, les marchés commençant à intégrer un ralentissement de l'activité économique réelle.** Les prix du pétrole ont été soutenus par la réouverture progressive de l'économie chinoise et les contraintes d'offre persistantes, mais cela a été contrebalancé par des perspectives de croissance économique plus faibles. Ces facteurs ont également affecté les prix des autres matières premières. Les prix des métaux et des produits alimentaires sont inférieurs à leur niveau d'avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les progrès récents accomplis dans la mise en place d'un corridor sécurisé pour les exportations ukrainiennes de céréales ont conduit à une baisse des prix du blé et du maïs depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Les prix du gaz ont fortement augmenté (+119 %) suite à des pénuries d'approvisionnement. Récemment, après une période de baisse des prix du gaz en Europe due à une forte augmentation des stocks de gaz, les prix ont de nouveau connu une forte hausse en réaction à la baisse des flux de gaz de la Russie vers l'Allemagne.

**Aux États-Unis, la dynamique de la croissance économique s'est fortement ralentie au deuxième trimestre.** Les dépenses de consommation ont été nettement inférieures aux prévisions pour le mois de mai et elles ont été révisées à la baisse pour le mois d'avril. Par ailleurs, l'indice de sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan a diminué en juin, pour s'inscrire à son niveau le plus bas depuis le début de la série statistique dans les années 1950. En outre, le marché de

l'immobilier présente des signes de ralentissement, les mises en chantier de logements ayant surpris défavorablement en mai. En revanche, des tensions persistent sur le marché du travail et les consommateurs continuent de conserver un excédent d'épargne qui pourrait soutenir les dépenses à venir. Dans l'ensemble, les risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance se sont accentués dans un contexte d'incertitude accrue. En termes nominaux, la hausse annuelle de l'IPC total a atteint 8,6 % en mai et 9,1 % en juin, dépassant les anticipations des marchés. En glissement mensuel, l'IPC total a augmenté pour s'établir à 1,0 % en mai et à 1,3 % en juin, atteignant des taux historiquement élevés. S'agissant du risque de récession, une enquête menée fin juin par le *Wall Street Journal* auprès d'économistes indique que la probabilité de connaître une récession au cours des 12 prochains mois est de 44 %.

**En Chine, la levée des mesures visant à endiguer la pandémie de COVID-19 a entraîné un rebond de l'activité économique en juin, mais la croissance sous-jacente reste faible et les risques à la baisse sont élevés.** Les cas de COVID-19 ayant fortement diminué au début du mois de juin, les mesures d'endiguement ont encore été allégées. En conséquence, les indicateurs relatifs à la mobilité se sont rapprochés des valeurs normales. Les données solides sur l'activité mensuelle se sont partiellement redressées en mai et devraient encore s'améliorer en juin, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ayant fortement augmenté en juin, pour dépasser les niveaux d'avant la pandémie. Pour l'avenir, des mesures de soutien budgétaire supplémentaires ont été annoncées, ce qui devrait stimuler les dépenses d'infrastructure au troisième trimestre. Toutefois, cette année, la croissance du PIB devrait rester nettement inférieure à l'objectif officiel de croissance de 5,5 % pour 2022, en partie en raison de la faiblesse persistante du secteur de l'immobilier.

**Au Japon, la hausse annuelle de l'IPC reste supérieure au taux cible fixé par la Banque du Japon.** La forte hausse du taux d'inflation en avril reflète une dissipation d'importants effets de base négatifs relatifs aux tarifs de la téléphonie mobile. En mai, l'inflation totale est demeurée inchangée à 2,5 %, soutenue par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, l'inflation sous-jacente n'ayant que légèrement augmenté. D'après l'enquête Tankan de juin, les entreprises pourraient progressivement répercuter la hausse des coûts des intrants sur les prix finaux. Malgré la tension croissante des marchés, la Banque du Japon a maintenu sa politique de contrôle de la courbe des rendements. Le taux de divergence avec les autres grandes banques centrales a accru les pressions à la dépréciation du yen, qui ont atteint des niveaux observés pour la dernière fois à la suite de la crise financière asiatique de 1997. Néanmoins, la Banque du Japon n'a pas signalé de changements dans l'orientation de sa politique monétaire.

**Au Royaume-Uni, la décélération de la dynamique de croissance se poursuit dans un contexte de détérioration de la confiance des chefs d'entreprise et de hausse de l'inflation pesant sur la demande des consommateurs.** En avril, le PIB mensuel a surpris défavorablement. Les ventes au détail ont également diminué et la confiance des consommateurs a chuté pour s'inscrire à un plancher record. La hausse annuelle de l'IPC total a atteint 9,1 % en mai, tandis que les tensions

inflationnistes se sont de plus en plus étendues au secteur des services. Les salaires réels ont nettement diminué et les indicateurs à court terme font état d'une détérioration de la confiance des chefs d'entreprise. Le PIB du Royaume-Uni devrait s'être contracté au deuxième trimestre.

**En Russie, les données récentes continuent d'indiquer une dégradation des conditions économiques.** L'impact de la guerre sur l'économie russe commence à s'élargir. En mai, la production industrielle et les ventes au détail ont continué de diminuer, tandis que la production automobile s'est presque totalement arrêtée. Toutefois, les données relatives au PIB pour le premier trimestre et les données du compte des transactions courantes pour le deuxième trimestre pourraient laisser penser que l'effondrement de 2022 a été moins sévère que précédemment anticipé. L'inflation totale a diminué, pour s'établir à 16 % à la mi-juin (contre 18 % en avril et 17 % en mai), principalement en raison de l'appréciation du rouble et de la baisse de la demande des consommateurs. Le 10 juin, la Banque de Russie a abaissé son taux directeur pour la quatrième fois, le ramenant à 9,5 % (après 11,0 % en mai), soit un retour au même niveau que celui fixé avant le relèvement d'urgence du taux à 20 % intervenu en février, à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et des sanctions consécutives.

## 2 Activité économique

*Après un taux de croissance de 0,5 % au premier trimestre 2022, sous l'effet de contributions positives des exportations nettes et des stocks, la croissance du PIB en volume de la zone euro au deuxième trimestre devrait avoir été soutenue par la réouverture de l'économie. Cette dernière a favorisé une reprise de la consommation dans les services à forte intensité de contact et une activité dynamique dans le secteur du tourisme, ce qui devrait également soutenir la croissance au troisième trimestre. Dans le même temps, la persistance de facteurs défavorables tels que la poursuite de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, l'inflation élevée, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et le durcissement des conditions de financement continue de peser sur la croissance <sup>2</sup>. La forte incertitude, les tensions sur les prix des matières premières – dues en partie à la réduction de l'approvisionnement en gaz provenant de Russie – ainsi que le durcissement des conditions de financement devraient freiner les dépenses de consommation et d'investissement au cours des trimestres à venir. En outre, une nouvelle réduction des approvisionnements en gaz provenant de Russie, avec la perspective d'un rationnement du gaz au cours des mois d'automne et d'hiver, pourrait affaiblir significativement l'activité économique et entraîner de nouvelles hausses des prix de l'énergie. Toutefois, l'impact des nouvelles perturbations de l'approvisionnement en énergie pourrait être atténué par la résilience du marché du travail, les niveaux élevés d'épargne accumulée et les mesures budgétaires ciblées supplémentaires.*

**La croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2022 devrait avoir été soutenue par la réouverture de l'économie et la vigueur de l'activité dans le secteur du tourisme, malgré la guerre en Ukraine, l'inflation élevée, le durcissement des conditions de financement et la persistance de l'incertitude.**

Le PIB en volume de la zone euro a crû de 0,5 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2022, sous l'effet de contributions positives des exportations nettes et des stocks, tandis que la demande intérieure s'est contractée. En excluant l'Irlande, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel. Pour le deuxième trimestre 2022, l'impact favorable de la levée des restrictions liées à la pandémie sur l'activité de la zone euro semble avoir plus que compensé la persistance de facteurs défavorables pour la consommation et les dépenses d'investissement. Les données disponibles confirment ces observations. Au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, la production industrielle (hors construction) a été légèrement inférieure à son niveau du premier trimestre, en ligne avec une contribution négligeable du secteur manufacturier à la croissance. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans la zone euro est ressorti en moyenne à 54,2 au deuxième trimestre, soit seulement légèrement au-dessous du niveau observé au premier trimestre (graphique 3). En juin, l'indice PMI relatif à la production manufacturière a indiqué une contraction pour la première fois depuis juin 2020, s'établissant au-dessous de 50 (graphique 4, partie a). Cela

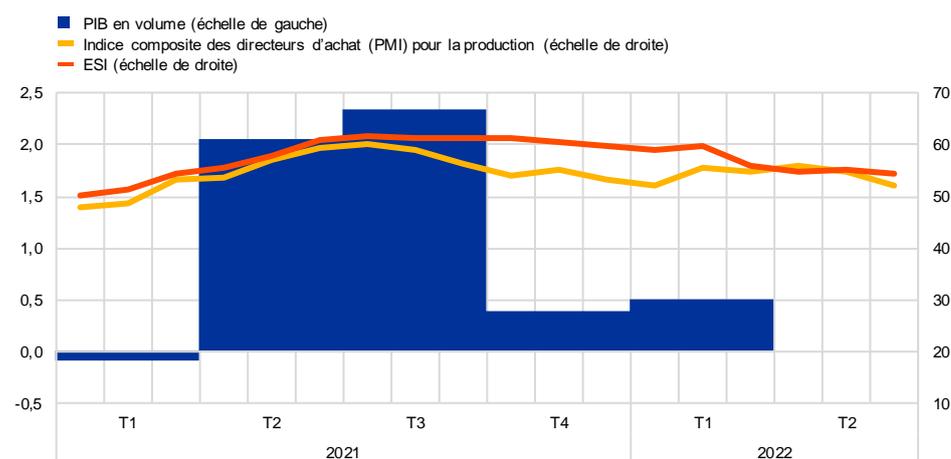
<sup>2</sup> Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 29 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,7 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2022. Cette estimation supérieure aux attentes, qui n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, semble être confortée par une contribution importante du secteur des services dans le contexte de la réouverture de l'économie, parallèlement à un affaiblissement du secteur industriel.

indique un affaiblissement de l'activité dans le secteur manufacturier, en particulier en raison des perturbations importantes des chaînes d'approvisionnement, des prix élevés des matières premières du fait de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, et de l'accroissement de l'incertitude globale. En outre, l'indice PMI relatif aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier a continué de diminuer en juin, et celui relatif aux délais de livraison des fournisseurs indique que, même si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre sont demeurés importants en juin, ils se sont effectivement légèrement atténués. En revanche, l'activité dans le secteur des services s'est redressée au deuxième trimestre 2022 et devrait encore se renforcer au troisième trimestre, selon les estimations. La production de services en avril a été supérieure de 2,4 % à son niveau du premier trimestre 2022, reflétant une réorientation de la demande de biens vers les services avec la réouverture de l'économie. Au deuxième trimestre, l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services est ressorti en moyenne à 55,6, soit une légère amélioration par rapport à la moyenne du premier trimestre, malgré une modération en juin (graphique 4, partie b). L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a légèrement diminué en juin, indiquant un ralentissement de la croissance au deuxième trimestre (graphique 3). Tandis que la confiance des entreprises s'est légèrement améliorée dans l'industrie et les services, elle s'est détériorée dans les secteurs du commerce de détail et de la construction. Reflétant des inquiétudes persistantes concernant l'inflation élevée dans un contexte de forte incertitude et de perturbations importantes des chaînes d'approvisionnement, la confiance des consommateurs s'est encore détériorée en juillet, revenant à un niveau inférieur à celui enregistré au début de la crise de la COVID-19 en avril 2020<sup>3</sup>.

### Graphique 3

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, Standard & Poor's Global Ratings et calculs de la BCE.

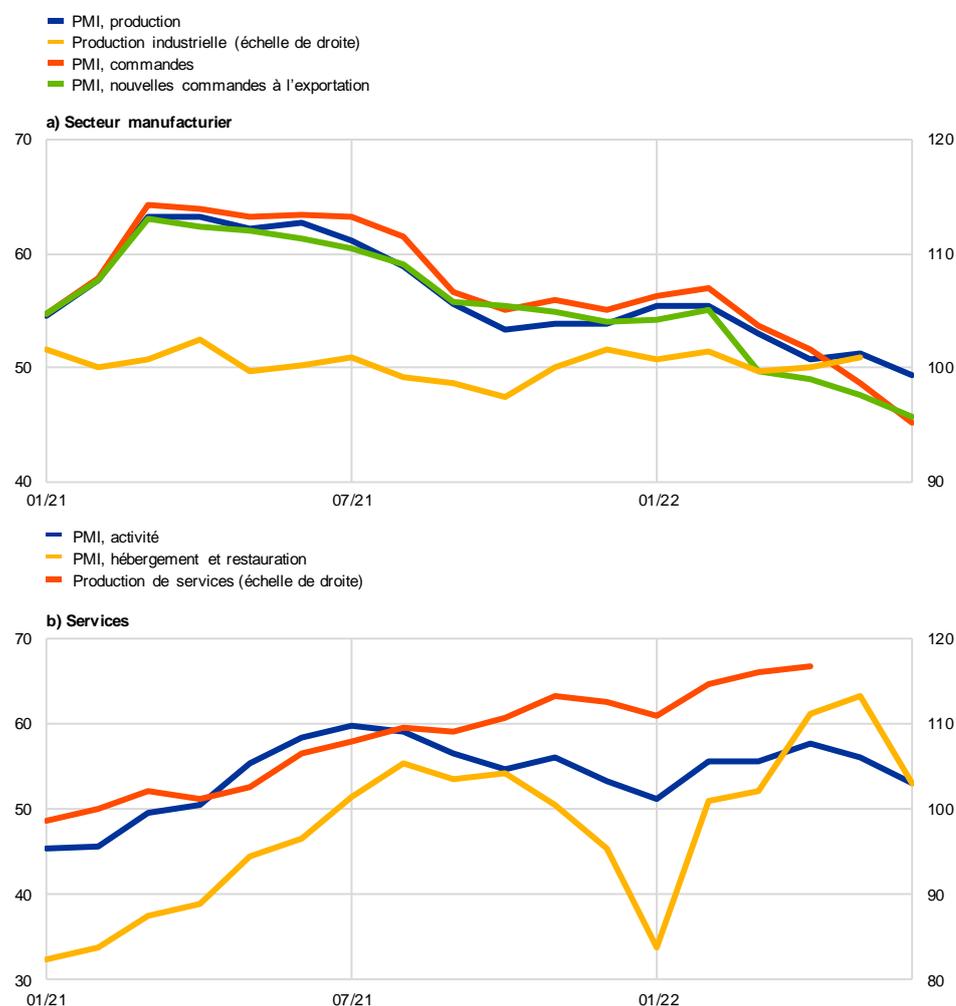
Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles ; les barres représentent des données trimestrielles. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les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

<sup>3</sup> L'estimation rapide de l'indicateur de confiance des consommateurs publiée le 20 juillet par la Commission européenne est ressortie à un niveau de - 27.

**L'activité économique devrait bénéficier de la reprise de la consommation de services à forte intensité de contact, mais les facteurs défavorables pourraient persister.** La demande de services à forte intensité de contact est soutenue par la réouverture de l'économie, qui bénéficie au secteur du tourisme, mais la hausse des prix de l'énergie et la forte incertitude pèsent sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Les contacts de la BCE dans le secteur non financier prévoient que les facteurs défavorables actuels seront contrebalancés dans une certaine mesure par la réouverture de l'économie, le dynamisme de l'activité dans les services à forte intensité de contact, en particulier dans le secteur du tourisme. Cependant, les contacts au sein des entreprises, particulièrement dans le secteur du commerce de détail, restent préoccupés par les évolutions futures de la demande, surtout après l'été (encadré 5). Bien que les risques pesant sur les perspectives de croissance pour les mois d'automne et d'hiver soient très élevés, en particulier dans le cas d'un scénario comprenant de nouvelles réductions des approvisionnements en énergie, des facteurs positifs continuent de soutenir l'économie. La résilience du marché du travail, l'épargne accumulée pendant la pandémie et les mesures budgétaires devraient permettre d'atténuer l'impact de la hausse de l'inflation sur les revenus et la consommation. Les progrès réalisés dans la mise en œuvre du programme *Next Generation EU* (NGEU) devraient également favoriser la reprise économique.

## Graphique 4 Secteur manufacturier et services

(échelle de gauche : indice de diffusion ; échelle de droite : indice, février 2020 = 100)



Sources : Standard & Poor's Global Ratings, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2022 pour la production industrielle, à juin 2022 pour les indices des directeurs d'achat (PMI) et à avril 2022 pour la production de services.

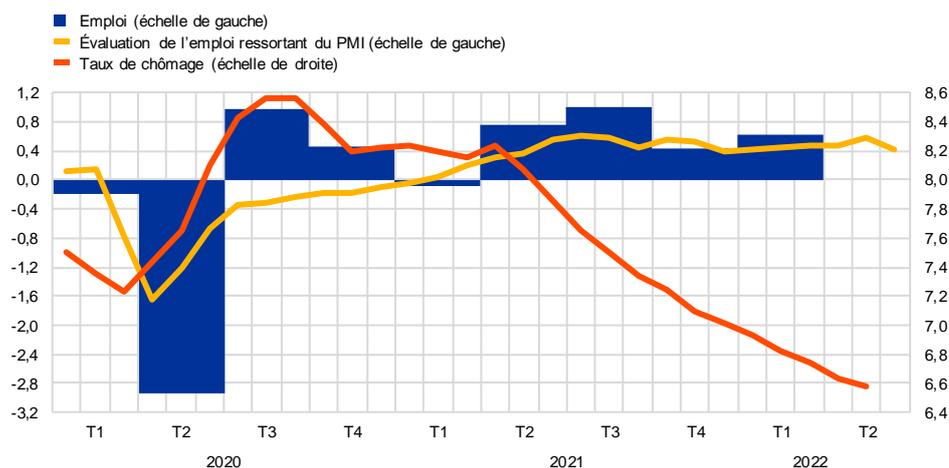
**La situation sur le marché du travail de la zone euro continue de s'améliorer en dépit de l'impact économique de la guerre en Ukraine.** Le taux de chômage est ressorti à 6,6 % en mai 2022, soit légèrement moins qu'en avril et environ 0,8 point de pourcentage de moins que le niveau observé avant la pandémie en février 2020 (graphique 5). C'est le niveau le plus bas enregistré depuis la création de la zone euro, le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi se poursuivant toutefois, mais de façon progressivement moindre. L'emploi total a augmenté de 0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2022, après une hausse de 0,4 % au quatrième trimestre 2021. Sous l'effet de la reprise économique intervenue après la levée des restrictions liées à la pandémie, les dispositifs de maintien de l'emploi ont concerné 1,1 % de la population active en mars 2022, en recul par rapport au taux de 1,6 % environ enregistré en décembre 2021. Cela se reflète également dans le nombre total d'heures travaillées qui, bien que demeurant

inférieur aux niveaux pré-pandémiques, a augmenté pour s'en rapprocher, en particulier dans le secteur industriel et les services marchands.

### Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings et calculs de la BCE.

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

#### Les indicateurs à court terme relatifs au marché du travail continuent d'indiquer un marché du travail globalement résistant dans la zone euro.

L'indicateur composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi pour le deuxième trimestre 2022 est demeuré, dans l'ensemble, à un niveau globalement semblable à celui observé au premier trimestre, suggérant ainsi la poursuite de la croissance de l'emploi. Cependant, le recul à 54,1 en juin (soit 1,8 point de moins qu'en mai) indique un ralentissement de la dynamique. L'indicateur PMI relatif à l'emploi affiche une expansion depuis février 2021. S'agissant des évolutions dans les différents secteurs, ce PMI continue d'indiquer une croissance de l'emploi robuste dans les services et le secteur manufacturier.

#### Les dépenses des ménages se réorientent des biens vers les services.

La consommation privée a reculé de 0,4 % au premier trimestre 2022, la demande s'étant contractée tant pour les services que pour les biens. La consommation de biens des ménages est probablement restée faible au deuxième trimestre, dans un contexte d'inflation élevée, de forte incertitude et de persistance des goulets d'étranglement dans les réseaux de production et de distribution de biens. Cette faiblesse est confirmée par les évolutions récentes des ventes au détail, qui, au cours de la période avril-mai 2022, ont été inférieures de 0,8 % en moyenne à leur niveau du premier trimestre. Dans le même temps, au deuxième trimestre, les nouvelles immatriculations de voitures ont été inférieures de 3 % à leur niveau du premier trimestre. La confiance des consommateurs a continué de se détériorer au deuxième trimestre et davantage encore en juillet, reflétant des préoccupations persistantes concernant l'inflation élevée et le recul des anticipations économiques

et financières, dans un contexte de forte incertitude et de contraintes d'offre importantes. La demande dans le secteur du tourisme, en revanche, continue de se redresser. À mesure que les restrictions sont levées, les dépenses des ménages sont réorientées des biens vers les services à forte intensité de contact, ce qui soutient la demande à court terme. Les résultats de l'enquête de juin de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs suggèrent que, malgré la détérioration de la confiance, la demande attendue de services d'hébergement, de restauration et de voyages devrait soutenir la croissance de la consommation privée, au moins pendant l'été <sup>4</sup>. C'est ce que confirment également les dernières données tirées de l'enquête de juin sur les anticipations des consommateurs, qui indiquent que les ménages ont priorisé les dépenses de vacances, alors que leurs intentions de procéder à de gros achats matériels (tels que les voitures et l'électroménager) sont restées modérées (graphique 6). Dans le même temps, la consommation bénéficie en partie du volume important d'épargne accumulée par les ménages pendant la pandémie et de la vigueur continue du marché du travail, qui contribue à soutenir globalement les revenus du travail. Le taux d'épargne des ménages a légèrement augmenté, ressortant à 15 % du revenu disponible au premier trimestre 2022, reflétant largement l'impact des restrictions liées à la COVID-19 et l'incertitude accrue. À plus long terme, il est probable que l'accroissement des motifs de précaution dû à l'incertitude générée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie soit contrebalancé par l'utilisation de l'épargne des ménages pour atténuer, au moins partiellement, les effets négatifs du choc sur l'énergie. Cependant, la distribution asymétrique de la capacité d'épargne des ménages, les préoccupations financières croissantes et l'incertitude qui en résulte pourraient limiter la capacité de cette épargne à préserver le redressement en cours de la consommation de la hausse récente des prix de l'énergie (encadré 3).

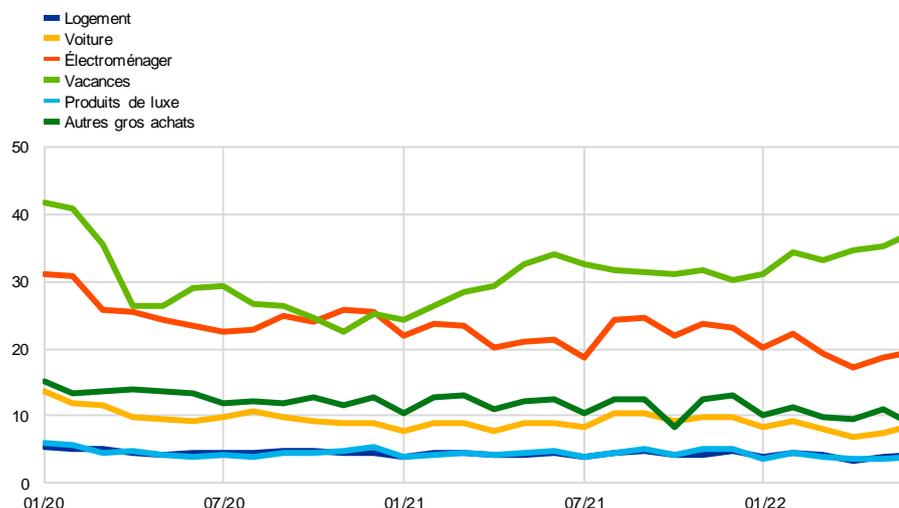
---

<sup>4</sup> Cependant, comme le montre le graphique 4, partie b, l'indice des directeurs d'achat de juin relatif à l'hébergement et à la restauration indique une certaine modération.

## Graphique 6

### Projets d'achats des ménages pour les 12 prochains mois

(en pourcentage des participants)



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

Note : La dernière observation se rapporte à juin 2022.

### La croissance de l'investissement des entreprises devrait avoir été modérée au deuxième trimestre 2022.

L'investissement hors construction a diminué de 3,6 % en glissement trimestriel au cours des trois premiers mois de 2022, en raison de fluctuations de l'investissement en droits de propriété intellectuelle en Irlande. En excluant l'Irlande, l'investissement de la zone euro a augmenté de 1,5 % en glissement trimestriel, soutenu par la croissance dans les quatre plus grandes économies de la zone euro, et principalement du fait des investissements en machines et équipements hors transport. Au deuxième trimestre, la production industrielle de biens d'équipement s'est partiellement redressée en mai (+ 2,5 % en glissement mensuel) après une baisse significative en mars (- 3,5 %) et une contraction modérée en avril (- 0,6 %). Elle demeure toutefois encore inférieure à sa moyenne du premier trimestre, indiquant des risques à la baisse pour l'investissement des entreprises. Les données d'enquêtes à partir de juin indiquent un ralentissement de la dynamique, résultant de la persistance des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, de la forte incertitude, des coûts élevés des intrants et du ralentissement de la demande de biens d'équipement. À plus long terme, les risques à la baisse pourraient persister au second semestre. L'inquiétude croissante concernant la possibilité d'un rationnement du gaz du fait de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, conjuguée au durcissement des conditions de financement et à l'affaiblissement de la demande finale, sont également susceptibles de réduire la demande d'investissement des entreprises. Néanmoins, plusieurs facteurs pourraient soutenir l'investissement des entreprises et atténuer partiellement les pressions à la baisse : la disponibilité de bénéfices non distribués et de flux de trésorerie pour les entreprises, la poursuite d'une relance de l'investissement via les versements au titre du programme NGEU, et les opportunités d'investissement offertes par de nouveaux progrès dans les transitions écologique et numérique de l'économie (article 1).

**La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est probablement modérée au deuxième trimestre 2022, freinée par l'incertitude croissante et l'affaiblissement de la demande.** Après une forte hausse au premier trimestre 2022, la dynamique de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait s'être fortement modérée au deuxième trimestre, selon les estimations. Malgré l'activité robuste en préparation dans le secteur de la construction, que reflète le nombre croissant de permis de construire octroyés au cours des trois premiers mois de l'année, la production dans la construction d'immeubles en avril et en mai a été supérieure de seulement 0,1 % en moyenne à son niveau du premier trimestre. Les données d'enquêtes indiquent également une modération de l'activité en raison de l'accroissement de facteurs défavorables pesant sur la demande. L'indicateur de la Commission européenne relatif aux tendances récentes de l'activité dans la construction s'est redressé en juin, mais a diminué en moyenne au deuxième trimestre, en raison d'une demande et de conditions financières moins favorables, conjuguées à des pénuries persistantes, mais qui s'atténuent, de matériaux et de main-d'œuvre. Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les anticipations relatives au chiffre d'affaires à court terme des entreprises du secteur de la construction sont demeurées robustes au début du deuxième trimestre, mais les entreprises ont de plus en plus fait état de craintes concernant le coût des matériaux, la recherche de clients et l'accès au financement. L'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs confirme une baisse significative de la demande de logements, les intentions à court terme des ménages d'acheter ou de construire un logement ayant enregistré leur plus fort recul jamais observé en un seul trimestre au deuxième trimestre, même si elles demeurent au-dessus de leur moyenne de long terme. Dans l'ensemble, la forte incertitude et la détérioration des conditions de financement pourraient exercer de nouvelles pressions à la baisse sur la reprise en cours de l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

**Les exportations de biens ont modérément augmenté en avril, mais les perspectives à court terme se sont significativement détériorées.** En avril 2022, les exportations nominales de biens hors zone euro ont modérément augmenté, tandis que les importations de biens en provenance de pays hors zone euro ont fortement augmenté. Le déficit du solde des échanges de biens s'est accentué en raison du coût plus élevé des importations d'énergie et de la faible performance des exportations. Les exportations vers la Russie ont encore baissé en avril après avoir diminué de moitié en mars, reflétant l'impact des sanctions internationales. Les données à haute fréquence portant sur les échanges commerciaux indiquent un timide assouplissement des goulets d'étranglement au niveau de l'offre au deuxième trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent, bien que les enquêtes suggèrent que les entreprises pourraient continuer à être confrontées à des perturbations de leurs chaînes de valeur transfrontières dans un avenir proche. Les indicateurs prospectifs vont dans le sens d'un ralentissement des exportations de biens et de services, reflétant de nouvelles faiblesses des exportations de produits manufacturés et des contraintes de capacités dans le secteur du tourisme. Selon l'indice des directeurs d'achat de juin, les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont enregistré une contraction plus forte, tandis que les commandes à l'exportation dans les services se sont elles aussi à nouveau contractées, après une

reprise en mai. Après s'être progressivement renforcés jusqu'au printemps, les indicateurs du tourisme ont montré des signes d'affaiblissement en juin, même s'ils demeurent tous (à l'exception des vols aériens) au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

**Les risques pesant sur les perspectives économiques continuent d'être orientés à la baisse.** Bien que les risques liés à la pandémie restent contenus à court terme, la guerre entre la Russie et l'Ukraine continue de représenter un risque significatif à la baisse pour la croissance. En particulier, de nouvelles perturbations dans l'approvisionnement de la zone euro en énergie constitueraient une menace majeure, qui pourrait entraîner un rationnement du gaz pour les entreprises et les ménages. La guerre pourrait également détériorer davantage la confiance et aggraver les contraintes d'offre, tandis que les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient demeurer durablement plus élevés que prévu.

## 3 Prix et coûts

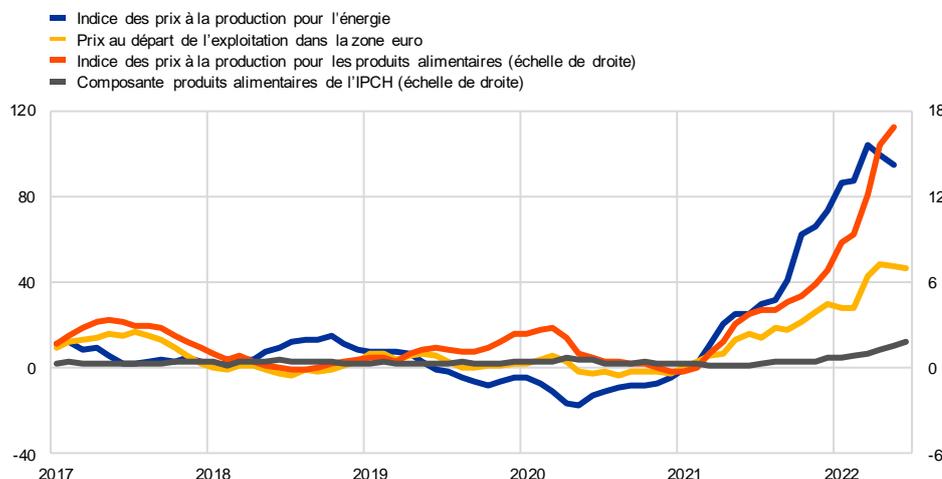
*L'inflation s'est encore accélérée, pour atteindre 8,6 % en juin. La forte hausse des prix de l'énergie a encore constitué la principale composante de l'inflation totale. Le renchérissement des produits alimentaires s'est également accentué, ce qui reflète en partie l'importance de l'Ukraine et de la Russie comme producteurs de biens agricoles. La persistance de goulets d'étranglement pour les biens manufacturés et la reprise de la demande, notamment dans le secteur des services, contribuent aussi aux forts taux d'inflation actuels. Les tensions sur les prix se propagent à des secteurs toujours plus nombreux, en partie du fait des effets indirects des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. La hausse de la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente s'est par conséquent poursuivie. En raison de la persistance des tensions exercées par les prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que de tensions en amont de la chaîne des prix, l'inflation devrait rester élevée pendant un certain temps. L'accentuation des tensions inflationnistes s'explique également par la dépréciation de l'euro. À l'avenir, en l'absence de nouvelles perturbations, les coûts de l'énergie devraient se stabiliser et les goulets d'étranglement du côté de l'offre s'atténuer, ce qui, conjugué à la normalisation en cours de la politique monétaire, devrait contribuer au retour de l'inflation au niveau de la cible de la BCE.*

**L'inflation mesurée par l'IPCH a atteint un nouveau point haut historique en juin.** La nouvelle hausse de l'inflation, qui est passée de 8,1 % en mai à 8,6 % en juin, résulte principalement de l'accentuation de la hausse des prix des produits alimentaires. Le taux de variation annuel des prix à la consommation de l'énergie n'a que légèrement augmenté mais, à plus de 40 %, il demeure exceptionnellement élevé et continue de contribuer pour moitié environ à l'inflation totale. Les niveaux élevés des prix de gros pour le gaz, le pétrole et l'électricité, ainsi que les marges élevées de raffinage et de distribution pour les carburants destinés aux transports (en particulier le gazole) ont tous contribué à la forte hausse des prix de l'énergie. Le renchérissement des produits alimentaires s'est nettement accentué pour les produits alimentaires transformés comme pour les produits alimentaires non transformés, poussés à la hausse par les prix mondiaux des matières premières alimentaires et par le niveau plus élevé des prix au départ de l'exploitation dans la zone euro. Les pressions sur les prix des produits alimentaires reflètent de plus en plus l'augmentation des coûts des intrants liés à l'énergie et aux engrais (graphique 7).

## Graphique 7

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2022 pour les prix au départ de l'exploitation dans la zone euro et à mai 2022 pour les autres données.

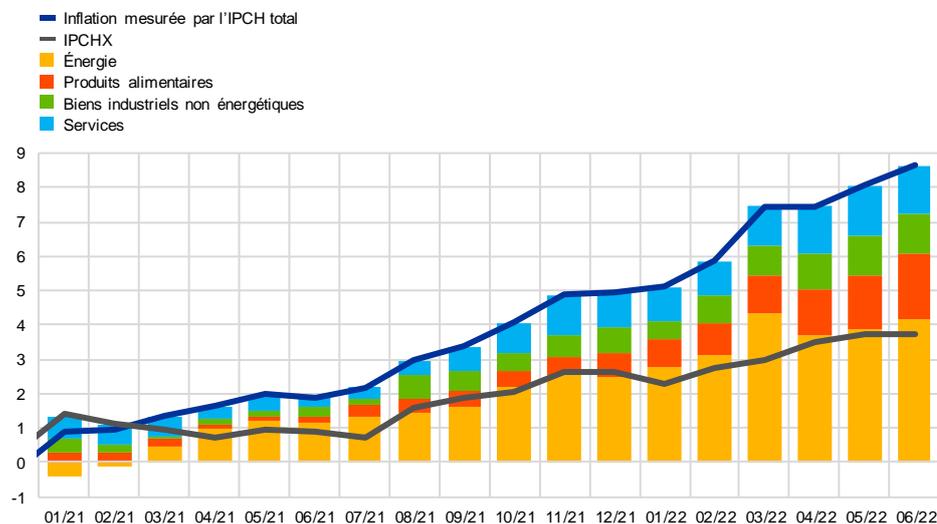
**L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) a légèrement diminué en juin pour s'inscrire à 3,7 %, la légère accentuation de la hausse des biens industriels non énergétiques ayant été contrebalancée et au-delà par la modération de la hausse des prix des services (graphique 8).**

Là aussi, l'augmentation des coûts des intrants résultant de la forte hausse des prix de l'énergie est demeurée un facteur important. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques a atteint un nouveau point haut, sous l'effet des biens durables et non durables. D'importantes hausses mensuelles ont encore été enregistrées pour ces deux composantes dans un contexte de perturbations mondiales de l'offre, qui se sont encore intensifiées en raison de la guerre en Ukraine et des effets indirects résultant des coûts élevés de l'énergie. La hausse des prix des services a été la seule composante majeure de l'inflation mesurée par l'IPCH à enregistrer un recul, reflétant en partie l'introduction temporaire du ticket de transport public à 9 euros en Allemagne. Si l'on exclut l'impact de cette mesure, l'inflation dans les services a conservé sa dynamique haussière. L'augmentation des coûts de l'énergie (qui affecte les transports en particulier), la forte hausse des prix des produits alimentaires (qui joue un rôle important dans les services de restauration) et les effets de la réouverture (qui se sont manifestés particulièrement dans les rubriques telles que l'hébergement) demeurent les principaux facteurs à l'origine de l'inflation de la composante des services.

## Graphique 8

### 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 juin 2022.

### De nombreuses mesures de l'inflation sous-jacente étaient supérieures à 3,5 % en juin (graphique 9).

Certaines mesures fondées sur l'exclusion ont diminué tandis que d'autres ont continué d'augmenter. Même si elle est demeurée élevée, l'inflation mesurée par l'IPCHX a légèrement baissé pour s'établir à 3,7 % en juin, après 3,8 % en mai. L'inflation mesurée par l'IPCHXX (qui exclut les rubriques liées aux voyages, à l'habillement et à la chaussure ainsi que l'énergie et les produits alimentaires) a également enregistré une légère baisse pour ressortir à 3,4 %. Dans le même temps, la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) fondée sur un modèle a fléchi pour s'inscrire à 5,5 % en juin, et l'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, est passé à 4,5 %, après 3,9 % en mai. Il est probable que la baisse de certaines mesures de l'inflation sous-jacente ait résulté de l'impact très fort du ticket de transport public à 9 euros en Allemagne. Enfin, l'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui représente les évolutions des prix des rubriques dont le contenu en importations est faible, a dépassé 3 %<sup>5</sup>. Dans le même temps, il demeure difficile de savoir combien de temps les niveaux de ces indicateurs resteront élevés. Le renforcement de la dynamique de l'inflation sous-jacente est en grande partie attribuable aux effets indirects du net renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires et des 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.

### Les dernières données disponibles montrent que la croissance des salaires négociés s'est établie à 2,8 % au premier trimestre 2022.

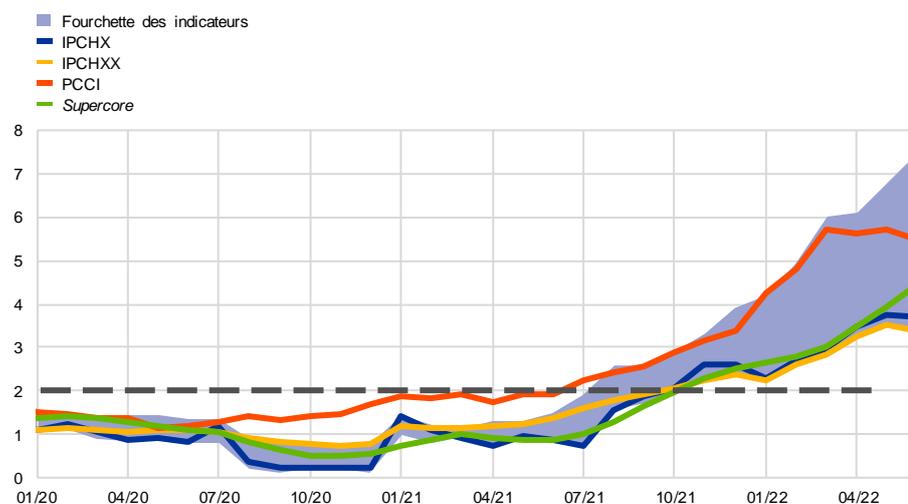
Cette hausse, à partir d'un taux de croissance de 1,6 % au trimestre précédent, résulte largement de paiements ponctuels. S'agissant des mesures de la rémunération effective, la

<sup>5</sup> Cf. l'encadré intitulé « Un nouvel indicateur de l'inflation intérieure pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022

croissance de la rémunération horaire et celle de la rémunération par salarié se sont établies, respectivement, à 1,2 % (après 1,3 % le trimestre précédent) et à 4,5 % (après 3,8 % le trimestre précédent). L'écart entre ces deux mesures des salaires effectifs reflète les changements intervenus dans le nombre d'heures travaillées par salarié face aux évolutions de l'activité et la dissipation de l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi. Pour l'avenir, les évolutions des salaires seront un facteur clé de la dynamique future de l'inflation sous-jacente.

### Graphique 9 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. Les dernières observations se rapportent à juin 2022.

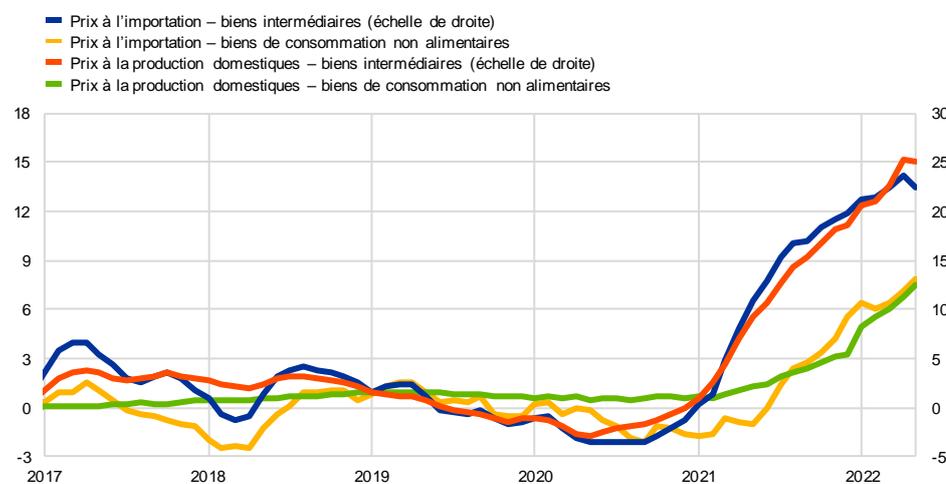
**Les tensions en amont sur les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques ont continué de s'accumuler à tous les stades de la chaîne des prix (graphique 10).** Les tensions sur les coûts se sont encore accrues pour atteindre de nouveaux points hauts historiques en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement (qui se sont de nouveau intensifiées du fait de la guerre en Ukraine) et des prix des matières premières à l'échelle mondiale, en particulier pour l'énergie, mais aussi pour certains métaux. En amont de la chaîne des prix pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH, le taux de croissance annuel des prix à la production pour les ventes de biens intermédiaires dans la zone euro a légèrement diminué, revenant à 25,0 % en mai 2022, après 25,2 % le mois précédent. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation des biens intermédiaires a également diminué (22,4 % en mai, après 23,7 % le mois précédent). Les tensions sur les coûts des intrants ont été également plus prononcées en aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro étant passée de 6,8 % en avril à 7,5 % en mai, un niveau encore exceptionnellement élevé en comparaison du taux annuel moyen de 0,6 % enregistré sur la période 2001-2019. La hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires a également continué de s'accroître, atteignant 7,9 % en mai. La différence entre la

hausse des prix à l'importation et la hausse des prix à la production domestiques est probablement attribuable à la poursuite de la dépréciation de l'euro. Globalement, les évolutions des prix à l'importation et à la production des biens de consommation non alimentaires impliquent que les tensions sur la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH devraient rester élevées à court terme. C'est ce que reflètent également les données sur les anticipations relatives aux prix de vente dans le secteur manufacturier, qui demeurent élevées en dépit d'une légère modération au cours des deux derniers mois.

### Graphique 10

#### 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 mai 2022.

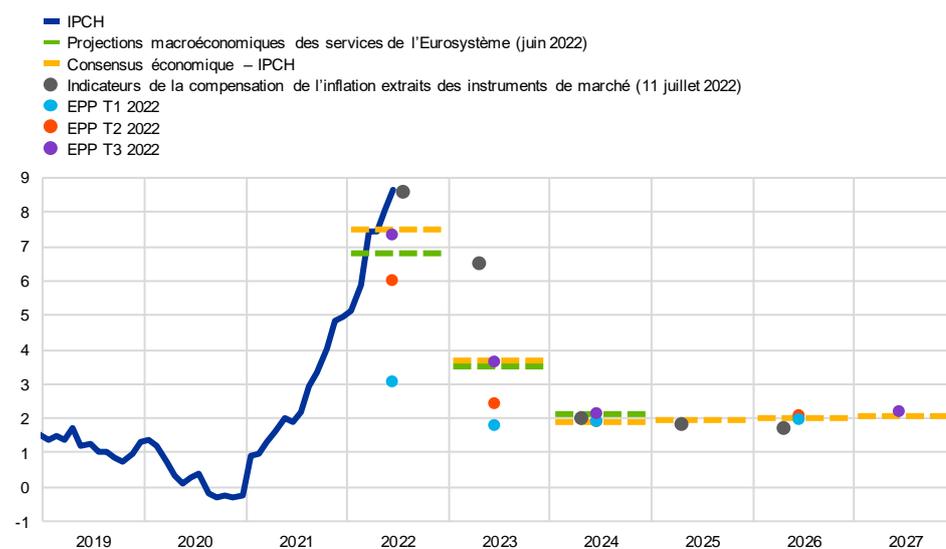
**Les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont continué d'augmenter progressivement, atteignant des niveaux proches de 2 % ou légèrement supérieurs, tandis que les mesures extraites des instruments de marché ont significativement baissé à la suite de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs (graphique 11).** Selon les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2022, les anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2026) ont encore augmenté, à 2,2 %, tandis que celles du Consensus économique se sont établies à 2,1 %, après 1,9 % le trimestre précédent. Dans le même temps, l'anticipation médiane comme l'anticipation modale provenant de l'enquête EPP restent à 2,0 %. Dans la dernière enquête de la BCE auprès des analystes monétaires, les anticipations d'inflation à long terme sont restées inchangées, à 2,0 %. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs a également mis en évidence une hausse des anticipations d'inflation à plus long terme (à trois ans) des ménages en juin, après une légère baisse les deux mois précédents. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (sur la base de l'IPCH hors tabac) suggèrent désormais que l'inflation pourrait retrouver des niveaux proches de 2 % courant 2024 plutôt que fin 2025 comme prévu avant la réunion. Ces mesures ont commencé à baisser immédiatement après la décision du Conseil des gouverneurs de juin et ont continué de baisser au cours

des semaines suivant la réunion, les signes de ralentissement de la croissance, conjointement avec le resserrement de la politique monétaire, étant susceptibles d'atténuer les tensions inflationnistes au cours des prochaines années. Les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation ont également continué de baisser au cours de la période sous revue. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a diminué de 18 points de base pour s'établir à 2,08 % le 20 juillet. 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 marché, car elles contiennent les primes de risque sur l'inflation pour compenser l'incertitude entourant l'inflation. Actuellement, même si la revalorisation de ces mesures est en grande partie considérée comme reflétant des primes de risque sur l'inflation plus faibles, leur forte volatilité suggère que l'incertitude entourant les perspectives des intervenants de marché concernant l'inflation demeure élevée.

### Graphique 11

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : La série relative aux indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 11 juillet 2022.

L'enquête EPP pour le troisième trimestre 2022 a été réalisée entre le 1<sup>er</sup> et le 5 juillet 2022. La date d'arrêt pour les prévisions du Consensus économique est juillet 2022. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème est le 24 mai 2022.

#### Les risques entourant les perspectives d'inflation ont continué d'être orientés à la hausse et se sont intensifiés, en particulier à court terme.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent une réduction durable de la capacité de production de notre économie, la persistance de prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires, une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de notre cible et des augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix.

## 4 Évolutions sur les marchés financiers

*Au cours de la période sous revue (du 9 juin au 20 juillet 2022), les évolutions sur les marchés financiers ont été dominées par l'impact du resserrement de la politique monétaire en cours dans les économies avancées et par les inquiétudes croissantes relatives à un ralentissement mondial imminent. La courbe à terme de l'€STR (taux à court terme de l'euro) a affiché une forte volatilité. Les rendements des obligations souveraines à long terme ont diminué dans un contexte de baisse des taux sans risque ; les écarts de rendement souverains se sont également resserrés, affichant toutefois une certaine volatilité au cours de la période sous revue. Les marchés des actions de la zone euro ont enregistré des pertes importantes, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont creusés, reflétant les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire et une probabilité plus forte de ralentissement économique. L'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux.*

**Les taux sans risque à court terme de la zone euro ont affiché une forte volatilité au cours de la période sous revue, dans un contexte d'incertitude élevée entourant les perspectives d'inflation.** Au cours de la période sous revue, l'€STR s'est établi à – 58 points de base en moyenne, tandis que l'excédent de liquidité a diminué d'environ 180 milliards d'euros pour ressortir à 4 437 milliards, reflétant des remboursements associés aux précédentes opérations de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) pour un montant de 74 milliards. Dans le même temps, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), basés sur le taux de référence €STR, s'est déplacée vers le haut au début de la période sous revue, en particulier en réponse à un niveau plus élevé que prévu de l'indice des prix à la consommation de mai aux États-Unis et à l'impact du resserrement de la politique monétaire en cours dans plusieurs grandes économies mondiales. La hausse enregistrée initialement s'est inversée lorsque les préoccupations des intervenants de marché relatives à un ralentissement mondial imminent ont occupé le devant de la scène. Vers la fin de la période sous revue, les OIS se sont de nouveau déplacés vers le haut, faisant suite à une nouvelle augmentation plus importante que prévu de l'indice des prix à la consommation de juin aux États-Unis. Globalement, à la fin de la période sous revue, la courbe à terme des OIS a provisoirement intégré des hausses cumulées s'élevant à environ 150 points de base à fin 2022 (après 138 points de base le 9 juin).

**Les rendements des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont diminué dans un contexte de baisse des taux sans risque à long terme et de resserrement des écarts de rendement souverains (graphique 12).** Au cours de la période sous revue, les rendements moyens pondérés par le PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro et en Allemagne ont diminué de 17 points de base et 18 points de base pour s'établir à 1,99 % et 1,26 % respectivement. Les rendements des obligations d'État américaines et britanniques à dix ans ont également diminué pour ressortir à 3,03 % et 2,14 %, respectivement. Les taux sans risque à long terme de la zone euro ont diminué de 11 points de base environ et les écarts de rendement souverains par rapport aux taux sans risque se sont également

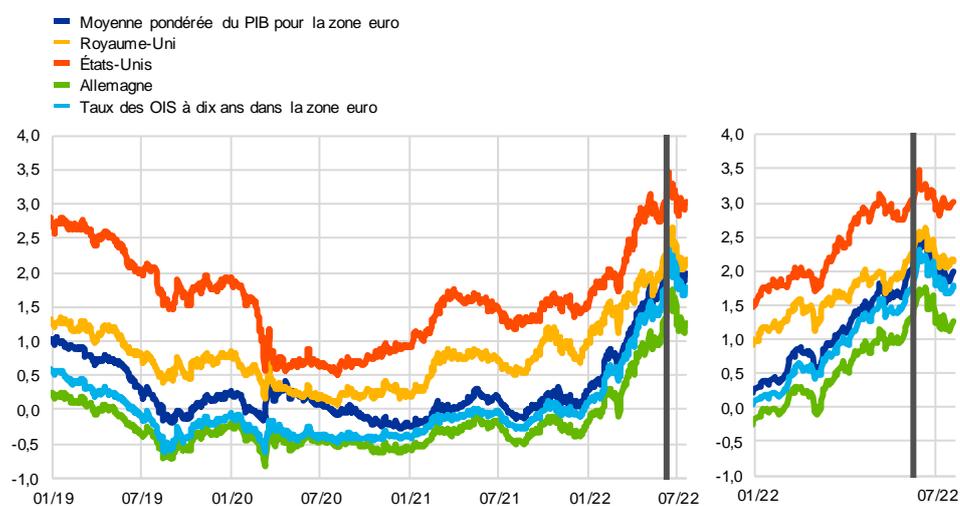
resserrés, affichant toutefois une certaine volatilité au cours de la période sous revue. Notamment, les écarts de rendement souverains ont fortement diminué après l'annonce du Conseil des gouverneurs le 15 juin, indiquant qu'il ferait preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements arrivant à échéance au sein du portefeuille PEPP en vue de préserver le fonctionnement du mécanisme de transmission, ainsi que sa volonté d'accélérer la conception d'un nouvel instrument de lutte contre la fragmentation. Sur les derniers jours de la période sous revue, les écarts de rendement souverains dans la zone euro ont renoué avec des niveaux plus élevés, dans un contexte d'intensification de la crise politique en Italie.

À l'échelle des différents pays, la plus forte baisse des écarts de rendement a été observée pour la Grèce, l'écart de rendement souverain à dix ans diminuant de 55 points de base au cours de la période sous revue. La diminution des écarts de rendement souverains à dix ans pour l'Espagne et la France a été moins prononcée, ressortant à 1,5 point de base et 4,5 points de base, respectivement. Si l'écart de rendement souverain à dix ans pour l'Italie a lui aussi diminué globalement de 8 points de base, sa volatilité a augmenté vers la fin de la période sous revue, reflétant la crise politique en Italie.

### Graphique 12

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 (9 juin 2022). Les dernières observations se rapportent au 20 juillet 2022.

**Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro se sont creusés par suite de l'augmentation des risques à la baisse pesant sur les valorisations des obligations d'entreprises.** Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les sociétés non financières de la zone euro ont augmenté de 17 points de base pour s'établir à 87 points de base, tandis que ceux des obligations émises par les sociétés financières ont continué d'augmenter légèrement, de 20 points de base, pour s'établir à 113 points de base. Les valorisations par les marchés des obligations d'entreprises ont également diminué, reflétant le pessimisme des investisseurs à l'égard des

perspectives économiques. Dans le même ordre d'idées, les estimations par les modèles des écarts de rendement des obligations d'entreprises suggèrent que l'accroissement des écarts de rendement des obligations d'entreprises depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin reflète probablement une augmentation du risque de défaut et une nouvelle détérioration du sentiment des investisseurs à l'égard du risque.

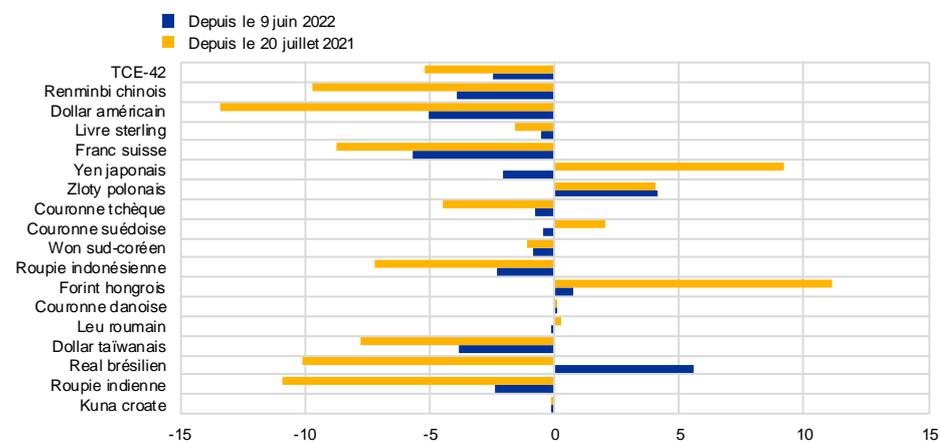
**Les marchés des actions de la zone euro ont enregistré de nouvelles pertes, le resserrement de la politique monétaire et la détérioration des perspectives de croissance mondiale pesant sur les prix des actions.** Les prix des actions des banques et des sociétés non financières de la zone euro ont diminué de 12,67 % et 2,84 %, respectivement, reflétant principalement une détérioration du sentiment à l'égard du risque et une nouvelle dégradation des anticipations de bénéfices à long terme des entreprises. La baisse plus marquée des prix des actions bancaires reflète probablement le fait que de nombreuses grandes sociétés européennes sont mondiales par nature, tandis que les banques sont beaucoup plus sensibles aux cycles d'activité domestiques. Ces facteurs indiquent une probabilité plus élevée de ralentissement de l'économie mondiale perçue par les intervenants de marché, sous l'effet de résultats plus défavorables que prévu lors des dernières publications de données économiques. En outre, cette perception est exacerbée dans la zone euro par les préoccupations relatives aux menaces russes de nouvelles réductions des approvisionnements en gaz. Aux États-Unis, la baisse des prix des actions des banques et des sociétés non financières a été plus limitée, ressortant à 3,16 % et 1,18 %, respectivement.

**Sur les marchés des changes, l'euro a continué de se déprécier en termes pondérés des échanges commerciaux, reflétant un affaiblissement vis-à-vis de la plupart des grandes devises (graphique 13).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 2,4 %. Cette évolution reflète une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain (de 5,1 %) – dans un contexte d'anticipations d'une accélération du rythme du resserrement monétaire par le Système fédéral de réserve aux États-Unis – et vis-à-vis des devises d'autres grandes économies, notamment du franc suisse (de 5,7 %), du yen japonais (de 2,1 %) et, dans une moindre mesure, de la livre sterling (de 0,6 %). L'euro s'est également déprécié par rapport aux devises de la plupart des économies de marché émergentes, notamment par rapport au renminbi chinois (de 3,9 %), mais s'est apprécié vis-à-vis du zloty polonais (de 4,1 %) et du forint hongrois (de 0,8 %).

### Graphique 13

#### 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 20 juillet 2022.

## 5 Conditions de financement et évolutions du crédit

*Les conditions de financement et de crédit des banques ont continué à se durcir en mai, et les taux débiteurs bancaires pour les entreprises et les ménages ont encore augmenté, reflétant la tendance à la hausse des taux de marché. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages reste néanmoins robuste. Au cours de la période allant du 9 juin au 20 juillet, pour les entreprises, le coût du financement par endettement de marché et le coût des fonds propres ont nettement augmenté. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire signale un net durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages au deuxième trimestre 2022, les banques se préoccupant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans le contexte actuel d'incertitude. La création monétaire a continué de se normaliser en mai, dans un contexte de niveau élevé des prix de l'énergie, qui a réduit le revenu disponible, et de baisse des achats d'actifs de l'Eurosystème.*

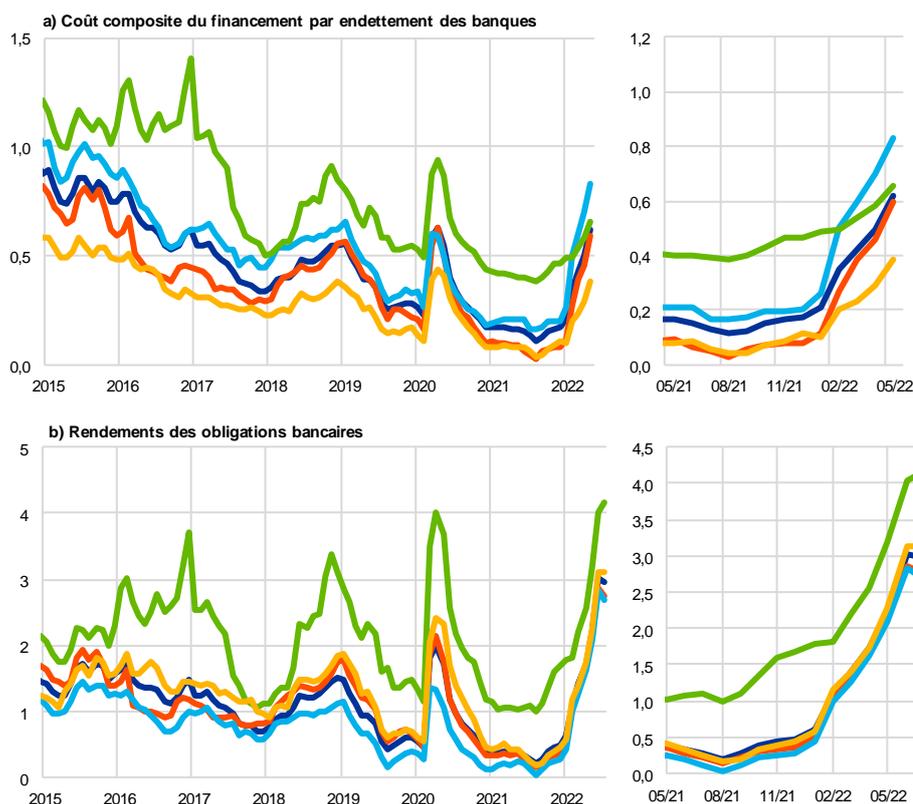
**Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter en mai, les taux de marché ayant poursuivi leur hausse.** En mai, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a poursuivi la tendance haussière amorcée en août 2021 et a ensuite augmenté de 50 points de base environ (graphique 14, partie a). Cette évolution résulte essentiellement d'une hausse des rendements des obligations bancaires (graphique 14, partie b), car les taux des dépôts, qui représentent une part importante du financement des banques de la zone euro, sont restés jusqu'à présent proches de leurs points bas historiques. Les banques sont toujours en mesure d'appliquer des taux négatifs à une part significative des dépôts des entreprises et des ménages. Plus récemment, les rendements obligataires se sont stabilisés, la détérioration des perceptions relatives aux perspectives économiques exerçant une pression à la baisse sur les taux sans risque.

## Graphique 14

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

(pourcentages annuels)

— Zone euro  
— Allemagne  
— France  
— Italie  
— Espagne



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

Notes : Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à mai 2022 pour les taux de financement composites des banques et au 20 juillet 2022 pour les rendements des obligations bancaires.

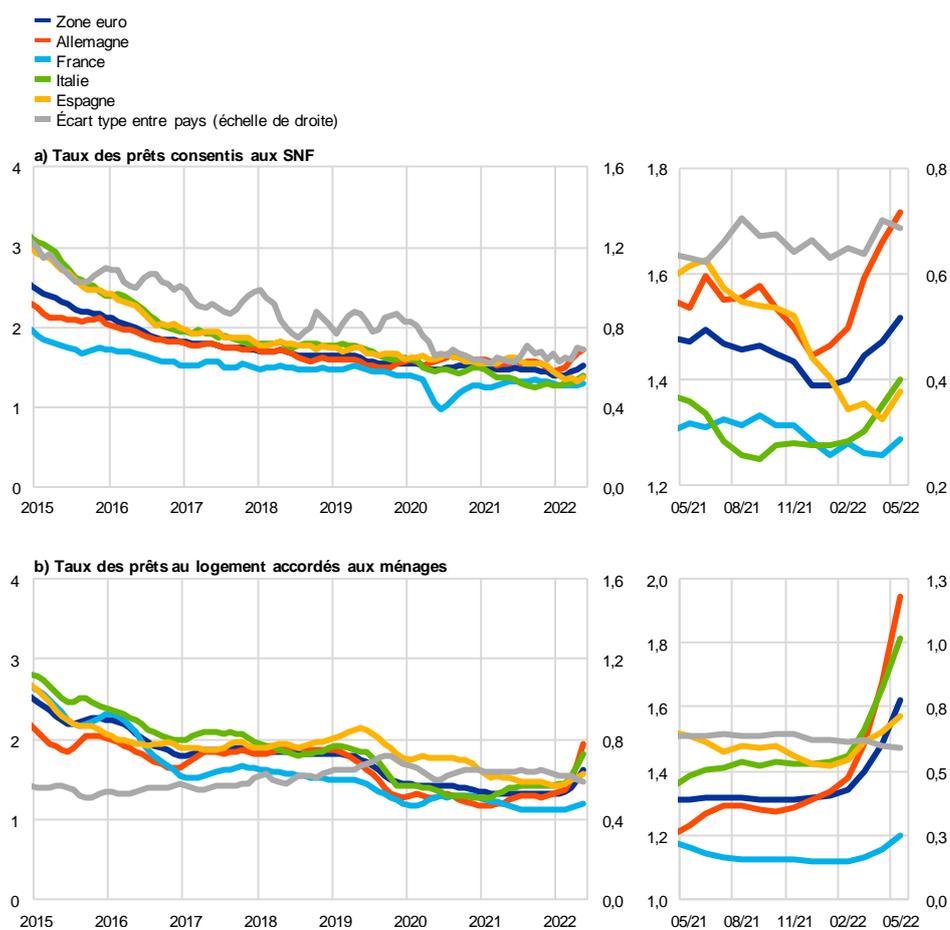
**Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages ont encore augmenté en mai, les taux hypothécaires enregistrant la variation mensuelle la plus importante en deux décennies.** La forte augmentation enregistrée depuis début 2022 par les taux sans risque et les rendements des emprunts publics de la zone euro a exercé une pression à la hausse sur les taux débiteurs (graphique 15). En mai, la hausse du taux d'intérêt composite sur les prêts au logement accordés par les banques aux ménages a continué de s'accroître, ressortant à 1,78 %, après une hausse mensuelle de 17 points de base et une hausse de 14 points de base en avril. Les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts consentis aux sociétés non financières (SNF) ont augmenté plus modérément, de 4 points de base, à 1,55 %. L'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et ceux appliqués aux prêts de montant élevé est resté globalement inchangé, se maintenant aux niveaux

d'avant la pandémie, ce qui suggère que les conditions de financement bancaire pour les petites et moyennes entreprises ne se sont pas détériorées en termes relatifs. En outre, la dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises et aux ménages est restée contenue (graphique 15, parties a et b). Pour les prochains mois, les données disponibles indiquent de nouvelles hausses des taux débiteurs. C'est ce que laisse penser, par exemple, l'augmentation marquée enregistrée par les indices de diffusion. Ces indices, calculés à partir de données microéconomiques, mesurent le nombre net de banques qui relèvent les taux débiteurs appliqués aux entreprises et tendent à présenter des propriétés d'indicateur avancé. En outre, les banques ont continué de durcir leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages, comme l'indique l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#), qui signale une contraction de l'offre de crédit au cours des prochains mois, susceptible d'entraîner une hausse des taux débiteurs.

### Graphique 15

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

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



Source : BCE.

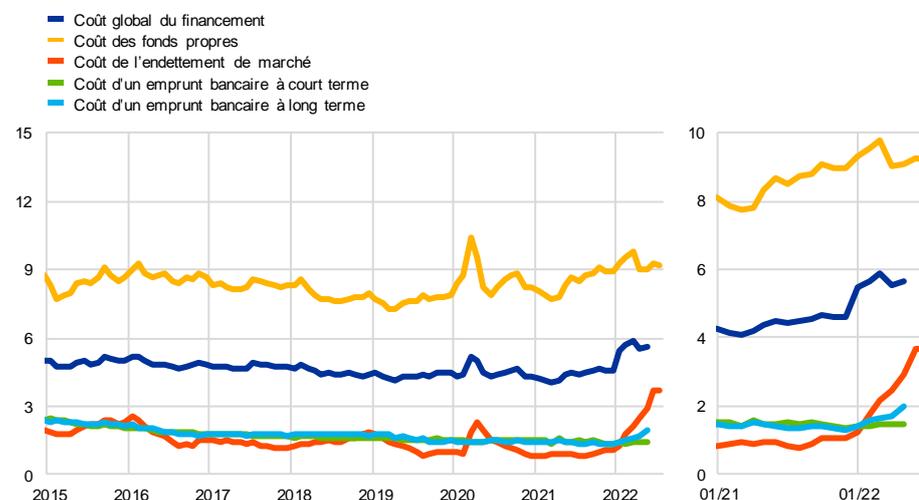
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations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

**Sur la période allant du 9 juin au 20 juillet 2022, pour les SNF, le coût du financement de marché par émission de dettes et de financement par émission d'actions a nettement augmenté.** En raison du décalage dans la disponibilité des données relatives au coût de l'endettement bancaire, le coût global du financement des SNF, qui comprend le coût des emprunts bancaires, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres, ne peut être calculé que jusqu'en mai 2022, où il est passé à 5,7 %, après 5,5 % en avril. Cette évolution résulte à la fois d'une hausse du coût de l'endettement de marché et du coût d'un emprunt bancaire à long terme (graphique 16). Les données de mai 2022 étaient proches du pic enregistré plus tôt dans l'année et nettement supérieures aux niveaux observés au cours des deux années précédentes. Sur la période qui a débuté le 9 juin, le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres ont continué d'augmenter, d'environ 50 points de base et 30 points de base, respectivement. La légère baisse du taux sans risque au cours de cette période a été plus que compensée par une hausse significative des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier sur le compartiment à haut rendement (*high-yield*). De même, l'augmentation du coût des fonds propres s'explique par une hausse de la prime de risque sur actions, la détérioration des perspectives économiques dans la zone euro et à l'échelle mondiale se répercutant sur la perception des risques par le marché.

### Graphique 16

Coût nominal du financement externe des 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, en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 20 juillet 2022 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 15 juillet 2022 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à mai 2022 pour le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

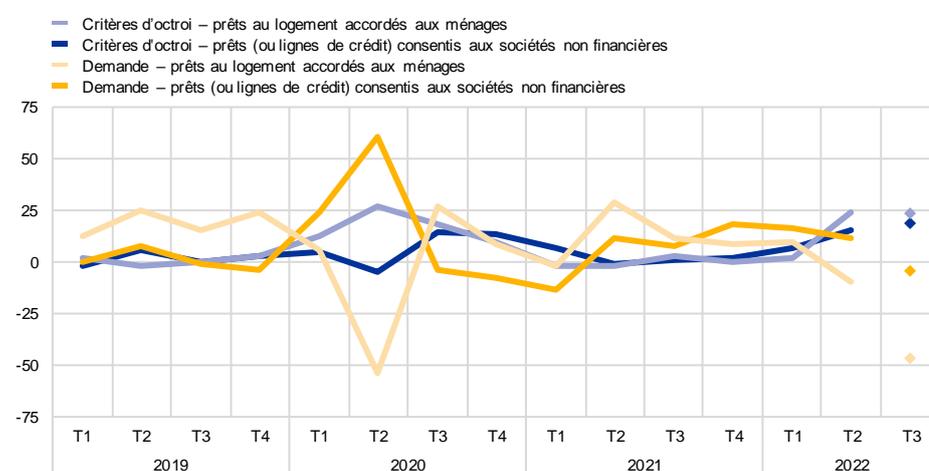
**D'après l'enquête de juillet 2022 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont nettement durcis au deuxième trimestre 2022 (graphique 17).** Dans le contexte de perspectives économiques très incertaines, de poursuite des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de prix élevés de

l'énergie, les perceptions d'un risque accru et d'une moindre tolérance au risque sont les principaux facteurs à l'origine du durcissement des critères d'octroi. La politique monétaire devenant moins accommodante, les banques de la zone euro ont également indiqué que leurs coûts de financement et contraintes de bilan avaient contribué au durcissement des critères d'octroi. Le durcissement des critères d'octroi des prêts au logement a été nettement plus important qu'au trimestre précédent et supérieur à la moyenne historique. Pour le troisième trimestre 2022, les banques anticipent une poursuite du durcissement des conditions d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages.

### Graphique 17

#### 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 deuxième trimestre 2022.

**La demande de prêts au logement a diminué au deuxième trimestre 2022, tandis que la demande de prêts des entreprises a continué d'augmenter mais devrait diminuer au troisième trimestre.** Les banques ont indiqué que la demande de prêts des entreprises a été soutenue par le besoin de financement des fonds de roulement, dans le contexte de goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et d'augmentation des coûts des consommations intermédiaires. En revanche, la demande de prêts pour financer l'investissement fixe a apporté une contribution négative significative à la demande globale de prêts des entreprises, indiquant que, dans l'environnement incertain actuel, les entreprises pourraient être en train de reporter leurs investissements. En outre, la contribution positive du niveau général des taux d'intérêt à la demande de prêts a été plus modérée qu'au trimestre précédent. D'après les banques interrogées, la diminution de la demande de prêts au logement s'explique par le recul de la confiance des consommateurs et l'augmentation du niveau général des taux d'intérêt. S'agissant du troisième trimestre 2022, les banques anticipent une baisse de la demande de

prêts des entreprises et une baisse plus prononcée de la demande de prêts au logement qu'au deuxième trimestre.

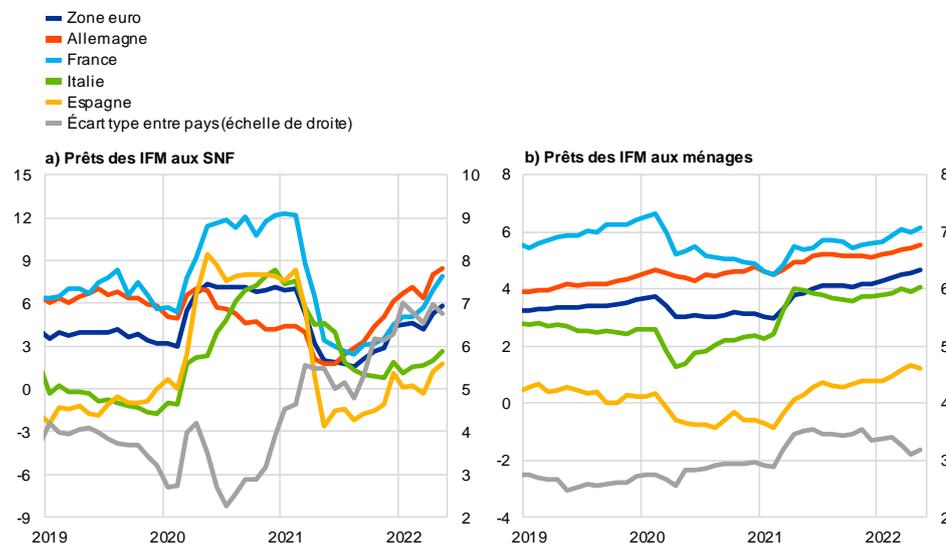
**L'enquête suggère également que l'accès des banques au financement interbancaire s'est détérioré.** Les banques de la zone euro ont indiqué que leur accès aux marchés monétaires, à la titrisation et en particulier au financement par émission de titres de créance s'est détérioré au deuxième trimestre 2022. Cela reflète le durcissement des conditions sur les marchés financiers pour les banques dans le contexte de la normalisation en cours de la politique monétaire. En revanche, l'accès au financement de détail s'est légèrement amélioré au deuxième trimestre. Pour le troisième trimestre, les banques anticipent une légère détérioration de l'accès au financement de détail et une poursuite de la détérioration de l'accès au financement de marché, en particulier au financement par émission de titres de créance.

**La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est demeurée robuste.** Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est accéléré pour atteindre 5,8 % en mai, après 5,2 % en avril et 4,1 % en mars (graphique 18, partie a). Cela reflète une fois de plus un effet de base important, après une diminution du volume de prêts en glissement mensuel en avril et mai 2021. Les prêts à court terme ont apporté une contribution importante, étant donné la persistance des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et l'augmentation du coût des consommations intermédiaires, deux facteurs qui accroissent les besoins en fonds de roulement des entreprises. La robustesse de la croissance des prêts reflète également dans une certaine mesure le fait que les SNF se sont détournées des émissions de titres de créance, les conditions du financement de marché s'étant plus fortement durcies que celles du financement bancaire. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est demeuré globalement inchangé à 4,6 % en mai (graphique 18, partie b), soutenu par la robustesse de l'activité de prêt pour l'achat de logements et par un redressement de l'activité de prêt à la consommation à mesure que les opportunités de dépenses se sont améliorées avec la réouverture de l'économie. Comme indiqué dans [l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#), cela pourrait aussi être lié au fait que les ménages anticipent un durcissement de l'accès au crédit et une hausse des coûts d'emprunt nominaux l'année prochaine.

## Graphique 18

### 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 mai 2022.

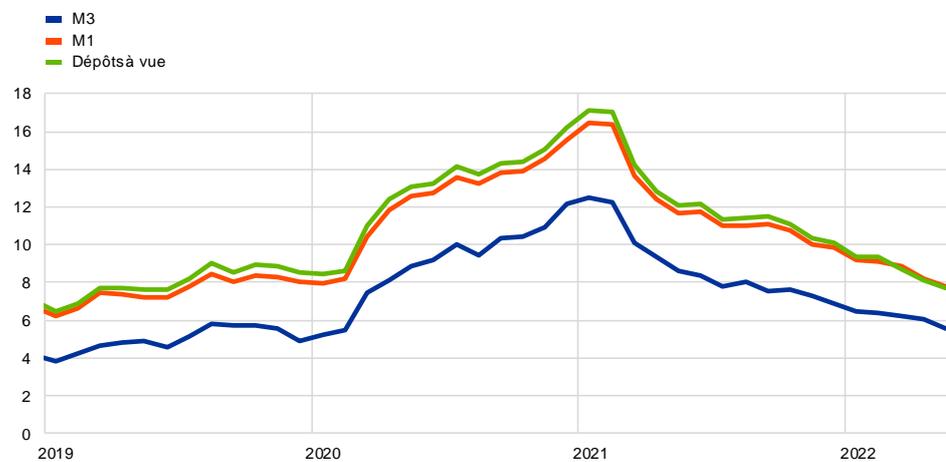
**Le rythme d'accumulation de dépôts a continué de se modérer en mai par rapport aux niveaux élevés observés pendant la pandémie (graphique 19).** Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est revenu à 7,7 % en mai, après 8,1 % en avril. Le ralentissement a été observé pour les dépôts à vue des entreprises et des ménages, la hausse des coûts des produits alimentaires et de l'énergie ayant réduit les volants de liquidités des entreprises et limité la capacité des ménages à épargner<sup>6</sup>. Dans le même temps, l'incertitude élevée liée à la guerre en Ukraine et la détérioration des perspectives économiques ont continué de soutenir la préférence des entreprises et des ménages pour la liquidité. Dans ce contexte, les entrées au titre des dépôts sont restées importantes en mai, en raison d'une augmentation pour les ménages. La croissance des dépôts des entreprises et des ménages a varié d'un pays à l'autre, reflétant des besoins de liquidité et des mesures nationales de soutien budgétaire différents.

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

## Graphique 19

### 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 mai 2022.

**La croissance de la monnaie au sens large (M3) est revenue à sa moyenne de long terme en mai.** Le taux de croissance annuel de M3 a poursuivi sa tendance baissière en mai, revenant à 5,6 %, après 6,1 % en avril (graphique 19). Ce taux annuel est cohérent avec la moyenne depuis 1999, et la dynamique à court terme laisse entrevoir une plus forte modération. S'agissant des composantes, le principal moteur de la croissance de M3 reste l'agrégat étroit M1, qui reflète largement les évolutions des dépôts à vue. Du côté des contreparties, les concours au secteur privé ont continué de soutenir la croissance annuelle de M3, tandis que la contribution positive des achats de titres d'État 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 encore diminué, ces achats prenant progressivement fin. Dans le même temps, l'augmentation des sorties nettes au titre des flux monétaires à destination du reste du monde a freiné la croissance monétaire, reflétant deux évolutions principales. Premièrement, la hausse des prix de l'énergie a exercé un impact négatif sur la dynamique des dépôts et sur le solde commercial de la zone euro. Deuxièmement, l'incertitude actuelle et les écarts de rendement par rapport à plusieurs pays hors zone euro ont rendu l'investissement dans des actifs de la zone euro moins attractif pour les investisseurs mondiaux.

# Encadrés

## 1 Les flux commerciaux avec la Russie depuis le début de son invasion de l'Ukraine

Maria Grazia Attinasi, Julia Doleschel, Rinalds Gerinovics, Vanessa Gunnella et Michele Mancini

**Les perturbations liées à la guerre qui affectent la production et les échanges commerciaux de matières premières énergétiques et agroalimentaires ont suscité des préoccupations quant à la sécurité de l'approvisionnement en énergie et en produits alimentaires au niveau mondial.** La Russie est un exportateur majeur de matières premières énergétiques et également, comme l'Ukraine, un exportateur mondial essentiel de matières premières agricoles. Cet encadré dresse tout d'abord un bilan des évolutions récentes des flux commerciaux en provenance des zones affectées par la guerre depuis le début du conflit. Les flux de matières premières énergétiques et agroalimentaires sont suivis en utilisant les données relatives au fret maritime et aux flux de gaz, qui fournissent une évaluation des évolutions récentes plus rapidement que les données douanières <sup>1</sup>. L'encadré examine ensuite l'évolution des importations de la Russie depuis le début de la guerre. Toutefois, la Russie ayant cessé de publier des données douanières officielles sur les échanges commerciaux à partir de fin février 2022, l'encadré examine les données des douanes relatives aux exportations d'une sélection de ses partenaires commerciaux afin d'établir une approximation des importations russes. Enfin, ces données sont utilisées pour obtenir une évaluation empirique provisoire des effets des sanctions sur les flux commerciaux de la Russie.

**La quantité de pétrole exportée par la Russie par voie maritime a retrouvé des niveaux proches de ceux enregistrés avant l'invasion, dans un contexte de rabais historiquement importants et d'une certaine redirection des flux vers les grands pays d'Asie.** À la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les expéditions hebdomadaires de pétrole à partir de la Russie ont diminué (– 15 %) fin mars 2022 par rapport au niveau de l'année précédente, dans le contexte des perturbations liées à la guerre et du retrait volontaire de certaines entreprises du secteur de l'énergie et de certains transporteurs maritimes. Cette diminution a été particulièrement prononcée pour les États-Unis (– 60 %) et l'Union européenne (– 35 %). Le prix du pétrole russe (qualité Oural) a chuté au début de la guerre et se négocie actuellement avec un rabais significatif par rapport au Brent (– 30 %) (graphique A). En conséquence, et dans un contexte de relative volatilité, les flux de pétrole se sont établis à un niveau proche de leur niveau moyen de 2021 au cours de la première semaine de juillet, en dépit d'une forte baisse en juin. La part de la Russie dans les importations totales de pétrole de la Chine et de l'Inde a augmenté

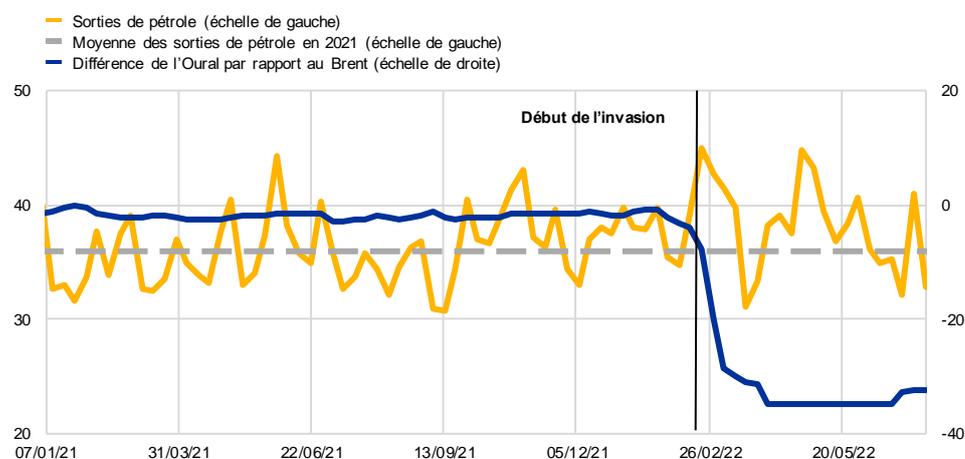
<sup>1</sup> Les données relatives aux mouvements de navires sont collectées par le biais d'un système d'identification automatique qui enregistre et transmet les positions des bateaux à des fins de traçage et sont fournies par Refinitiv, tandis que les données concernant les flux de gaz sont fournies par Bloomberg.

pour atteindre, respectivement, 11 % et 14 % fin juin, contre 6 % et 2 % avant la guerre. En revanche, les exportations par voie maritime vers les États-Unis et le Royaume-Uni se sont taries peu après le début de la guerre, ces deux pays ayant interdit les importations de pétrole en provenance de Russie, tandis que l'UE les a réduites et se procure davantage de pétrole en Amérique du Nord et du Sud et en Afrique (graphique B) <sup>2</sup>.

### Graphique A

#### Volumes des exportations de pétrole russe par voie maritime et prix par rapport au Brent

(échelle de gauche : en millions de barils par semaine ; échelle de droite : différence en dollars)



Sources : Refinitiv et calculs des services de la BCE.

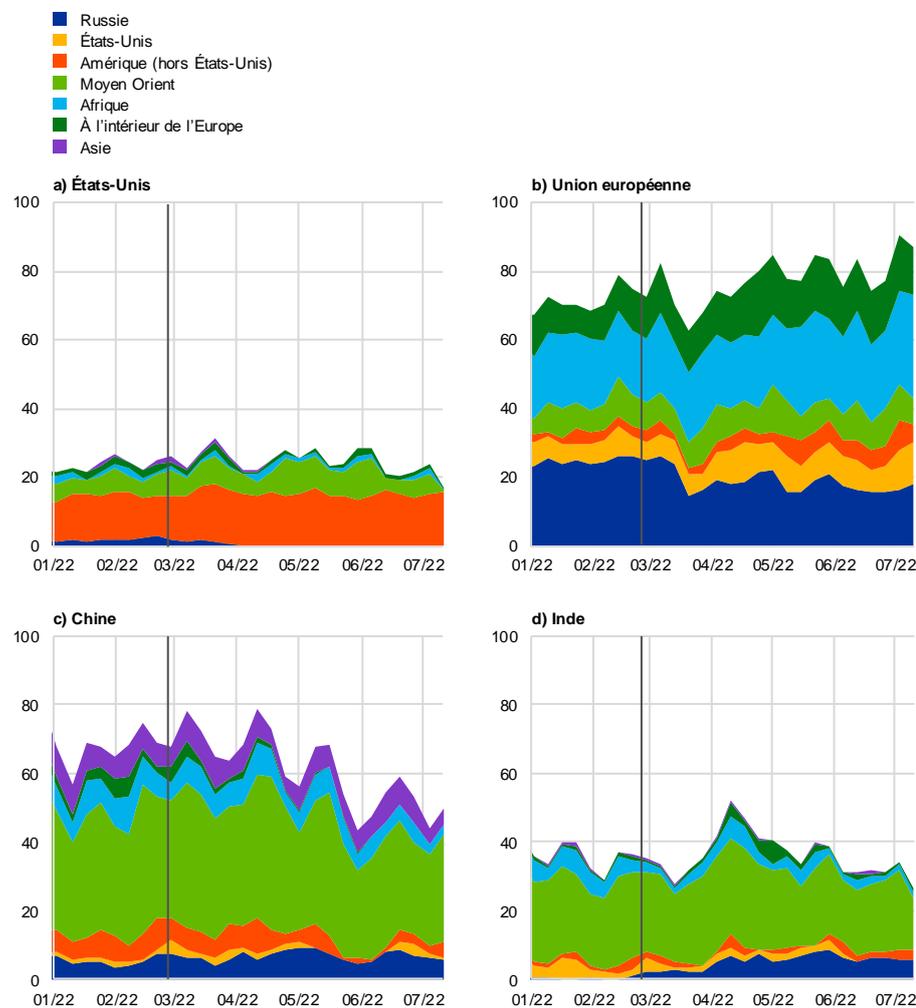
Notes : Les dernières observations hebdomadaires se rapportent au 15 juillet 2022. Le pétrole par voie maritime recouvre le pétrole brut et le mazout.

<sup>2</sup> À la suite du sixième train de sanctions de l'UE, l'interdiction des importations de pétrole couvrant 90 % des importations totales de l'UE en provenance de Russie (avec une exception temporaire pour les flux par oléoduc) devrait entrer pleinement en vigueur fin 2022. Toutefois, certaines grandes entreprises européennes du secteur de l'énergie avaient déjà suspendu leurs opérations et les achats de pétrole et de produits pétroliers après l'invasion. L'UE a également annoncé une nouvelle interdiction de service maritime interdisant aux entreprises de l'UE d'assurer ou de financer des navires transportant du pétrole russe, ce qui rend plus difficile d'exporter vers des pays tiers.

## Graphique B

### Importations de pétrole par voie maritime par source

(en millions de barils par semaine)



Sources : Refinitiv et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à la semaine du 15 juillet 2022. Pour l'UE, l'Europe inclut les importations intra-UE, mais exclut les flux domestiques. Dans tous les graphiques, le terme Europe fait référence à l'Europe géographique, hors Russie. Le pétrole par voie maritime recouvre le pétrole brut et le mazout.

**Les exportations de gaz russe vers l'UE ont également été significativement réduites et représentaient 35 % de leur niveau de l'année précédente la dernière semaine de juin 2022 (graphique C).** Au tournant de l'année, les flux de

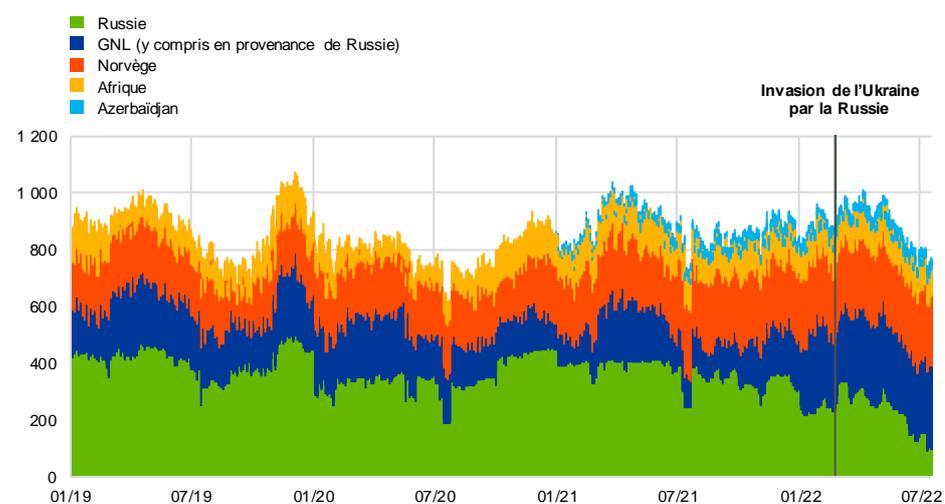
gaz russe par oléoduc via l'Europe centrale et orientale ont fortement diminué dans le contexte des tensions avec l'Ukraine. Avec le début de la guerre, ils sont demeurés volatils jusqu'à l'arrêt complet récent des flux de gaz vers la Bulgarie, le Danemark, la Finlande, la Lituanie, les Pays-Bas et la Pologne et des interruptions partielles ou des réductions volontaires pour les pays suivants : l'Autriche, la République tchèque, la France, l'Allemagne, l'Italie et la Slovaquie. En conséquence, les importations totales de gaz de l'UE en provenance de Russie au cours de la

dernière semaine de juin ont diminué de 65 % par rapport à l'année dernière <sup>3</sup>. L'augmentation des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) <sup>4</sup> et de gaz par gazoduc non russe (graphique C) a partiellement compensé le manque, mais des risques continuent de se profiler à l'horizon pour l'approvisionnement en gaz de l'UE <sup>5</sup>, dans la mesure où le niveau des stocks de gaz dans l'Union était inférieur début juillet à la moyenne de la période 2015-2020 <sup>6</sup>. Côté russe, le gaz est redirigé vers les routes asiatiques.

### Graphique C

#### Exportations de gaz vers l'UE par source

(en millions de mètres cubes par jour)



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au 19 juillet 2022. La période considérée inclut également une interruption complète des flux de gaz en provenance de Russie via le gazoduc Nord Stream 1 en raison de travaux de maintenance annuels à partir du 14 juillet 2022.

**Les exportations par voie maritime de matières premières agricoles en provenance de Russie ont chuté au début de l'invasion et celles en provenance d'Ukraine se sont interrompues.** Globalement, la Russie et l'Ukraine représentaient ensemble 24 % des exportations de blé et 14 % des exportations de maïs en 2021 <sup>7</sup>. Depuis le début de la guerre, les exportations de blé de la Russie par voie maritime ont affiché une volatilité importante, reflétant des perturbations de la logistique des transports, mais également une contre-mesure de la part de la Russie qui a temporairement limité ses propres exportations de certaines matières premières agroalimentaires vers les anciens États soviétiques de l'Union économique eurasiennne afin de garantir la sécurité alimentaire de la Fédération de

<sup>3</sup> Pour les effets de la guerre sur les marchés de l'énergie de la zone euro, cf. l'encadré intitulé « L'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

<sup>4</sup> Les données relatives au fret maritime fournies par Refinitiv montrent que les expéditions de GNL russe représentent environ un cinquième des volumes d'importations de GNL hors UE, cette part demeurant globalement inchangée après le conflit.

<sup>5</sup> Pour une quantification des effets des pénuries de gaz, cf. Borin (A.), Conteduca (F. P.), Di Stefano (E), Gunnella (V.), Mancini (M.) et Panon (L.), « *Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine* », *Occasional Paper Series*, Banca d'Italia, n° 700, 2022.

<sup>6</sup> Cf. « *European natural gas imports* », Bruegel, 20 juillet 2022.

<sup>7</sup> D'après les données douanières fournies par Trade Data Monitor.

Russie<sup>8</sup>. Fin juin, les exportations hebdomadaires de blé par voie maritime de la Russie représentaient 40 % du niveau de l'année précédente, davantage de cargaisons étant redirigées vers l'Égypte et la Turquie<sup>9</sup>. Jusqu'à une date récente, avec le blocus complet des ports de la mer Noire, les expéditions de céréales à partir d'Ukraine étaient interrompues, aggravant les préoccupations relatives à la sécurité alimentaire mondiale. Toutefois, afin de contribuer à atténuer les tensions mondiales qui en résultent, l'Ukraine et la Russie se sont accordées sur la mise en place d'un corridor sûr pour les expéditions de céréales à partir des ports ukrainiens, qui devrait sensiblement apaiser les inquiétudes relatives à la sécurité alimentaire dans les économies de marché émergentes<sup>10</sup>.

### **La sécurité alimentaire peut être menacée dans les pays les plus dépendants des exportations russes et ukrainiennes de produits alimentaires, compte tenu de leur capacité limitée à diversifier les fournisseurs à court terme.**

Les données douanières nominales disponibles relatives aux importations mondiales de produits agroalimentaires (engrais, soja, maïs et blé) font état d'une certaine hétérogénéité entre les pays et les régions s'agissant de leur exposition aux importations en provenance de Russie et d'Ukraine (graphique D). Les économies de marché émergentes, en particulier les pays d'Asie centrale et d'Afrique font partie des régions les plus dépendantes de la Russie et de l'Ukraine pour leur approvisionnement en céréales. De plus, un indice de la diversification des marchés à l'exportation suggère qu'une exposition plus importante aux importations tend à aller de pair avec une concentration élevée des exportateurs, ce qui signifie que la capacité de ces pays à trouver d'autres fournisseurs pourrait être limitée à court terme<sup>11</sup>. L'Inde, deuxième producteur mondial de blé, a récemment interdit les exportations de cette céréale, ce qui pourrait encore aggraver la situation en matière d'offre alimentaire mondiale, l'offre étant déjà réduite par la guerre<sup>12</sup>. Même si l'interdiction indienne n'affecte pas significativement les importations de la zone euro, elle contribue au pic historique atteint par les cours mondiaux du blé<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> Cf. « [Russia temporarily bans grain exports to ex-Soviet countries](#), » Reuters, 14 mars 2022 et « [Russian Federation bans exports of wheat, maize and other cereals to Armenia, Kazakhstan and Kyrgyzstan until 30 June 2022](#) », *Food Price Monitoring and Analysis*, 15 mars 2022.

<sup>9</sup> Toutefois, les conditions météorologiques favorables pour la saison en cours des récoltes agricoles devraient entraîner une augmentation des expéditions de céréales.

<sup>10</sup> Cf. « [Russia and Ukraine sign grain deal to avert global food crisis](#) », *Financial Times*, 22 juillet 2022.

<sup>11</sup> Les prix élevés des engrais peuvent représenter une menace pour la sécurité alimentaire en affectant la production agricole en 2022 et 2023. L'invasion de l'Ukraine par la Russie n'a fait qu'aggraver l'offre déjà limitée d'engrais, dont les prix avaient déjà commencé à augmenter en 2021 dans un contexte de prix élevés de l'énergie. Cf. : « [Impacts and Repercussions of Price Increases on the Global Fertilizer Market](#) », USDA Foreign Agricultural Service, 30 juin 2022.

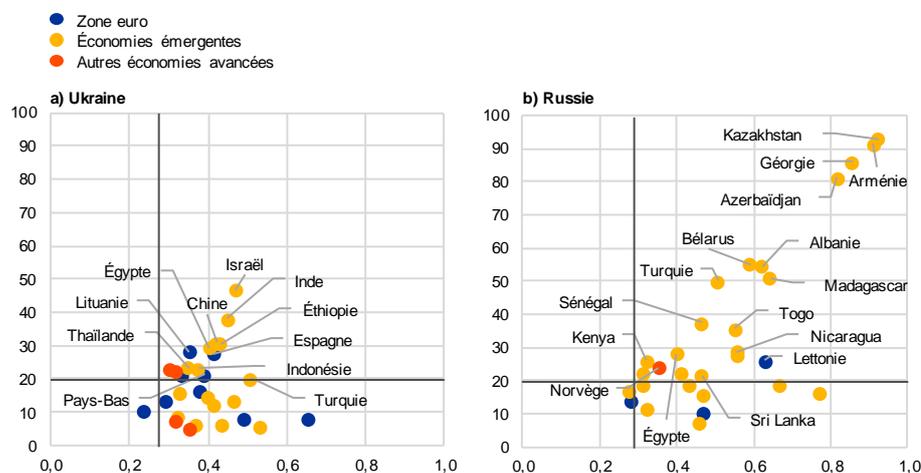
<sup>12</sup> Cf. « [India Bans Wheat Exports Due to Domestic Supply Concerns](#) », USDA Foreign Agricultural Service, 19 mai 2022.

<sup>13</sup> Cf. l'encadré intitulé « [L'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro et l'impact de la guerre entre la Russie et l'Ukraine](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

## Graphique D

### Concentration du marché des céréales et dépendance envers les importations

(axe des ordonnées : part des importations en provenance d'Ukraine et de Russie ; axe des abscisses : indice Herfindahl-Hirschman, 2021)



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

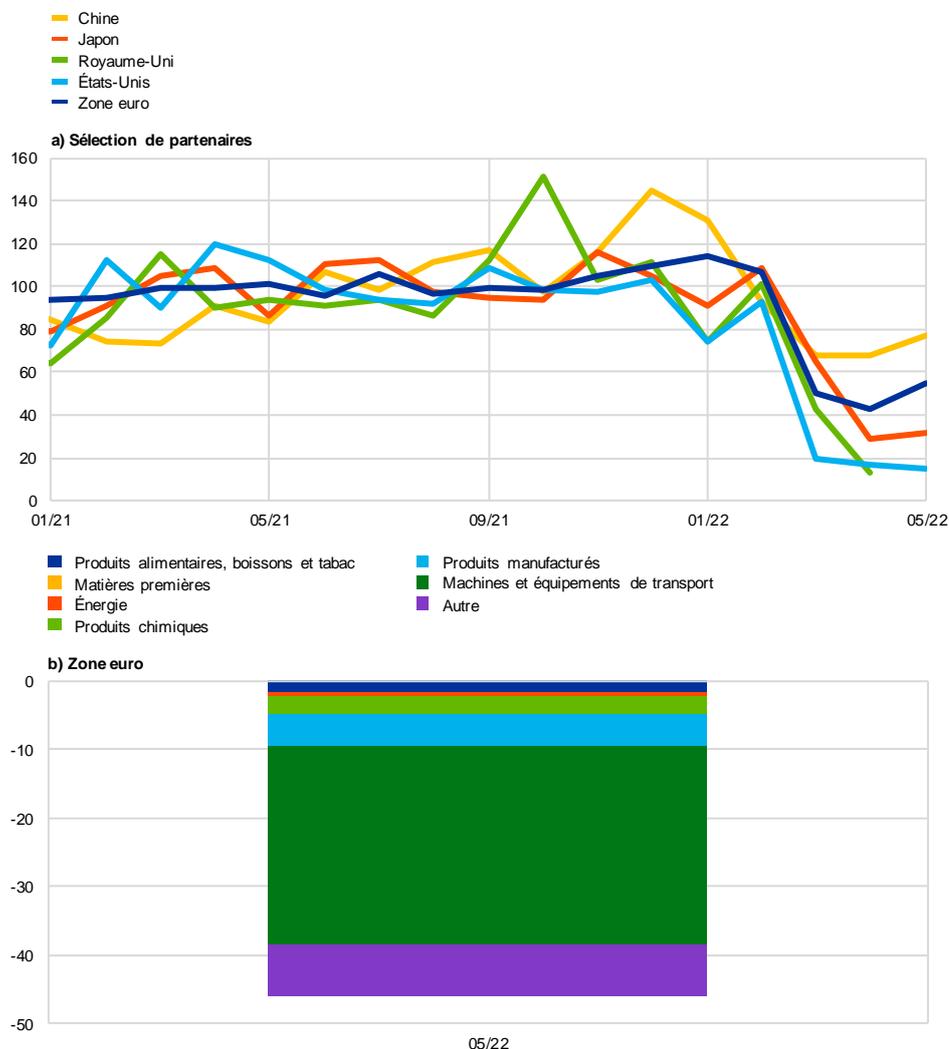
Notes : L'indice Hirschman-Herfindahl est une mesure de la dispersion de la valeur des échanges commerciaux entre les partenaires d'un importateur. Pour un pays dont les importations sont concentrées sur très peu de marchés, la valeur de l'indice sera proche de 1. De même, un pays dont le portefeuille de partenaires commerciaux est parfaitement diversifié aura un indice proche de zéro. Un seuil minimum de 5 % de dépendance aux importations vis-à-vis de la Russie a été appliqué. La zone à droite de la ligne verticale et au-dessus de la ligne horizontale peut être considérée comme reflétant une concentration globale élevée des partenaires pour les importations et une dépendance forte vis-à-vis de la Russie ou de l'Ukraine.

**Globalement, les importations de marchandises de la Russie ont sensiblement diminué depuis le début de la guerre, en particulier en provenance des pays qui appliquent des sanctions.** Les données douanières montrent que les exportations vers la Russie ont fortement diminué par rapport aux niveaux de 2021, les échanges commerciaux de ce pays ayant été perturbés par les conséquences de la guerre dans les domaines macroéconomique et des transports (graphique E, partie a). La contraction est particulièrement prononcée pour les pays qui imposent des sanctions (– 85 % pour les États-Unis et – 45 % pour la zone euro en mai 2022 par rapport au niveau de 2021), même si les exportations en provenance des pays qui n'appliquent pas de sanctions restent également inférieures à leur niveau de 2021 (par exemple – 23 % dans le cas de la Chine).

## Graphique E

### Exportations vers la Russie

(partie a : indice, 2021 = 100 ; partie b : variation annuelle en pourcentage des valeurs pour la zone euro)



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

Notes : Dans la partie a, les dernières observations se rapportent à mai 2022 (Chine, Japon, États-Unis et zone euro) et à avril 2022 (Royaume-Uni). La partie b présente les exportations de la zone euro vers la Russie par secteur.

**Pour la zone euro, les exportations vers la Russie de biens soumis aux sanctions (par exemple les machines et les équipements de transport) sont à l'origine de la contraction globale des exportations.** Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'UE a pris six trains de sanctions à l'encontre de la Russie, notamment des sanctions contre des personnes et des restrictions s'appliquant aux médias, aux transports et au secteur financier ainsi qu'aux échanges commerciaux<sup>14</sup>. Les mesures commerciales initiales ciblaient les biens et les produits à caractère militaire qui contribuent au développement de la Russie dans les domaines militaire, des transports et technologique. Les restrictions plus récentes se concentrent sur les produits de luxe (importés comme exportés) et les

<sup>14</sup> Pour plus de détails, cf. « [Sanctions de l'UE contre la Russie liées à la situation en Ukraine \(depuis 2014\)](#) », Conseil européen.

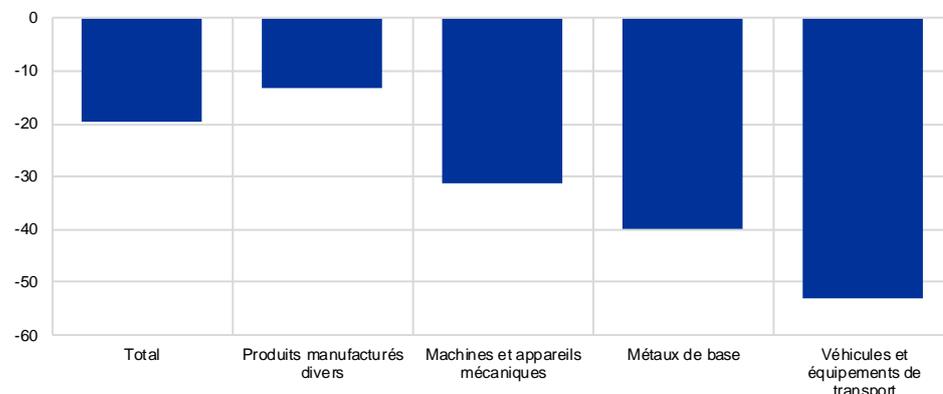
autres biens importés qui génèrent des revenus pour la Russie, notamment le charbon et le pétrole. En ce qui concerne les flux commerciaux de la zone euro avec la Russie (graphique E, partie b), les machines et équipements de transport représentent la majeure partie de la diminution globale.

**Une analyse empirique suggère que la première vague de sanctions en mars 2022 a entraîné une réduction de 15 % des importations russes, les produits faisant l’objet de sanctions étant les plus durement touchés.**

Une analyse empirique – qui utilise une approche des doubles différences fondée sur un échantillon de 59 partenaires commerciaux de la Russie couvrant environ 86 % du total des importations russes en 2021 – confirme qu’en mars 2022, par rapport au mois précédent quand les sanctions n’étaient pas en vigueur, les importations russes en provenance des pays imposant des sanctions ont été inférieures de 20 points de pourcentage à celles en provenance des pays n’appliquant pas de sanctions. Une ventilation entre une sélection de groupes de produits laisse penser que l’accès de la Russie aux biens nécessaires à la production d’équipements militaires, tels que les véhicules et les machines et appareils mécaniques, a été considérablement entravé en termes relatifs (graphique F). Dans l’ensemble, cela correspond à une baisse d’environ 15 % des importations totales russes en mars à cause de la première série de sanctions.

**Graphique F**  
Effets des sanctions sur les importations russes

(doubles différences, effet en points de pourcentage en mars 2022 par rapport à février 2022)



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

Notes : Les doubles différences sont obtenues en soustrayant de la variation des importations russes en provenance des pays imposant des sanctions la variation des importations russes provenant des pays n’appliquant pas de sanctions entre mars et février 2022. Pour les pays exportateurs pour lesquels les données disponibles sont limitées, les données relatives aux exportations sont au niveau à deux chiffres du Système harmonisé. Les pays qui n’imposent pas de sanctions sont l’Argentine, le Brésil, la Chine, le Costa Rica, Hong Kong, l’Islande, l’Inde, l’Indonésie, Israël, le Kazakhstan, la Malaisie, le Mexique, la Norvège, le Pérou, les Philippines, Singapour, l’Afrique du Sud, la Thaïlande et la Turquie. Les pays appliquant des sanctions sont l’Australie, l’Autriche, la Belgique, le Brunei Darussalam, la Bulgarie, le Canada, le Chili, la Colombie, la Croatie, Chypre, la République tchèque, le Danemark, l’Estonie, la Finlande, la France, l’Allemagne, la Grèce, la Hongrie, l’Irlande, l’Italie, le Japon, la Corée du Sud, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, le Maroc, les Pays-Bas, la Nouvelle-Zélande, la Pologne, le Portugal, la Roumanie, la Slovaquie, la Slovénie, l’Espagne, la Suède, la Suisse, Taïwan, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les secteurs sélectionnés représentent environ 60 % du total des importations russes.

## 2 Dynamique de la part salariale et effets de second tour sur l'inflation après les flambées des prix de l'énergie dans les années 1970 et aujourd'hui

Niccolò Battistini, Helen Grapow, Elke Hahn et Michel Soudan

**Cet encadré examine la dynamique de la part salariale et les potentiels effets de second tour sur l'inflation en période de hausses des prix de l'énergie.**

Dans une région importatrice nette d'énergie telle que la zone euro, une augmentation de l'inflation dans le secteur de l'énergie entraîne une détérioration des termes de l'échange (ratio des prix des exportations rapportés aux prix des importations), et donc une érosion du revenu servant à rémunérer les facteurs de production domestiques. La part salariale (part du revenu domestique allouée au travail) peut fournir une indication de la capacité des travailleurs à résister à ces pertes de revenu réel, ainsi que de potentiels effets de second tour sur les prix<sup>1</sup>. Cet encadré analyse la dynamique de la part salariale et de l'inflation dans la zone euro après la hausse des prix de l'énergie observée depuis le deuxième trimestre 2021. Premièrement, l'épisode actuel est comparé à un autre épisode bien connu de choc important sur les prix de l'énergie, à savoir l'embargo sur le pétrole imposé par les pays exportateurs de pétrole (OPEP) en octobre 1973. Deuxièmement, les évolutions dans la zone euro sont comparées à celles observées aux États-Unis. Enfin, une analyse fondée sur un modèle évalue en quoi la transmission des hausses des prix de l'énergie à l'inflation, et en particulier l'apparition d'effets de second tour, a changé par rapport aux années 1970.

**La part salariale reflète l'interaction entre salaire réel, productivité et termes de l'échange.** D'un point de vue comptable, la part salariale augmente lorsqu'il y a une hausse du salaire réel des consommateurs (mesuré par le rapport entre le salaire nominal par personne occupant un emploi et le déflateur de la consommation privée), une baisse de la productivité du travail ou une détérioration des termes de l'échange (approximés par le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée)<sup>2</sup>. Dans la mesure où l'augmentation des prix des importations se transmet aux prix à la consommation, une détérioration des termes de l'échange liée à

<sup>1</sup> La part salariale (mesurée par le rapport entre les salaires nominaux et le PIB nominal) fournit une bonne approximation des coûts marginaux réels des entreprises dans la courbe de Phillips des nouveaux keynésiens ; elle constitue donc un déterminant quantitativement important de l'inflation. Pour plus d'informations sur la relation entre la part des salaires et la dynamique de l'inflation, cf. Galí (J.) et Gertler (M.), « *Inflation dynamics: A structural econometric analysis* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, n° 2, 1999, p. 195-222.

<sup>2</sup> Formellement, la part salariale peut être décomposée de la manière suivante :

$$\frac{W}{Y} = \frac{W}{E} \cdot \frac{P^C}{P^Y} \cdot \frac{E}{Y^r}$$

où  $W$  correspond à la rémunération des salariés (corrégée du ratio personnes occupant un emploi/salariés),  $Y$  au PIB nominal,  $E$  aux personnes occupant un emploi,  $P^C$  au déflateur de la consommation privée,  $P^Y$  au déflateur du PIB et  $Y^r$  au PIB en volume. Ainsi, la part salariale du côté gauche de l'équation correspond au produit des trois ratios du côté droit de l'équation, à savoir le salaire réel des consommateurs, l'inverse des termes de l'échange et l'inverse de la productivité du travail. Pour une utilisation similaire du ratio déflateur de la consommation privée/déflateur du PIB comme approximation des termes de l'échange, cf., par exemple l'article intitulé « [Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

l'énergie entame le salaire réel des consommateurs, ce qui peut susciter des pressions en faveur de hausses des salaires afin de préserver le pouvoir d'achat des travailleurs. Par conséquent, l'impact des hausses des prix de l'énergie sur la part salariale dépend fondamentalement de la réaction du revenu du travail. Toutes choses égales par ailleurs, la réaction du revenu du travail à des hausses des prix de l'énergie affectera à son tour les coûts unitaires de main-d'œuvre et le déflateur du PIB.

**La récente détérioration des termes de l'échange a eu des conséquences limitées sur le revenu du travail et sur le déflateur du PIB par rapport à l'expérience des années 1970.**

La hausse des prix de l'énergie a entraîné une forte détérioration des termes de l'échange dans la zone euro entre le deuxième trimestre 2021 et le premier trimestre 2022 ; il s'agit de la baisse sur quatre trimestres la plus importante en 40 ans <sup>3</sup>. Toutefois, cette perte de revenu représente un tiers seulement de la chute causée par l'embargo de l'OPEP sur le pétrole entre le quatrième trimestre 1973 et le troisième trimestre 1974 <sup>4</sup>. Une autre différence a trait au fait que le salaire réel des consommateurs a diminué après la récente accentuation de la hausse des prix de l'énergie, alors qu'il avait fortement augmenté dans les années 1970 <sup>5</sup>. Dans l'ensemble, la détérioration moins importante des termes de l'échange et la baisse du salaire réel ont entraîné une légère diminution de la part salariale, alors qu'une forte hausse avait été observée après l'embargo de l'OPEP sur le pétrole (graphique A, partie a). Cette dynamique s'est répercutée sur le profil du déflateur du PIB qui, par rapport aux années 1970, a connu au cours de la période récente une croissance modérée et via des canaux différents (principalement les bénéfices et impôts unitaires, plutôt que les coûts unitaires de main-d'œuvre) (graphique A, partie b).

---

<sup>3</sup> L'effet revenu des termes de l'échange est calculé en pondérant les variations des prix à l'exportation et à l'importation par leurs valeurs respectives en parts de pourcentage du PIB. Sur cette base, la détérioration des termes de l'échange a fait baisser le revenu domestique de 1,6 point de pourcentage du PIB entre le deuxième trimestre 2021 et le premier trimestre 2022. À noter que cette perte correspond à l'effet total des termes de l'échange sur le revenu, y compris la hausse des prix de l'énergie ainsi que d'autres composantes (par exemple, la dépréciation du taux de change). Pour la méthodologie, cf. l'encadré intitulé « [Implications de la détérioration des termes de l'échange pour le revenu réel et le compte des transactions courantes](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

<sup>4</sup> Les données pour la zone euro antérieures à 1995 sont tirées de la base de données du modèle à l'échelle de la zone (*Area-Wide Model database*). Cf. Fagan (G.), Henry (J.) et Mestre (R.), « *An area-wide model (AWM) for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 42, BCE, janvier 2001.

<sup>5</sup> À noter que la dynamique récente des salaires est susceptible d'être biaisée par le recours dans plusieurs pays de la zone euro aux dispositifs de maintien de l'emploi afin d'atténuer les conséquences de la crise du coronavirus (COVID-19) sur le revenu des travailleurs.

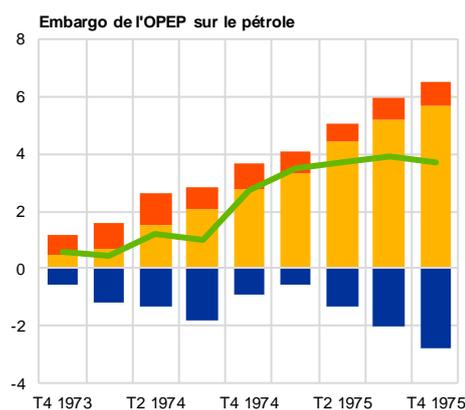
## Graphique A

Part salariale et déflateur du PIB dans la zone euro : années 1970 par rapport à aujourd'hui

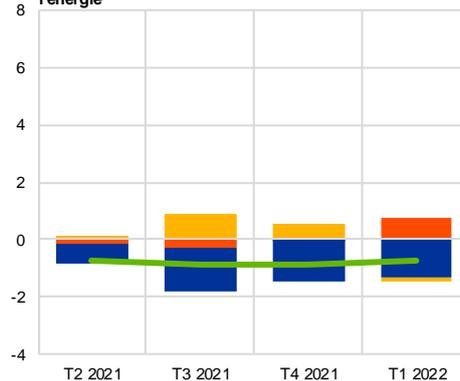
### a) Part salariale et composantes

(variations cumulées, en points de pourcentage du PIB)

- Productivité (inversé)
- Salaire réel des consommateurs
- Termes de l'échange (inversé)
- Part salariale



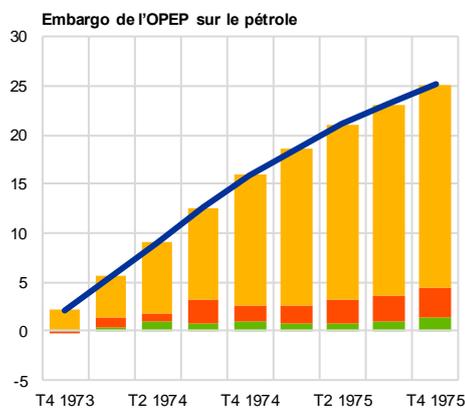
**Hausse actuelle de l'inflation dans le secteur de l'énergie**



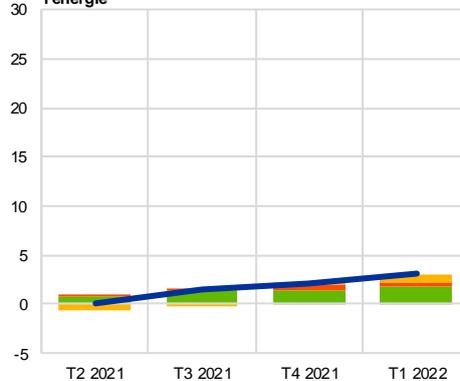
### b) Déflateur du PIB et composantes

(variations cumulées, en points de pourcentage)

- Coûts unitaires de main-d'œuvre
- Bénéfices unitaires
- Impôts unitaires
- Déflateur du PIB



**Hausse actuelle de l'inflation dans le secteur de l'énergie**



Sources : Eurostat, base de données du modèle à l'échelle de la zone euro de la BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : La productivité est mesurée par le rapport entre le PIB en volume et le nombre de personnes occupant un emploi. Le salaire réel des consommateurs est défini comme la rémunération des salariés (corrigée du ratio personnes occupant un emploi/salariés), divisée par le nombre de personnes occupant un emploi et le déflateur de la consommation privée. Les termes de l'échange sont approximatés par le ratio déflateur du PIB/déflateur de la consommation privée.

**Aujourd'hui, la dynamique de la part salariale aux États-Unis est comparable à celle observée dans la zone euro, alors qu'elles différaient notablement dans les années 1970.** Aux États-Unis, la hausse des prix de l'énergie a entraîné une perte de revenu via les termes de l'échange qui est plus faible aujourd'hui (1,5 point de pourcentage du PIB) que dans les années 1970 (3,0 points de pourcentage du

PIB)<sup>6</sup>. Toutefois, contrairement à ce qui s'est passé dans la zone euro, la part salariale aux États-Unis a légèrement diminué au lendemain de l'embargo de l'OPEP sur le pétrole, reflétant principalement des pertes de salaire réel des consommateurs, alors qu'actuellement la situation est similaire dans les deux juridictions (graphique B, partie a). Les déterminants du déflateur du PIB observés aujourd'hui aux États-Unis sont semblables à ceux à l'œuvre dans les années 1970, mais d'une ampleur moindre, l'augmentation des bénéfices unitaires jouant un rôle important dans les deux épisodes (graphique B, partie b). Dans l'ensemble, l'expérience des États-Unis montre que le déflateur du PIB est susceptible d'augmenter considérablement sous l'effet de chocs sur les prix de l'énergie, en dépit du recours limité aux mécanismes d'indexation des salaires et, notamment à l'heure actuelle, d'une faible dépendance énergétique nette et d'une forte crédibilité de la politique monétaire.

---

<sup>6</sup> À noter que, dans les deux épisodes, la perte de revenu liée à la détérioration des termes de l'échange est moins élevée aux États-Unis que dans la zone euro. Cela peut s'expliquer par la plus forte dépendance énergétique de la zone euro par rapport aux États-Unis (cf., par exemple, Fosco (M.) et Klitgaard (T.), « *Recycling Oil Revenue* », *Liberty Street Economics*, Banque fédérale de réserve de New York, 14 mai 2018). Cet écart s'est creusé pendant les vingt dernières années, les États-Unis devenant beaucoup plus auto-suffisants en matière d'énergie, tandis que la zone euro a accru sa dépendance nette à l'énergie étrangère, tout en demeurant au-dessous des niveaux observés au début des années 1980 (cf. le site internet de la [US Energy Information Administration \(EIA\)](#)).

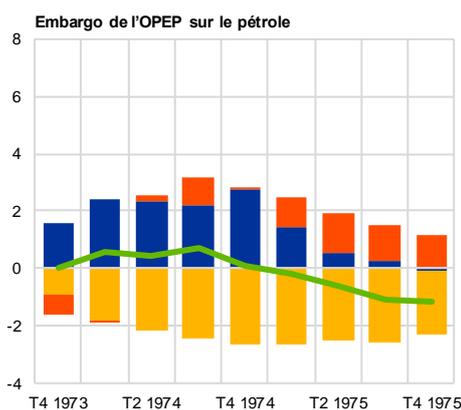
## Graphique B

Part salariale et déflateur du PIB aux États-Unis : années 1970 par rapport à aujourd'hui

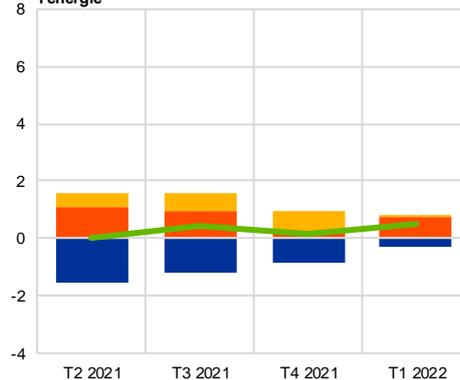
### a) Part salariale et composantes

(variations cumulées, en points de pourcentage du PIB)

- Productivité (inversé)
- Salaire réel des consommateurs
- Termes de l'échange (inversé)
- Part salariale



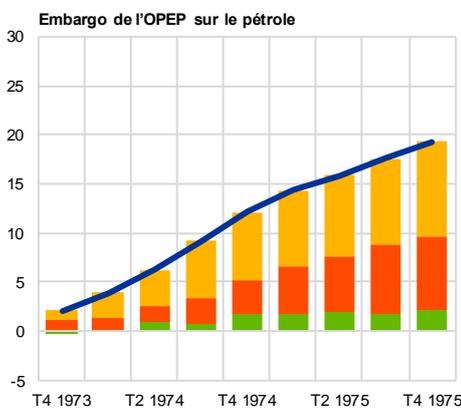
**Hausse actuelle de l'inflation dans le secteur de l'énergie**



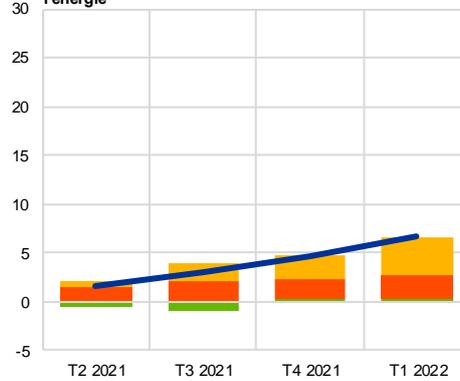
### b) Déflateur du PIB et composantes

(variations cumulées, en points de pourcentage)

- Coûts unitaires de main-d'œuvre
- Bénéfices unitaires
- Impôts unitaires
- Déflateur du PIB



**Hausse actuelle de l'inflation dans le secteur de l'énergie**



Sources : OCDE, *US Bureau of Economic Analysis* et calculs des services de la BCE.

Note : Cf. les notes du graphique A.

### Un modèle structurel permet d'identifier les effets de second tour d'une hausse des prix de l'énergie sur l'inflation.

Les chocs d'offre de pétrole, qui sont des déterminants importants des prix de l'énergie, sont susceptibles d'influer sur les prix à la consommation via des effets directs, indirects et de second tour<sup>7</sup>. Les effets directs sont ceux qui ont un lien immédiat avec les composantes spécifiques de l'IPCH, tandis que les effets indirects rendent compte de la transmission du choc aux prix à la consommation, via la chaîne de production et de distribution. Des effets de

<sup>7</sup> Concernant la taxonomie des différents effets des hausses des prix de l'énergie sur l'inflation, cf. l'encadré intitulé « *Recent oil price developments and their impact on euro area prices* », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2004.

second tour se produisent lorsque les agents répercutent l'impact inflationniste des effets directs et indirects sur la fixation des prix et des salaires, ce qui risque d'aboutir à une spirale salaires-prix. La répercussion du choc d'offre de pétrole sur l'inflation est analysée en deux étapes à l'aide d'un modèle structurel<sup>8</sup>. Premièrement, les effets directs sont isolés des effets totaux en les approximant par la différence de réaction de l'IPCH et de l'IPCH hors énergie<sup>9</sup>. Deuxièmement, les réactions du déflateur du PIB et de ses composantes servent à évaluer l'ampleur et la source des effets de second tour. Une comparaison des effets indirects et de second tour combinés, obtenus à la première étape de l'analyse, avec les effets de second tour identifiés via le déflateur du PIB à la seconde étape permet de tirer des conclusions sur les effets indirects. Les estimations du modèle pour les années 1970 et 1980, ainsi que pour la période depuis l'introduction de l'euro en 1999, apportent un éclairage sur les différences dans le mécanisme de transmission des chocs d'offre de pétrole à l'inflation et sur l'apparition d'effets de second tour au cours des deux périodes.

**Les effets de second tour ont joué un rôle majeur dans la transmission des chocs d'offre de pétrole dans les années 1970 et 1980, mais ont été en moyenne largement absents au cours de la période qui a commencé avec l'introduction de l'euro.** Dans les années 1970 et 1980, l'impact d'un choc d'offre de pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH était retardé, mais également important et persistant, principalement en raison d'effets indirects et de second tour combinés (graphique C, partie a). Depuis l'introduction de l'euro, en revanche, l'impact d'un choc de même taille sur l'inflation mesurée par l'IPCH se produit en début de période, mais il est faible et transitoire, et réparti de façon égale entre effets directs et effets indirects et de second tour combinés. Dans les années 1970 et 1980, le déflateur du PIB commençait à augmenter environ six mois après le choc ; cette hausse résultait dans un premier temps du salaire nominal (mesuré par la rémunération par tête) puis, au bout d'un an, des bénéfices unitaires également, et elle entraînait une spirale salaires-prix (graphique C, partie b). Depuis 1999, en revanche, ni les responsables de la fixation des salaires ni ceux chargés de la fixation des prix n'ont, en moyenne, récupéré les pertes de revenu réel résultant des chocs d'offre de pétrole. Ces résultats suggèrent également que, dans les années 1970 et 1980, les effets de second tour expliquaient l'essentiel de la persistance de l'impact des chocs d'offre de pétrole sur l'inflation mesurée par l'IPCH, tandis que les effets indirects contribuaient aux hausses de l'inflation mesurée par l'IPCH au cours des tout premiers trimestres suivant le choc. Étant donné le peu de signes d'effets de second tour persistants depuis 1999, ce sont les effets indirects qui prédominent parmi les effets combinés estimés. Conformément à la perspective comptable précédemment décrite, les résultats du modèle indiquent également qu'un choc

<sup>8</sup> Les réponses impulsionnelles sont tirées d'une version modifiée du modèle développé dans Hahn (E.), « *How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model* », *Applied Economics*, vol. 53, n° 22, 2021. Le modèle a été étendu de manière à pouvoir identifier également un choc d'offre de pétrole. Le modèle est estimé séparément pour la période depuis l'introduction de l'euro (du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019, afin d'exclure la crise de la COVID-19) et pour la période comprise entre le premier trimestre 1973 et le quatrième trimestre 1989 afin de prendre en compte les caractéristiques de ces périodes au vu des importants changements économiques structurels et institutionnels intervenus depuis le début des années 1970.

<sup>9</sup> Les données relatives à l'IPCH pour les années antérieures à 1996 sont des estimations internes de la BCE.

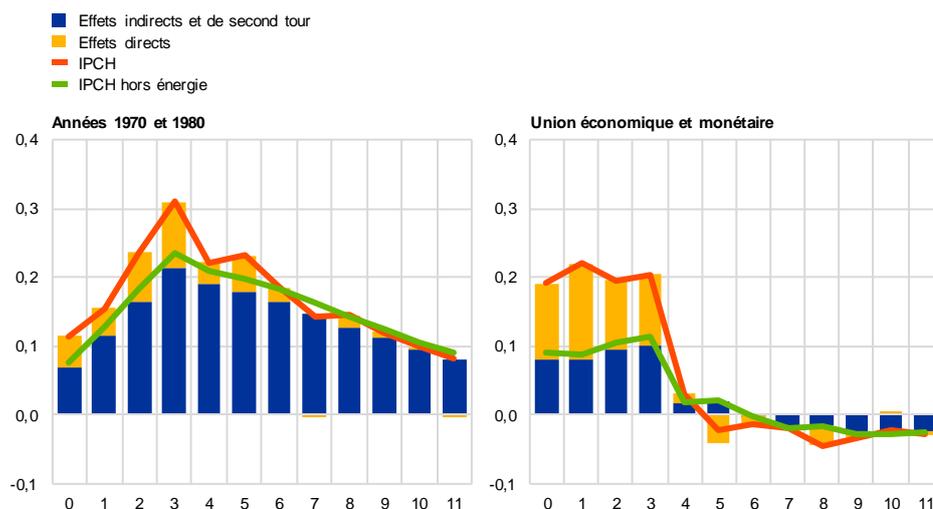
d'offre de pétrole entraînait une augmentation de la part salariale dans les années 1970 et 1980, mais pas durant la période qui a commencé avec l'introduction de l'euro.

### Graphique C

#### Impact d'un choc d'offre de pétrole : années 1970 et 1980 vs Union économique et monétaire

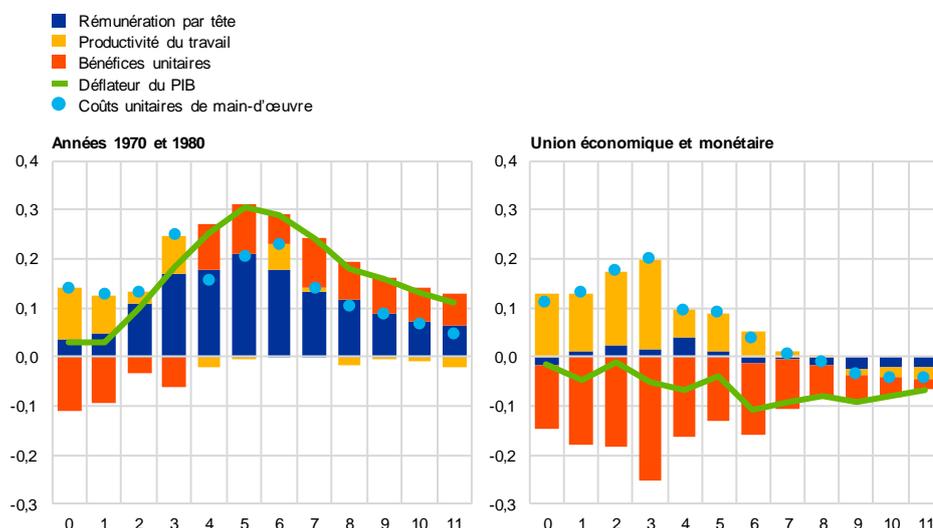
##### a) Effets directs vs effets indirects et de second tour

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



##### b) Effets de second tour

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



Sources : Eurostat, BCE, base de données du modèle à l'échelle de la zone euro de la BCE et calculs des services de la BCE.  
Notes : Estimations fondées sur une version modifiée du modèle développé dans Hahn (E.), *op. cit.* (cf. la note de bas de page n° 8). Dans les deux parties, le choc d'offre de pétrole est normalisé pour refléter une hausse de 10 % des prix du pétrole et l'axe des abscisses présente le nombre de trimestres depuis le choc (« 0 » correspond au trimestre auquel le choc a lieu). L'échantillon d'estimation couvre la période allant du premier trimestre 1973 au quatrième trimestre 1989 dans les parties de gauche et la période allant du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2019 dans les parties de droite.

**Par rapport aux années 1970, les évolutions récentes de la part salariale et du déflateur du PIB ont été modérées, tandis que les effets de second tour de la hausse des prix de l'énergie sur l'inflation ont été largement absents en**

**moyenne depuis 1999.** Après la récente flambée des prix de l'énergie, le déflateur du PIB de la zone euro a nettement moins augmenté que l'IPCH. Par rapport aux années 1970, les évolutions modérées de la part salariale et du déflateur du PIB résultent peut-être de plusieurs changements économiques à long terme qui ont influé, par exemple, sur la structure de production (moins dépendance énergétique, intégration plus profonde aux chaînes de valeur mondiales, par exemple), sur les institutions du marché du travail (indexation des salaires moins répandue, degré de syndicalisation moins élevé) et sur la politique monétaire (stratégie plus claire visant à contrôler l'inflation)<sup>10</sup>. Cela étant, l'inflation élevée et persistante accroît le risque que des effets de second tour se matérialisent via des hausses de salaires et des marges bénéficiaires plus élevées.

---

<sup>10</sup> Concernant l'indexation des salaires, cf. Goldstein (M.), « *Wage Indexation, Inflation, and the Labor Market* », *IMF Staff papers*, vol. 22, n° 3, Fonds monétaire international, janvier 1975 ; et, plus récemment, Bivens (J.), « *Look to the 1990s, not the 1970s, for the right lessons to guide today's monetary policy* », *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, août 2016 ; et Bivens (J.), « *Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?* », *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, avril 2022. Concernant la politique monétaire, cf. Ehrmann (M.), Fratzscher (M.), Gürkaynak (R.S.) et Swanson (E.T.), « *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n° 1, février 2011, p. 350-364. En ce qui concerne l'interaction entre les deux, cf. Hofmann (B.), Peersman (G.), et Straub (R.), « *Time variation in U.S. wage dynamics* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n° 8, 2012, p. 769-783.

### 3 L'épargne des ménages pendant la pandémie de COVID-19 et ses conséquences pour le redressement de la consommation

Maarten Dossche, Dimitris Georgarakos, Aleksandra Kolndrekaj et Francisco Tavares

**En 2020 et 2021, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (ECB Consumer Expectations Survey, CES) a interrogé les ménages sur leur comportement d'épargne et les motifs sous-jacents.** Certaines questions *ad hoc* ont été introduites, demandant aux ménages s'ils avaient épargné ou désépargné en 2020, de quel montant et pour quelle raison. Les réponses à ces questions fournissent des informations sur les déterminants de la hausse de l'épargne enregistrée dans les données agrégées de la zone euro <sup>1</sup>.

**Les données indiquent que pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19), la plupart des ménages n'ont pas pu accroître leur épargne.** Le graphique A (partie a) montre qu'en 2020, la plupart des ménages n'ont pas modifié le montant de l'épargne qu'ils détenaient, tandis que 20 % d'entre eux ont accru leur stock d'épargne et environ 16 % l'ont réduit. Les déterminants du comportement d'épargne diffèrent selon que les ménages épargnent ou désépargnent (graphique A, partie b). D'une part, pour ceux qui ont épargné, les restrictions liées à la COVID-19/la peur d'être infecté et les motifs de précaution ont constitué les raisons les plus importantes <sup>2</sup>. D'autre part, ceux qui ont désépargné ont cité comme raison la plus importante une perte de revenu inattendue. De nombreux désépargnants ont également indiqué que des raisons liées à la COVID-19 (par exemple, des dépenses supplémentaires) les avaient obligés à puiser dans leur épargne. Globalement, ces résultats sont conformes aux données antérieures qui suggéraient que la hausse du ratio d'épargne agrégée reflétait principalement l'épargne involontaire due aux restrictions liées à la COVID-19 et à la peur d'être infecté, mais que des motifs de précaution avaient également joué un rôle important <sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> L'analyse s'appuie sur les réponses de ménages résidant en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne, aux Pays-Bas et en Belgique.

<sup>2</sup> Il est à noter que l'importance du motif de précaution dans le graphique A (partie b) doit être considérée comme une limite supérieure dans l'explication de la hausse du ratio d'épargne agrégée, dans la mesure où ce motif existait déjà sans doute avant la pandémie (contrairement aux raisons liées à la COVID-19).

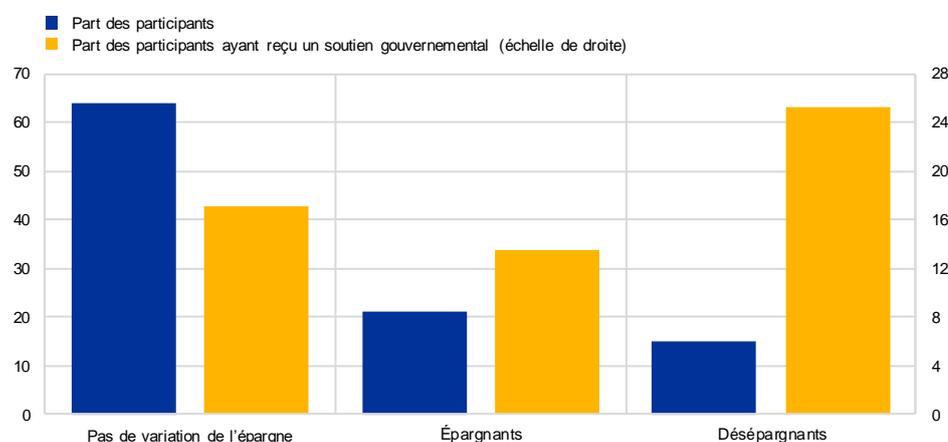
<sup>3</sup> Cf. Dossche (M.) et Zlatanov (S.), « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ? », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2020.

## Graphique A

### Épargnants/désépargnants et motifs d'épargne/de désépargne

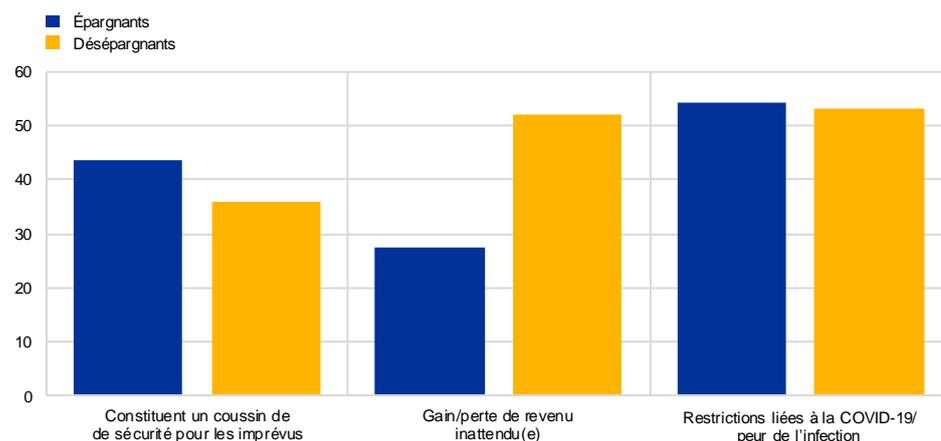
#### a) Épargnants et désépargnants

(échelle de gauche : pourcentages de participants à l'enquête ; échelle de droite : pourcentages de participants au sein d'un groupe spécifique)



#### b) Motifs d'épargne/de désépargne

(en pourcentage des épargnants/désépargnants)



Source : BCE (CES).

Notes : Données pondérées. La partie b présente la part des participants qui déclarent qu'une ou plusieurs raisons spécifiques ont été les plus importantes s'agissant de leur comportement d'épargne.

**Les désépargnants ont généralement reçu davantage de soutien gouvernemental, étaient plus souvent soumis à des contraintes de liquidité et avaient une propension marginale à consommer plus élevée que les épargnants.** Combiner les informations ci-dessus avec celles tirées des modules réguliers de l'enquête CES permet d'établir un profil économique des ménages qui épargnent/désépargnent. Cela confirme que le soutien gouvernemental lié à la COVID-19 ciblait principalement les ménages obligés de puiser dans leur épargne, car ils étaient affectés par la pandémie. Dans le même temps, les ménages qui épargnaient avaient tendance à subir moins de contraintes de liquidité et à avoir une propension marginale à consommer moins élevée. Cela a sans doute limité la pression à la hausse sur la consommation liée à la résorption attendue de l'épargne des ménages lorsque la pandémie a commencé à s'atténuer.

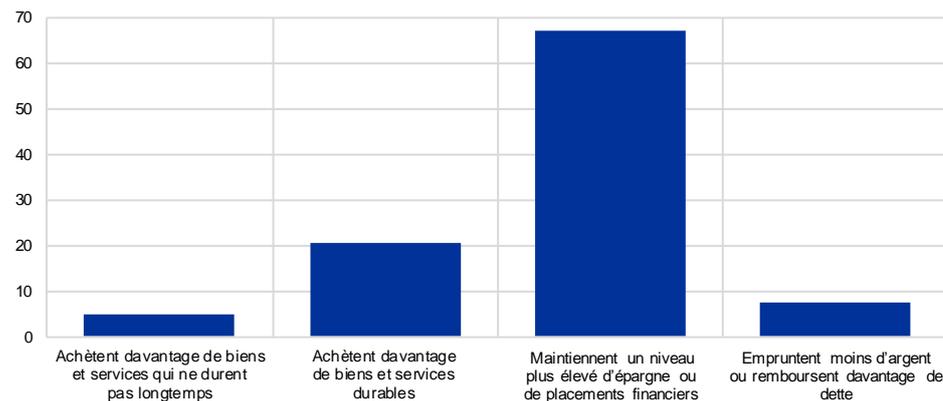
### Selon les participants, l'essentiel de l'épargne accumulée liée à la COVID-19 ne devait pas être dépensé avant le printemps 2022 au plus tôt.

En mars 2021, l'enquête a posé aux participants deux questions *ad hoc* concernant leur épargne : 1) combien avez-vous épargné (désépargné) depuis janvier 2020 ; et 2) comment, sur les douze prochains mois, prévoyez-vous d'utiliser (de réagir) au montant (moins élevé) d'épargne ou de placements financiers que vous avez accumulé depuis début 2020 ? Combiner les réponses à ces questions permet de calculer la part d'épargne nette accumulée que les ménages prévoient de consommer l'année suivante (graphique B). Les résultats peuvent également prendre en compte une épargne dépensée en consommation programmée régulière, en particulier en gros achats. Le graphique B indique que les participants de mars 2021 prévoyaient qu'au moins 74 % de l'excédent d'épargne nette accumulé depuis janvier 2020 ne seraient pas dépensés dans les 12 mois qui suivent, modérant ainsi les anticipations d'une demande latente généralisée.

### Graphique B

#### Allocation de l'épargne nette au cours des 12 prochains mois

(en pourcentage de l'épargne nette)



Source : BCE (CES, mars 2021).

Notes : Données pondérées. L'épargne nette correspond à la différence entre le montant épargné et le montant désépargné depuis janvier 2020. Les barres représentent la part de l'épargne nette allouée à chacune des options.

### Les ménages ont également été interrogés sur leur consommation par rapport à la période antérieure à la COVID-19.

En juillet 2021, l'enquête CES a demandé aux participants dans quelle mesure leur consommation passée (future) était (serait) comparable à son niveau d'avant la pandémie <sup>4</sup>. La majorité des ménages ont déclaré que leur consommation sur la période de 12 mois s'achevant en juillet 2021 était comparable à leur consommation habituelle d'avant la pandémie (graphique C, partie a) <sup>5</sup>. Plus de 30 % des ménages ont déclaré que leur consommation avait été plus faible que sur la période antérieure à la COVID-19, tandis que moins de 15 %

<sup>4</sup> La question rétrospective était la suivante : « Parmi les propositions suivantes, laquelle décrit le mieux la consommation totale de biens et services de votre ménage au cours des douze derniers mois ? Votre consommation a été supérieure/à peu près équivalente/inférieure à votre consommation moyenne d'avant la pandémie de COVID-19 ». La version prospective se rapporte aux douze prochains mois.

<sup>5</sup> Il ressort des analyses agrégées qu'il est peu probable que le redressement de la consommation puisse bénéficier d'un coup de pouce supplémentaire provenant d'une demande latente généralisée. Cf. Dossche (M.), Krustev (G.) et Zlatanov (S.), « COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : une actualisation », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2021.

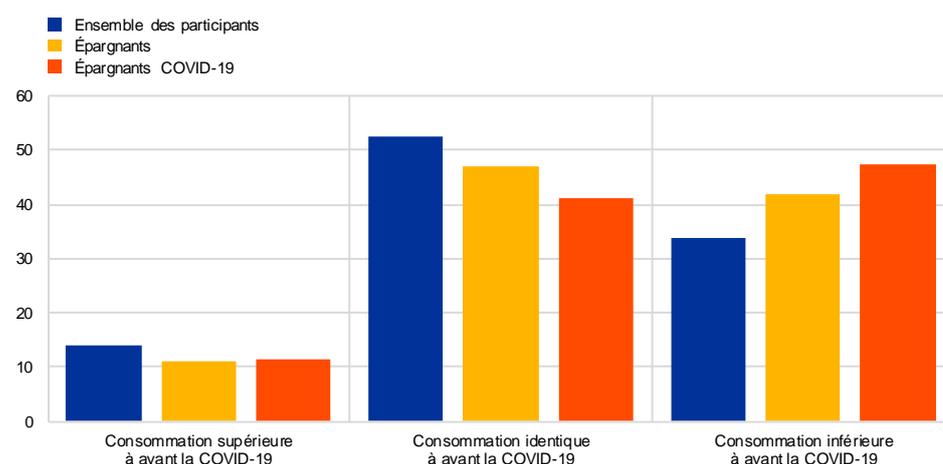
d'entre eux ont indiqué que leur consommation avait été supérieure à celle d'avant la pandémie. Ces réponses sont en phase avec la baisse de la consommation agrégée qui a été observée par rapport à la période d'avant la pandémie. L'ajustement à la baisse de la dépense par rapport à son niveau d'avant la pandémie a été plus manifeste chez les ménages qui avaient épargné (les « épargnants ») et encore davantage chez les ménages ayant déclaré que les raisons liées à la COVID-19, telles que les restrictions gouvernementales ou la peur de l'infection, avaient constitué les raisons d'épargner les plus importantes pendant la pandémie (les « épargnants COVID-19 ») (graphique C, partie a). Cela corrobore la conclusion selon laquelle une part significative de l'épargne supplémentaire provenait des ménages qui ont dû réduire leur consommation en raison des restrictions imposées à différents types de consommation (« épargne involontaire »).

### Graphique C

#### Consommation par rapport à la période pré-COVID-19

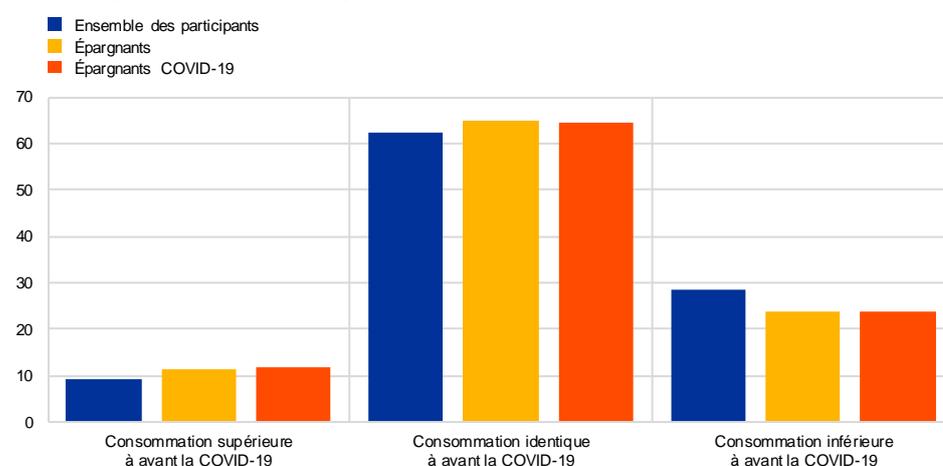
##### a) Consommation au cours des 12 derniers mois

(en pourcentage des participants au sein d'un groupe spécifique)



##### b) Consommation au cours des 12 prochains mois

(en pourcentage des participants au sein d'un groupe spécifique)



Source : BCE (CES, juillet 2021).

Notes : Données pondérées. Pour distinguer les différents types d'épargnants, des questions sur l'épargne tirées de l'enquête CES de juillet 2021 ont été utilisées.

**Lorsqu'on les interroge sur leurs projets de dépenses, la plupart des consommateurs prévoient de renouer avec leur niveau de consommation d'avant la COVID-19.** De plus, la part des consommateurs déclarant qu'ils devraient consommer moins qu'au cours de la période antérieure à la pandémie est supérieure à celle des consommateurs qui prévoient de consommer plus (graphique C, partie b). Si les données montrent que les restrictions gouvernementales/la peur de l'infection ont contribué à l'épargne, les participants s'attendaient néanmoins à voir l'importance de ces motifs diminuer, en particulier après l'été 2021, avec la vaccination d'une part significative de la population et des confinements devenant moins stricts. Néanmoins, le fait que les ménages soient restés prudents quant à l'augmentation de leurs dépenses après l'été 2021 suggère un solide motif de précaution, reflétant essentiellement les préoccupations financières liées à la pandémie et l'incertitude ambiante <sup>6</sup>. Globalement, les résultats de l'enquête CES de juillet 2021 ne suggèrent pas qu'une demande latente généralisée pourrait doper immédiatement la consommation agrégée, notamment si les préoccupations des ménages quant à leurs finances ne s'atténuent pas <sup>7</sup>. L'enquête ayant été menée mi-2021, cela peut également refléter l'anticipation d'une nouvelle vague de COVID-19, qui s'est dans une large mesure concrétisée.

**La concentration chez certains ménages de l'épargne liée à la pandémie limite la mesure dans laquelle cette épargne pourra amortir la récente hausse des prix de l'énergie.** Comme décrit plus haut, les ménages qui sont parvenus à épargner pendant la pandémie de COVID-19 ne représentent qu'environ 20 % de la population. De plus, ces ménages sont moins exposés aux postes de consommation intensifs en énergie que la moyenne de l'ensemble des ménages (graphique D), ce qui est encore plus vrai pour les épargnants COVID-19. Ce résultat est en phase avec les autres données tirées de l'enquête CES selon lesquelles les ménages à revenus élevés ont tendance à consacrer une moindre part de leur revenu à des produits de consommation intensifs en énergie <sup>8</sup>. La distribution de l'épargne accumulée pendant la pandémie de COVID-19 peut donc limiter la mesure dans laquelle cette épargne peut protéger le redressement en cours de la consommation de l'impact défavorable du récent renchérissement de l'énergie.

---

<sup>6</sup> Cf. Christelis (D.), Georganakos (D.), Jappelli (T.) et Kenny (G.), « *The COVID-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries* », *Working Paper Series*, n° 2507, BCE, décembre 2020.

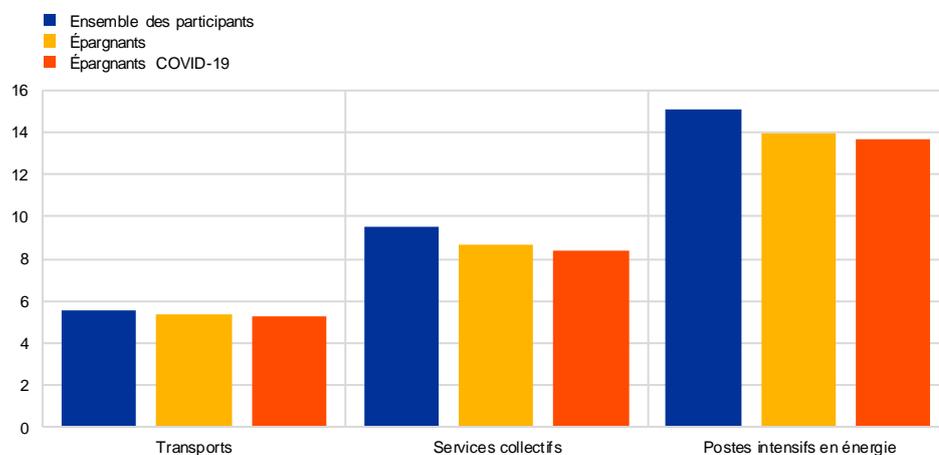
<sup>7</sup> Si l'on compare les données des comptes nationaux pour la zone euro et les États-Unis disponibles depuis juillet 2021, il est également évident que depuis l'été 2021, il est encore moins probable qu'une demande latente généralisée puisse doper immédiatement la consommation agrégée. Cf., par exemple, Lane (P.R.), « *The euro area outlook and monetary policy* », présentation effectuée lors de la conférence « *The ECB and its Watchers XXII* », 17 mars 2022.

<sup>8</sup> Cf. Battistini (N.), Di Nino (V.), Dossche (M.) et Kolndrekaj (A.) « *Prix de l'énergie et consommation privée : quels sont les canaux de transmission ?* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2022.

## Graphique D

### Exposition à la consommation intensive en énergie

(en part du revenu)



Source : BCE (CES).

Notes : Données pondérées. L'exposition à l'énergie est calculée comme le ratio dépenses moyennes en transport et/ou services collectifs/le revenu net total des ménages en janvier et en avril 2022.

## Comment des prix du pétrole plus élevés pourraient affecter la production potentielle de la zone euro

Julien Le Roux, Bela Szörfi et Marco Weißler

**La récente hausse des prix de l'énergie constitue un choc d'offre significatif, qui pourrait donc aussi avoir un impact sur la production potentielle de l'économie de la zone euro.** Sur la base des hypothèses utilisées dans les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, sur la période 2022-2024, les prix du pétrole en dollars devraient être supérieurs d'environ 40 % aux niveaux enregistrés au cours de la période pré-COVID (2017-2019) <sup>1</sup>. Exprimée en pourcentage, la hausse des prix du pétrole depuis 2019 est plus faible que lors des chocs de 1973 et 1979 (graphique A) <sup>2</sup>. En outre, la hausse observée entre 2003 et 2008 s'est avérée de plus grande ampleur que la hausse actuelle. La nature de la hausse actuelle des prix du pétrole – en grande partie un choc d'offre lié à des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et à la guerre en Ukraine – est plus comparable aux chocs des années 1970 qu'à de ceux des années 2000, quand la demande de pétrole jouait un rôle majeur dans le renchérissement des combustibles fossiles <sup>3</sup>. Comme la hausse actuelle des prix de l'énergie, en particulier ceux du pétrole, reflète des facteurs liés à l'offre, elle pourrait également affecter la production potentielle et l'écart de production, avec des répercussions sur les tensions inflationnistes. Le présent encadré décrit les canaux d'impact et utilise les élasticités estimées à partir de données historiques pour mettre en évidence les risques pour la production potentielle résultant de la hausse actuelle des prix de l'énergie.

---

<sup>1</sup> Cf. les [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#), juin 2022.

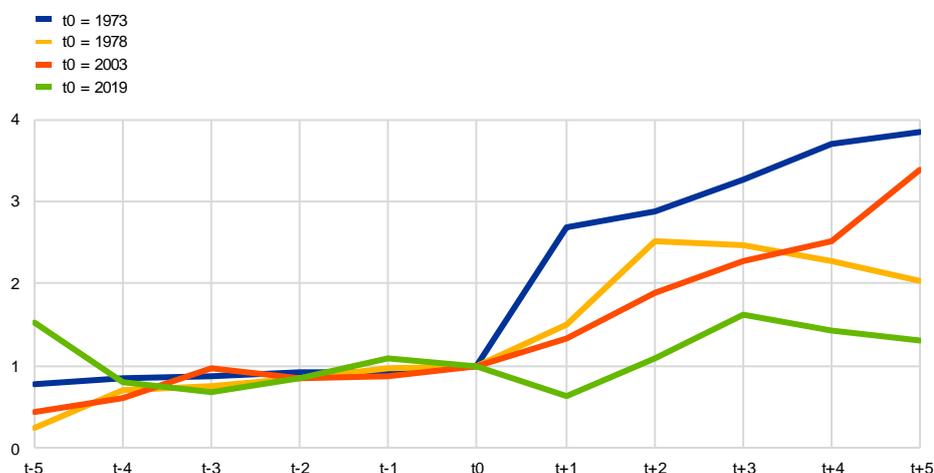
<sup>2</sup> Le prix du baril de Brent a augmenté de 168 % en 1974, puis de 51 % en 1979 et de 67 % en 1980. Ces chocs ont été déclenchés par des événements politiques affectant les principaux pays producteurs de pétrole. Pour plus de comparaisons, cf. « [Today's oil shock pales in comparison with those of yesteryear](#) », *The Economist*, 15 mars 2022.

<sup>3</sup> Les facteurs de demande liés à la reprise de l'économie mondiale après la pandémie ont également joué un rôle dans la récente hausse des prix du pétrole. Pour une ventilation des prix du pétrole entre facteurs de demande et d'offre, cf. « [Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

## Graphique A

### Variation annuelle relative des prix du pétrole brut en dollars

(indice = 1 au cours de l'année précédant le choc)



Sources : Bloomberg et calculs des services de la BCE.

Notes : Le présent graphique montre la variation relative du prix du pétrole, exprimé en dollars, durant les cinq années avant et après chaque choc exogène, où t0 représente l'année précédant la forte hausse des prix du pétrole. S'agissant du choc de 2020, le prix du pétrole se fonde sur les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème basées sur les prix des contrats à terme (*futures*) sur le pétrole le 17 mai 2022.

**S'agissant des canaux d'impact, la théorie économique suggère que, sous certaines conditions, des variations durables des prix du pétrole peuvent être corrélées négativement avec chacun des déterminants de la production potentielle**<sup>4</sup>. Le stock de capital est principalement affecté par deux effets opposés. Premièrement, le prix du pétrole lui-même, en tant qu'intrant du processus de production, peut être considéré comme une composante du coût d'usage du capital et peut affecter les décisions d'investissement. Deuxièmement, le prix du pétrole est corrélé négativement au degré d'utilisation du stock de capital et par là même au taux d'amortissement. Globalement, dans les deux cas, si l'élasticité de substitution entre le pétrole et les autres consommations intermédiaires est supérieure à un, il existe une relation négative entre les prix du pétrole et le stock de capital existant, et donc la production potentielle. Une hausse du prix du pétrole réduit la productivité globale des facteurs, car des prix du pétrole plus élevés entraînent l'obsolescence des technologies de production à forte intensité de pétrole et donc une baisse de la valeur ajoutée issue de la production. Par ailleurs, un accroissement des coûts de transport résultant de l'augmentation des prix du pétrole pourrait entraîner une réduction des incitations à se spécialiser et donc une baisse de la croissance de la productivité. L'impact du renchérissement de l'énergie sur les tendances du marché du travail dépend de la mesure dans laquelle les revendications salariales des travailleurs s'ajustent à cette augmentation. Dans un premier temps, une hausse du prix de l'énergie accroît les coûts et réduit les bénéfices des entreprises si les salaires nominaux ne s'ajustent pas. Retrouver les niveaux initiaux d'emploi et de

<sup>4</sup> Les variations temporaires des prix du pétrole ne devraient pas affecter la production potentielle, mais principalement le cycle conjoncturel. Toutefois, un environnement caractérisé par la volatilité des prix du pétrole – bien qu'il n'entraîne pas une hausse des prix en moyenne – peut également avoir un impact sur les décisions d'investissement et, par conséquent, sur la production potentielle. Cf. Estrada (A.) et Hernández de Cos (P.), « *Oil prices and their impact on potential output* », *Occasional Paper*, n° 0902, Banco de España, 2009.

rentabilité nécessite une certaine combinaison de salaires nominaux plus bas et de prix à la production plus élevés. Dans un cas comme dans l'autre, les salaires réels et un taux de chômage qui ne génère pas de tensions sur les salaires ou de tensions inflationnistes (taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation ou NAIRU) peuvent être affectés négativement et modifier de façon durable l'offre de main-d'œuvre.

**Toutefois, il n'existe pas de données empiriques montrant clairement que les chocs pétroliers ont un effet durable sur la production potentielle.** Si Fuentes et Moder (2020) suggèrent que l'embargo sur le pétrole imposé par l'OPEP en 1973-1974 n'a eu un effet négatif sur la production potentielle mondiale que la première année qui a suivi le choc, effet qui s'est rapidement inversé au cours des années suivantes, certaines études ont mis en évidence des effets limités sur la croissance à long terme du PIB en volume <sup>5</sup>. Selon Blanchard et Galí (2008), pour un échantillon de pays de l'OCDE, les chocs pétroliers ont perdu de leur importance comme source de fluctuations économiques entre les années 1970 et aujourd'hui <sup>6</sup>. Ils attribuent cette évolution à une plus grande flexibilité des marchés du travail, à l'amélioration de la politique monétaire et au fait que ces économies fonctionnent avec une plus faible intensité de pétrole que dans les années 1970. Lorsque le premier choc pétrolier a frappé l'économie mondiale en 1973, il fallait environ un baril de pétrole pour générer 1 000 dollars de PIB aux prix de 2010. Aujourd'hui, moins de la moitié suffit pour générer le même niveau de production <sup>7</sup>. S'agissant des économies de la zone euro, la diminution a probablement été encore plus importante (graphique B), leur mix énergétique étant beaucoup moins dépendant des combustibles fossiles.

---

<sup>5</sup> D'une part, cf. l'encadré intitulé « [Les cicatrices laissées sur l'économie mondiale par les crises passées](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020. Par ailleurs, cf., par exemple, Darby (M. R.), « *The Importance of Oil Price Changes in the 1970s World Inflation* », NBER Chapters dans *The International Transmission of Inflation*, 1983, p. 232-272 ; et Kilian (L.), « *The Economic Effects of Energy Price Shocks* », *Journal of Economic Literature*, vol. 46(4), 2008, p. 871-909.

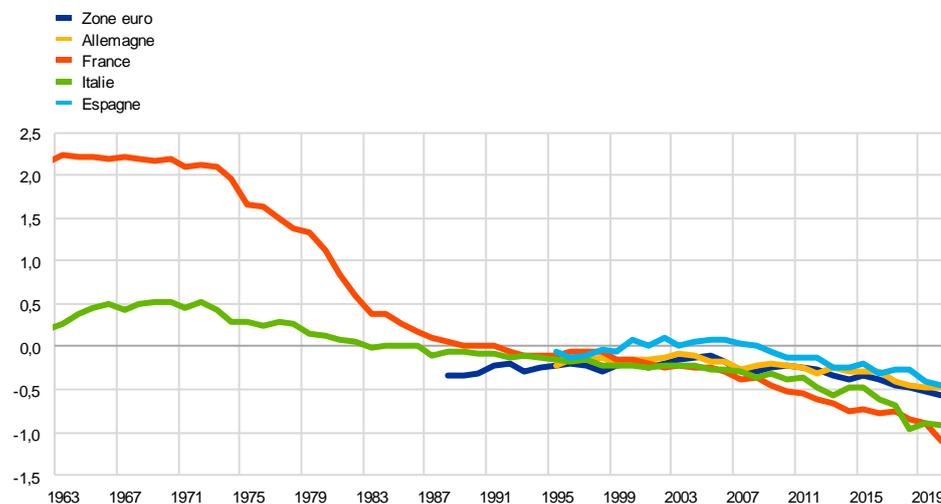
<sup>6</sup> Blanchard (O. J.) et Galí (J.), « *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?* », *Working Paper*, MIT Department of Economics, n° 07-21, 2008.

<sup>7</sup> Rühl (C.) et Erker (T.), « *Oil Intensity: The Curious relationship between oil and GDP* », *M-RCBG Associate Working Paper Series*, n° 164, Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, 2021.

## Graphique B

### Importations nettes de combustibles fossiles

(kilogrammes pour 1 000 euros de PIB – exprimés en logarithme)



Sources : Eurostat, Insee, Istat et calculs de la BCE.

Note : Le graphique montre les importations nettes de charbon, de coke, de briquettes, de pétrole, de produits pétroliers et de matières connexes, et de gaz naturel et de gaz manufacturé, par rapport au PIB (kilogrammes pour 1 000 euros de PIB aux prix de 2010).

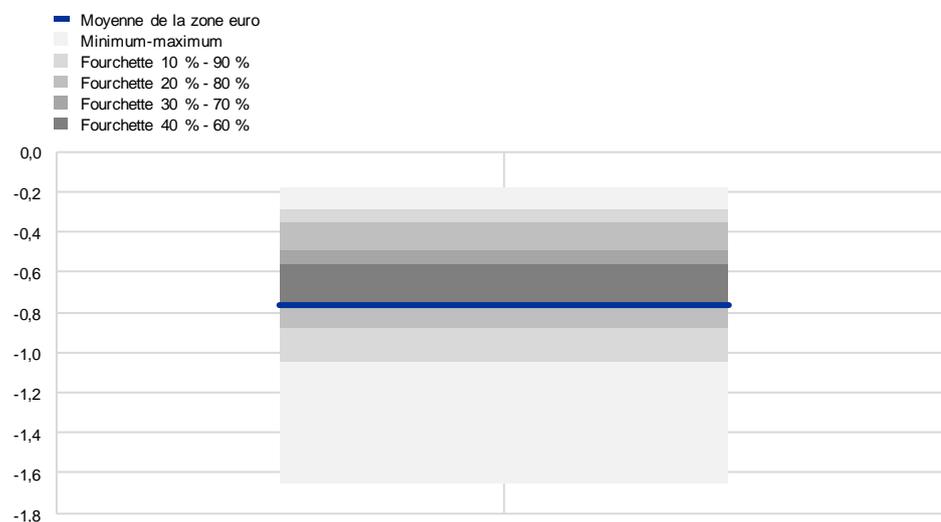
**Compte tenu de la hausse actuelle des prix du pétrole, la perte en termes de niveau de production potentielle dans la zone euro à moyen terme peut être estimée à 0,8 % environ.** Selon les élasticités calculées à partir des modèles macroéconomiques utilisés pour élaborer les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, une hausse de 1 % des prix du pétrole impliquerait une baisse du niveau de la production potentielle de la zone euro d'environ - 0,02 % à moyen terme. Sous l'hypothèse d'un choc durable des prix du pétrole de 40 % – ce qui équivaut à l'écart de l'hypothèse relative aux prix du pétrole utilisée dans les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème par rapport à la moyenne pour la période 2017-2020 – le niveau de production potentielle dans la zone euro serait révisé à la baisse de - 0,8 % après quatre ans (graphique C). Il s'agit là d'un choc relativement limité, qui doit être replacé dans le contexte de l'augmentation cumulée de la production potentielle qui, selon les estimations de la Commission européenne, oscillerait autour de 5,2 % pour les quatre prochaines années. En outre, cette évaluation semble être cohérente avec d'autres estimations, de précédents travaux de la BCE suggérant une élasticité de - 0,02 s'agissant de l'élasticité à long terme du PIB aux prix du pétrole à l'échelle mondiale, ce qui implique un effet similaire du choc pétrolier actuel sur le niveau à long terme du PIB <sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Schnabel (I.), « *Reflation, not stagflation* », discours d'ouverture lors de l'évènement organisé de façon virtuelle par Goldman Sachs, Francfort-sur-le-Main, 17 novembre 2021.

## Graphique C

Distribution de l'impact de la récente hausse des prix du pétrole sur le niveau de production potentielle dans les différents pays de la zone euro

(écarts en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE établis à partir des élasticités tirées des modèles macroéconomiques utilisés pour élaborer les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème pour la zone euro.

Notes : Le scénario se fonde sur les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, en s'écartant d'un scénario contrefactuel dans lequel le prix du pétrole est fixé à la moyenne pour la période allant du quatrième trimestre 2017 au premier trimestre 2019. Autour de la moyenne de la zone euro, les zones ombrées représentent les déciles de l'impact du choc pétrolier actuel sur le niveau de production potentielle après quatre ans, par pays, pour les dix-neuf pays de la zone euro.

**Toutefois, une incertitude considérable entoure cette analyse, notamment en ce qui concerne la persistance du choc et les mesures prises en réponse par les autorités.** D'une part, l'ampleur du choc se fonde sur les prix des contrats à terme pour la période 2022-2024, qui peuvent être très volatils. Par conséquent, les estimations relatives à l'étendue de la perte de production potentielle peuvent évoluer de manière significative. Par ailleurs, la réponse de politique monétaire aux tensions inflationnistes résultant d'un renchérissement du pétrole peut partiellement atténuer sa persistance et réduire l'effet à moyen terme sur la production potentielle en stabilisant le cycle macroéconomique et en ancrant fermement les anticipations d'inflation, limitant ainsi les effets d'hystérèse. En outre, les conditions technologiques et économiques actuelles diffèrent considérablement de celles qui prévalaient lors de chocs pétroliers antérieurs. Cette situation peut signifier que les technologies de production sont en mesure de s'adapter plus rapidement à la variation de prix des intrants. En particulier, s'agissant des transports et de la consommation d'énergie des ménages, il existe des alternatives écologiques viables nettement moins dépendantes du pétrole<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> La hausse du prix du pétrole a coïncidé avec une forte hausse du prix du gaz naturel, et cela pourrait amplifier les effets négatifs des prix du pétrole sur l'activité et la production potentielle en réduisant *de facto* de manière significative les possibilités de remplacer le pétrole par du gaz.

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

Johannes Gareis, Friderike Kuik et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des résultats des contacts entre les services de la BCE et les représentants de 71 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont principalement eu lieu entre le 20 et le 29 juin 2022 <sup>1</sup>.

**Les contacts ont fait état d'une poursuite de la croissance de l'activité, mais avec des évolutions intersectorielles et intra-sectorielles assez divergentes.** En dépit de signes d'un fléchissement de la demande dans certains secteurs, l'activité globale des derniers mois a été plus résiliente que ne l'avaient anticipé de nombreux observateurs compte tenu de l'incertitude créée par la guerre en Ukraine et par la hausse de l'inflation. Dans les secteurs bénéficiant de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie, la reprise a été particulièrement forte — bien que tempérée par des contraintes de main-d'œuvre dans certains cas — et a généralement dépassé les attentes. Il a été indiqué que les réservations touristiques pour le printemps et l'été se situaient à des niveaux égaux ou supérieurs à ceux d'avant la pandémie. Il a également été mentionné que la demande des consommateurs en habillement et autres biens personnels se redresse de façon satisfaisante dans le contexte d'un retour à des profils de dépenses plus normaux. En revanche, les fabricants de produits alimentaires et les commerces de détail ont signalé des modifications de la consommation en réponse à la forte hausse des prix des produits alimentaires, moins de repas étant consommés à l'extérieur et un plus grand nombre à la maison, ainsi qu'une réorientation des dépenses vers des produits moins chers. Il a également été fait état d'une baisse de la demande de nombreux articles de ménage, ce qui reflète le bas niveau de la confiance des consommateurs et l'anticipation d'une réorientation de la consommation des biens durables vers les services. La demande dans la construction a présenté des signes d'affaiblissement, principalement dans le secteur résidentiel, dans un contexte de hausse des coûts et des taux d'intérêt et d'incertitude élevée. Dans le même temps, l'activité dans le secteur manufacturier est restée contrainte par l'offre dans une large mesure, avec des carnets de commandes fournis, de nombreux contacts indiquant toutefois une baisse des nouvelles commandes.

**Pour l'avenir, l'incertitude et les préoccupations relatives aux perspectives d'activité se sont généralisées, en particulier pour la période qui suivra l'été.**

Parallèlement à la modération observée sur le marché de l'immobilier, les contacts ont largement fait référence au bas niveau de la confiance des consommateurs. Une partie d'entre eux (notamment dans les secteurs du commerce de détail et des biens de consommation) sont déjà incertains sur les perspectives de dépenses de consommation au troisième trimestre. D'autres, bien qu'ils n'aient pas encore constaté de signes de ralentissement dans leurs propres chiffres, évoquent de plus

<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.

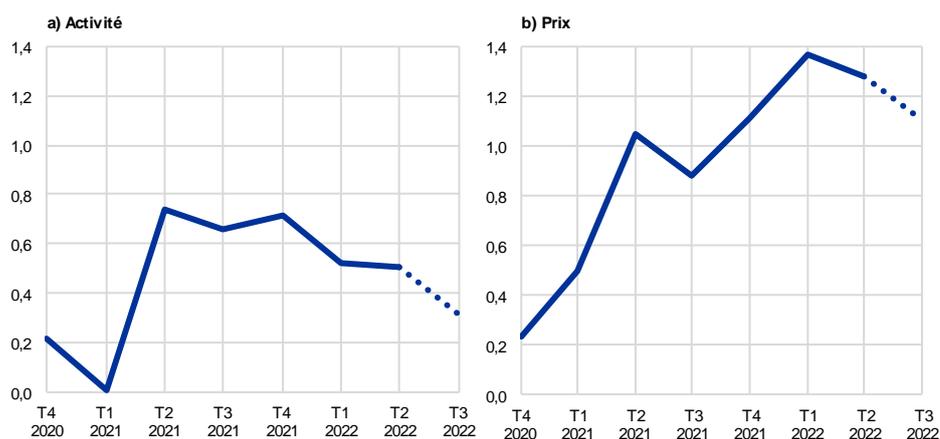
en plus la possibilité d'une récession plus tard dans l'année. Plusieurs facteurs ont été cités comme susceptibles de contribuer à soutenir l'activité au cours des prochains mois. Parmi eux figurent la demande latente (de vacances, par exemple), l'épargne accumulée, un assouplissement progressif des contraintes d'offre, des carnets de commandes fournis et la volonté de nombreuses entreprises de détenir des stocks plus importants. Certains contacts ont toutefois noté qu'au fil du temps, les ménages vont ressentir de plus en plus la pression financière exercée par la hausse des prix. Il existe aussi clairement des scénarios baissiers si les approvisionnements en gaz venaient encore à être réduits.

**Les contacts ont fait état d'une croissance toujours positive de l'emploi, quoique freinée dans certains pays et secteurs par des difficultés à recruter et à conserver le personnel.** La reprise dans les services de l'hébergement, du tourisme et des loisirs a été le principal moteur de la croissance de l'emploi selon les agences de recrutement. Ces dernières ont également fait état d'une réorientation du recrutement des contrats à durée déterminée vers les contrats à durée indéterminée, au moment où les gouvernements ont réduit les activités de test liées à la COVID-19. De nombreuses entreprises ont continué de faire part de leurs difficultés à recruter et à conserver leur personnel, et si c'est le cas principalement pour les professionnels hautement qualifiés (en particulier dans les technologies de l'information), des pénuries de main-d'œuvre non qualifiée ont également été signalées dans certains pays et secteurs. L'afflux de réfugiés en provenance d'Ukraine n'est pas considéré actuellement comme ayant une incidence significative sur l'offre de main-d'œuvre.

## 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 sociétés contactées à propos des évolutions de l'activité (ventes, production et commandes) et des prix au deuxième trimestre 2022. Les scores peuvent aller de - 2 (baisse significative) à + 2 (hausse significative). Un score de 0 indique qu'aucun changement ne s'est produit, tandis qu'un score de 1 serait caractéristique d'une croissance normale. La ligne pointillée représente les anticipations pour le prochain trimestre.

**Les contacts ont continué d'indiquer une forte amplitude et/ou fréquence de hausse des prix de vente, les pressions importantes sur les coûts se**

**répercutant sur toute la chaîne de valeur.** L'augmentation des coûts de l'énergie et/ou des transports a été la principale préoccupation de la plupart des entreprises, alors que les prix de la majorité des intrants, matériaux et composants, ont également continué d'augmenter, malgré des évolutions légèrement plus contrastées des cours des matières premières ces derniers temps. Les marchés de l'énergie intègrent des primes de risque élevées pour le gaz et l'électricité en raison de l'incertitude entourant l'approvisionnement de gaz en provenance de Russie, alors que les marges de raffinage ont aussi augmenté de façon substantielle <sup>2</sup>. De nombreuses entreprises doivent encore répercuter la récente hausse des coûts de l'énergie, ce qui ne se fera sentir que progressivement à l'expiration des contrats associés. Certaines entreprises ont hésité à conclure de nouveaux contrats de couverture à long terme, car cela verrouillerait des prix élevés, même si cela accroît l'exposition de leurs bases de coûts à la volatilité des prix de l'énergie dans le futur. La répercussion de l'augmentation des coûts sur les prix de vente a été facilitée par le fait que la quasi-totalité des entreprises ont augmenté leurs prix en parallèle et que, dans le secteur manufacturier en particulier, les clients ont mis davantage l'accent sur la disponibilité et le respect des délais de livraison que sur le prix. Par conséquent, de nombreuses entreprises ont pu globalement maintenir leurs marges ou même les accroître, même si cela a été plus difficile dans les secteurs davantage orientés vers les consommateurs où les entreprises sont confrontées à une concurrence plus forte. Cela dit, des hausses de prix substantielles ont également été observées pour de nombreux biens de consommation et services (produits alimentaires, tourisme, hébergement, etc.) et les hausses de prix ont également été fréquentes dans des secteurs (les télécommunications, par exemple), où les prix étaient habituellement en baisse. À plus long terme, alors que la majorité des contacts anticipent une évolution similaire en matière de hausse des prix de vente au troisième trimestre, certains sont plus hésitants en raison de l'essoufflement de la demande, ce qui indique la possibilité d'une légère modération du rythme global de hausse.

**La plupart des contacts pensent que les pressions salariales sont en train de s'accroître progressivement, même s'il y a beaucoup d'incertitude et de différences selon les pays.** Les différences de calendrier des négociations salariales, la durée des contrats existants et de nombreux éléments ponctuels et spécifiques ont rendu difficile la quantification du rythme sous-jacent de croissance des salaires. Cela étant, les trois quarts environ des contacts s'attendent à ce que les négociations salariales existantes ou futures entraînent des hausses des salaires plus fortes en 2023 qu'en 2022, la plupart des contacts situant la hausse des salaires entre 2 % et 4 % en 2022. Pour de nombreux contacts, il est toutefois difficile à ce stade de donner des indications quantitatives. Un aspect essentiel des nombreuses négociations salariales qui se tiendront prochainement pourrait être l'équilibre entre les éléments permanents et ponctuels. Il existe également des différences régionales importantes, la pression sur les salaires et le pouvoir de

---

<sup>2</sup> Les marges de raffinage ont augmenté à la fois pour l'essence et pour le diesel/gazole, mais davantage pour ces derniers. Les pressions sur les marges de raffinage sont imputables à une combinaison de facteurs, en particulier la réduction des exportations de produits pétroliers raffinés en provenance de Russie, mais aussi la réduction de la capacité de raffinage à l'échelle mondiale (qui s'était accélérée durant les premières phases de la pandémie) dans un contexte de reprise de la demande.

négociation étant comparativement plus faibles dans les pays ou zones où le taux de chômage reste élevé.

## 6 Les anticipations relatives aux prix de vente des entreprises de la zone euro

Nicola Benatti, Renate Dreiskena, Annalisa Ferrando, Juan Ángel García et Carolina Miguel

**Cet encadré analyse les informations récentes recueillies auprès des entreprises de la zone euro concernant leurs anticipations relatives aux prix de vente.** Les entreprises sont des agents économiques importants lorsqu'il s'agit de déterminer la dynamique de l'inflation, car elles prennent de nombreuses décisions qui influencent les résultats macroéconomiques, de la négociation des salaires et de la fixation des prix à la détermination des montants à investir et du nombre de personnes à employer. Les informations sur les pratiques des entreprises en matière de fixation des prix restent toutefois relativement limitées comparées aux informations disponibles sur d'autres agents économiques, tant dans la zone euro que dans de nombreux autres pays. Pour mieux appréhender les pratiques des entreprises de la zone euro en matière de fixation des prix, la dernière enquête sur l'accès au financement des entreprises dans la zone euro (SAFE) a introduit des questions supplémentaires sur les variations de prix récentes (au cours des douze derniers mois) et anticipées (au cours des douze prochains mois) à l'échelle des entreprises <sup>1</sup>. L'enquête comportait également des questions sur l'importance accordée aux différents déterminants de ces anticipations relatives aux prix au cours des 12 prochains mois. Cet encadré rend compte des réponses et évalue quelles caractéristiques des entreprises sont pertinentes pour mieux comprendre ces anticipations.

**En ligne avec l'augmentation récente des tensions inflationnistes, les entreprises de la zone euro ont dans l'ensemble fait état d'une hausse des prix de vente au cours de l'année dernière.** Environ les trois quarts des entreprises de la zone euro ont indiqué que leurs prix de vente avaient augmenté « un peu » (46 %) ou « beaucoup » (26 %). Dans le même temps, la proportion d'entreprises dont les prix sont restés inchangés était plus limitée (22 %), et seules quelques entreprises ont fait état d'une baisse des prix (4 %).

**Les entreprises s'attendent à ce que les pressions à la hausse persistent à court terme (graphique A).** La grande majorité des entreprises de la zone euro prévoient également une hausse de leurs prix à l'avenir (47 % « un peu » et 28 % « beaucoup »), une proportion plus faible s'attendant à ce que leurs prix restent inchangés (18 %) ou diminuent légèrement (3 %). Les anticipations d'une hausse globale des prix de vente sont partagées par les entreprises de toutes tailles.

---

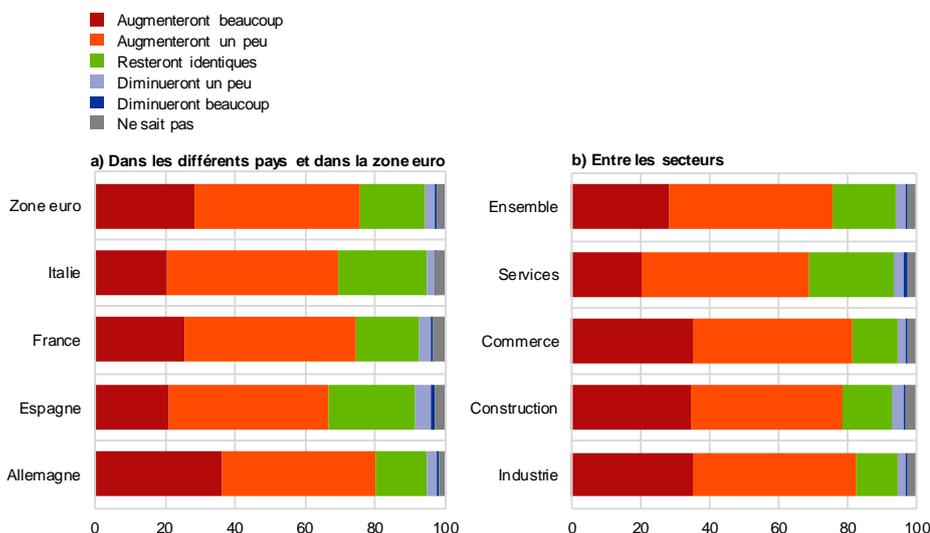
<sup>1</sup> Cf. « [Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022](#) », BCE, juin 2022.

## Graphique A

Variations attendues des prix de vente dans l'ensemble de la zone euro et dans les principaux pays de la zone et entre les différents secteurs

QA2 : Pour l'avenir, compte tenu des marchés sur lesquels vous vendez vos principaux produits ou services, diriez-vous qu'au cours des douze prochains mois, vos prix de vente..?

(pourcentages de participants)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022, BCE.  
Note: La base couvre toutes les entreprises.

**Parmi les quatre principales économies de la zone euro, les entreprises situées en Allemagne s'attendent à de plus fortes tensions sur les prix que les entreprises des trois autres pays.** Plus d'un tiers des entreprises allemandes s'attendent à ce que leurs prix augmentent « beaucoup » (36 %), tandis que dans les autres principales économies, cette proportion varie entre 21 % (Espagne et Italie) et 26 % (France). Dans ces quatre pays, les entreprises qui s'attendent à ce que les prix augmentent « un peu » constituent le groupe le plus important (de 44 % en Allemagne à 49 % en France et en Italie), tandis qu'environ un quart seulement des entreprises s'attendent à des prix inchangés ou en baisse (de 18 % en Allemagne à 30 % en Espagne).

**Au niveau sectoriel, une hausse des prix de vente est principalement attendue par les entreprises des secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce, tandis que des hausses plus modérées sont attendues dans le secteur des services.** Environ 35 % des entreprises des secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce s'attendent à ce que leurs prix augmentent « beaucoup », contre seulement 20 % des entreprises du secteur des services. En outre, si 25 % des entreprises du secteur des services indiquent ne pas prévoir d'augmenter leurs prix au cours de l'année prochaine, ce pourcentage est nettement inférieur dans les autres secteurs. Bien qu'il ne soit pas possible de cartographier précisément la relation entre les prix pratiqués par les entreprises et les principales sous-composantes de l'IPCH, les résultats de l'enquête laissent supposer la présence de tensions plus fortes sur les prix dans la composante des biens industriels non énergétiques, tandis que la sous-composante des services pourrait contribuer à atténuer la hausse globale de l'inflation.

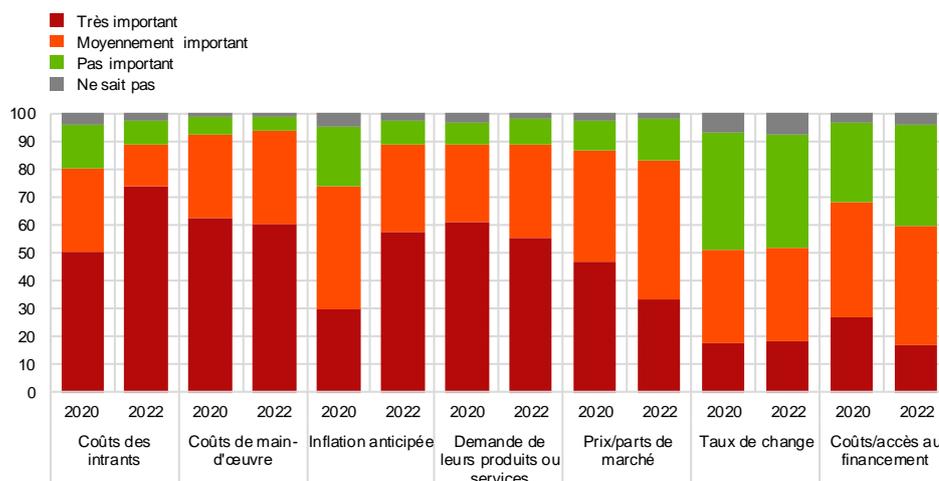
**Les coûts des intrants (tant pour les matériaux que pour la main-d'œuvre) et l'inflation anticipée sont les principaux facteurs à l'origine de la hausse des prix de vente attendue par les entreprises de la zone euro, suivis par la demande qui leur est adressée.** Afin de mieux cerner les facteurs à l'origine des variations attendues des prix, il a été demandé aux entreprises d'indiquer les principaux déterminants de leurs anticipations relatives aux prix de vente au cours des douze prochains mois (graphique B). Conformément à la hausse observée des prix mondiaux des produits de base et des matières premières, le coût des facteurs de production est le principal facteur influençant actuellement les anticipations relatives aux prix de vente (jugé « très important » par 74 % des entreprises), suivi par les coûts de main-d'œuvre (60 %), l'inflation anticipée (58 %) et la demande qui leur est adressée (55 %). En revanche, des facteurs tels que les parts de marché/les prix des concurrents, le taux de change ainsi que les coûts et l'accès au financement jouent un rôle beaucoup plus limité <sup>2</sup>.

### Graphique B

Facteurs ayant une influence sur les prix de vente des entreprises de la zone euro, la situation en 2022 comparée à la situation en 2020 (pré-pandémique)

**QA3 : Quelle sera l'importance des facteurs suivants pour la fixation ou la modification de vos prix de vente au cours des douze prochains mois ?**

(pourcentages de participants)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022, BCE.

Note: La base couvre toutes les entreprises.

### L'importance perçue des coûts des intrants et de l'inflation anticipée en tant que facteurs déterminant les anticipations de prix de vente a augmenté par

<sup>2</sup> Une analyse probit basée sur les réponses au niveau des entreprises confirme l'importance relative des différents facteurs dans l'explication des anticipations relatives aux hausses futures des prix de vente. Ces résultats dépendent des différences sectorielles et nationales ainsi que des caractéristiques des entreprises (par exemple, leur taille, leur propension à exporter) et leur situation financière (hausse des ventes et des bénéfices par le passé). Ainsi, l'impact marginal estimé indique, approximativement, qu'une augmentation d'un écart-type de l'inflation anticipée est associée à une augmentation de 12 points de pourcentage du pourcentage d'entreprises qui augmentent leurs prix de vente. La principale influence sur les décisions des entreprises d'augmenter leurs futurs prix de vente provient des coûts des matières premières et autres coûts d'approvisionnement, qui contribuent à une augmentation de 25 points de pourcentage du pourcentage d'entreprises prévoyant d'augmenter leurs prix. Les hausses des coûts de main-d'œuvre et de financement entraînent des augmentations plus modérées (3 à 4 points de pourcentage) de la probabilité que des entreprises fassent état d'une hausse de leurs prix de vente.

**rapport à 2020.** Avant la pandémie de coronavirus (COVID-19), une précédente campagne d'enquête SAFE contenait des questions similaires sur les facteurs ayant une influence sur les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente. Les variations de l'importance relative accordée aux différents facteurs dans la campagne d'enquête actuelle par rapport à la campagne précédente apportent des informations supplémentaires sur les anticipations de hausse des prix de vente des entreprises. Début 2020, avant la pandémie, les coûts de main-d'œuvre et des facteurs de production constituaient déjà la principale source de tensions sur les prix de vente. Plus précisément, la part des entreprises déclarant que les coûts de main-d'œuvre sont importants est restée semblable à celle de l'enquête précédente (environ 60 % des entreprises les jugent « très importants »), tandis que le rôle des coûts des intrants s'est encore accru (passant de 50 % à 74 % des entreprises). La forte hausse de l'inflation depuis 2020 semble avoir modifié le rôle de l'inflation anticipée sur les anticipations de prix de vente, 58 % des entreprises déclarant désormais qu'elle est « très importante » (contre 30 % en 2020). En revanche, les évolutions de la demande adressée à l'entreprise et des prix/part de marché des concurrents jouent un rôle moins important aujourd'hui qu'en 2020, tandis que le taux de change et les coûts/accès au financement continuent de jouer un rôle très limité (jugés « pas importants » par environ 40 % des entreprises). Quelle que soit leur taille, les entreprises partagent globalement ces tendances, même si les coûts des intrants et l'inflation anticipée semblent être plus pertinents pour les grandes entreprises que pour les PME, tandis que l'inverse semble s'appliquer aux coûts de financement.

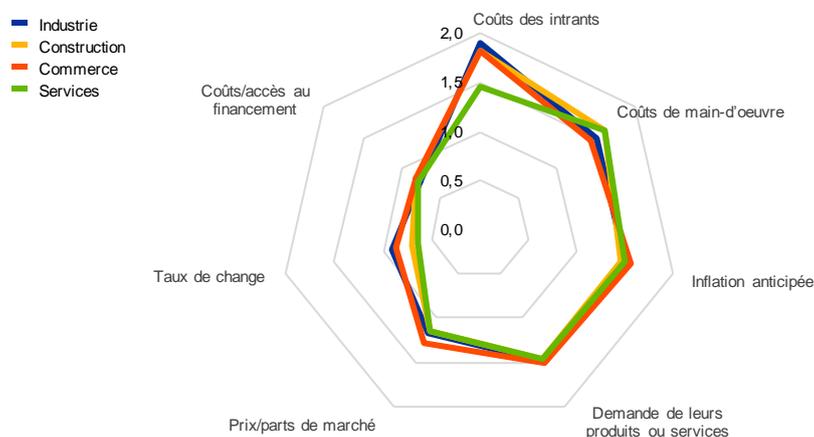
**L'importance accrue attachée aux coûts des intrants contribue à expliquer pourquoi les anticipations relatives aux prix de vente sont plus élevées dans les secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce que dans le secteur des services (graphique C).** Les entreprises des secteurs de l'industrie, de la construction et du commerce accordent beaucoup plus d'importance au rôle des coûts des intrants que les entreprises du secteur des services. Cela souligne l'impact sévère de la hausse des prix des matériaux et des matières premières ces derniers mois dans les secteurs à forte intensité en matériaux, tandis que les secteurs à plus forte intensité en main-d'œuvre, comme les services, mais aussi la construction, accordent légèrement plus d'importance aux coûts de main-d'œuvre. Dans le même temps, les deux autres facteurs importants – l'inflation anticipée et la demande adressée aux entreprises – occupent une place très proche dans tous les secteurs.

## Graphique C

### Facteurs ayant une influence sur les prix de vente dans les différents secteurs

QA3 : Quelle sera l'importance des facteurs suivants pour la fixation ou la modification de vos prix de vente au cours des douze prochains mois ?

(indice)



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022, BCE.

Notes : Le graphique montre l'importance que les entreprises attachent aux différents facteurs ayant une influence sur les prix de vente dans les différents secteurs sur une échelle allant de 0 à 2. Les valeurs suivantes sont attribuées aux réponses : « pas important » = 0 ; « important » = 1 ; « très important » = 2. La base recouvre toutes les entreprises.

**Une analyse granulaire supplémentaire apporte un éclairage sur les types d'entreprises qui considèrent que l'inflation anticipée est particulièrement importante pour la fixation des futurs prix de vente en 2022.** Afin de mieux

comprendre les facteurs à l'origine de l'importance croissante accordée par les participants aux anticipations d'inflation, l'analyse compare les entreprises déclarant l'inflation anticipée « très importante » (barres rouge foncé du graphique B) dans les décisions en matière de fixation des prix avec celles qui la déclarent « pas importante » (barres vertes du graphique B).

**Les entreprises familiales et celles qui font état de hausses des prix des facteurs de production et de leur endettement global figurent parmi les entreprises qui considèrent l'inflation anticipée comme un facteur très important pour la fixation des prix de vente futurs.** Le graphique D montre

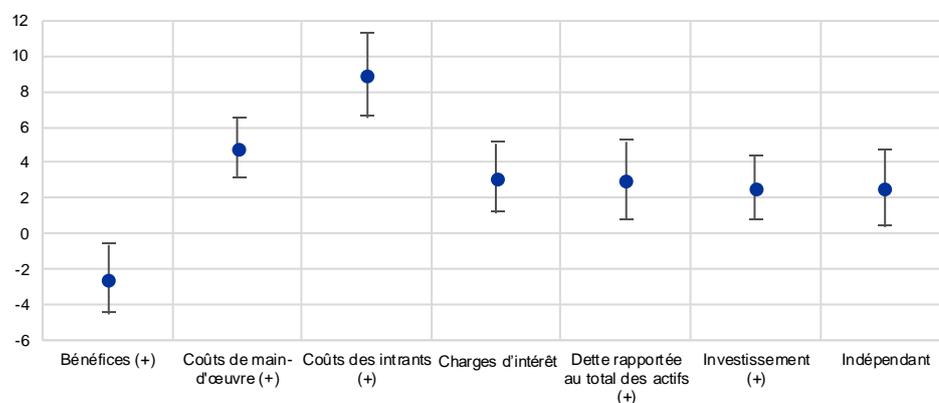
l'impact marginal de plusieurs caractéristiques des entreprises sur la probabilité qu'elles déclarent l'inflation anticipée comme « très importante », sous réserve des différences de taille, de secteur et de pays. Les entreprises ayant fait état d'augmentations des coûts des intrants et de la main-d'œuvre au cours de la période allant d'octobre 2021 à mars 2022 sont, respectivement, 5 et 9 points de pourcentage plus susceptibles de déclarer que l'inflation anticipée est un facteur très important pour les futurs prix de vente que les entreprises qui n'ont pas signalé de telles augmentations. Ces données peuvent suggérer que la pertinence accrue des coûts des intrants et de la main-d'œuvre ainsi que celle de l'inflation anticipée pourraient simplement refléter les pressions à la hausse sur les prix. Les entreprises ayant des charges d'intérêts et un effet de levier accrus ont également eu tendance à déclarer l'inflation anticipée comme un facteur très important pour la fixation de leurs prix, bien que la différence soit légèrement plus faible (3 points de pourcentage). En outre, l'analyse montre que les entreprises « indépendantes »

(entreprises appartenant à des familles ou à des entrepreneurs individuels) sont 3 points de pourcentage plus susceptibles de revoir leurs décisions en matière de fixation des prix en raison de l'inflation anticipée. Enfin, les entreprises qui ont augmenté leurs investissements fixes au cours des six mois précédents sont également plus susceptibles de tenir compte de l'inflation anticipée. En revanche, cette probabilité est moindre pour les entreprises les plus rentables, qui pourraient disposer d'une plus grande marge de manœuvre pour maintenir les prix inchangés en absorbant les coûts.

### Graphique D

Impacts marginaux des caractéristiques des entreprises sur le fait qu'elles considèrent l'inflation anticipée comme un facteur très important dans la fixation des prix de vente futurs

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



Source : Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro – octobre 2021 à mars 2022, BCE.

Notes : Effet marginal moyen d'une augmentation d'un écart-type de la variable retenue sur les prix de vente futurs anticipés, basé sur des régressions probit. La variable dépendante est une variable muette égale à 1 si les entreprises déclarent que l'inflation anticipée est un facteur « très important » pour la fixation des futurs prix de vente et à 0 si elles la déclarent « pas importante ». Les variables explicatives sont la taille, la propriété, les entreprises cotées/non cotées, la propension à exporter, les hausses antérieures du chiffre d'affaires, des bénéfices, de l'effet de levier, des charges d'intérêts, des coûts de main-d'œuvre, du coût des intrants, des investissements, du fonds de roulement et de l'emploi, ainsi que les perceptions positives des évolutions des perspectives économiques générales. Des variables muettes relatives au secteur et au pays sont également incluses.

## La réponse de politique budgétaire de la zone euro à la guerre en Ukraine et son impact macroéconomique

Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier et Philip Muggenthaler

### **Le présent encadré apporte une évaluation quantitative des mesures de politique budgétaire adoptées par les gouvernements de la zone euro en réponse à la guerre en Ukraine et de leur impact macroéconomique.**

Les mesures budgétaires discrétionnaires adoptées par les gouvernements de la zone euro depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022 ont trois objectifs principaux : amortir l'impact des hausses des prix de l'énergie, accroître les capacités de défense des pays de la zone euro et de l'Ukraine, et faire face à la crise des réfugiés. Certains gouvernements ont également étendu le soutien à la liquidité sous forme de garanties même si, en principe, cela ne devrait affecter leurs soldes budgétaires que si les garanties (engagements conditionnels) sont appelées<sup>1</sup>. En outre, plusieurs initiatives de soutien ont été adoptées au niveau de l'UE, notamment une aide directe au gouvernement ukrainien. Dans ce contexte, le présent encadré se concentre sur les mesures de relance budgétaire qui ont une incidence directe sur le solde budgétaire des pays de la zone euro. Il donne également des estimations de l'impact de ces mesures sur la croissance et l'inflation dans la zone euro au cours de la période 2022-2024.

### **Le soutien budgétaire discrétionnaire de la zone euro en réponse à la guerre en Ukraine, intégré dans les projections de référence de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, est estimé à près de 1 % du PIB en 2022<sup>2</sup>.**

Ce soutien est constitué aux trois quarts de nouvelles mesures compensatoires mises en place en réaction à la hausse des prix de l'énergie qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique A, partie a). Il convient de noter qu'avant l'invasion, plusieurs pays de la zone euro avaient déjà adopté des mesures pour faire face à la hausse des prix de l'énergie<sup>3</sup>. Les autres mesures de soutien liées à la guerre concernent les dépenses en matière de défense et l'aide aux réfugiés. Selon les estimations, une grande partie du soutien budgétaire, en particulier la composante liée à l'énergie, devrait être retirée sur la période 2023-2024. Dans le même temps, les dépenses en matière de défense devraient augmenter plus fortement d'ici la fin de l'horizon de projection. Dans l'ensemble, sur la base des projets des gouvernements au moment des projections de juin 2022, environ un tiers des mesures de relance devraient se poursuivre sur l'horizon de projection. Les services de l'Eurosystème estiment que les risques pesant sur ces hypothèses

- <sup>1</sup> Plusieurs pays de la zone euro ont approuvé des dispositifs de garantie spécifiques destinés aux entreprises touchées par la guerre ou ont permis à ces entreprises de bénéficier des enveloppes budgétaires non utilisées qui avaient été approuvées dans le cadre de la pandémie de COVID-19.
- <sup>2</sup> Cela fait référence aux mesures de politique budgétaire prises avant la date d'arrêt des hypothèses budgétaires, le 24 mai 2022. Pour plus de détails, cf. [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème \(juin 2022\)](#).
- <sup>3</sup> Selon les estimations, ces mesures introduites en 2021 représentent environ 0,2 % du PIB de la zone euro. Une partie de ce soutien a été prolongée sur 2022, tandis que de nouvelles mesures ont été approuvées entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 24 février 2022. Combiné aux mesures adoptées après le 24 février 2022, qui représentent environ 0,65 % du PIB de la zone euro (graphique A), le soutien budgétaire global lié à l'énergie est estimé à 0,8 % du PIB en 2022.

de référence sont orientés vers une relance budgétaire supplémentaire, résultant en particulier de l'extension des mesures compensatoires liées à l'énergie <sup>4</sup>.

**En termes de composition par instrument budgétaire, l'essentiel des mesures liées à la guerre se situe du côté des dépenses.** Plus précisément, la majorité des mesures de soutien budgétaire de la zone euro introduites en réponse à la guerre, prenant effet en 2022, se compose de transferts et de subventions budgétaires, ainsi que de réductions de la fiscalité indirecte (liée à l'énergie) (graphique A, partie b). On prévoit actuellement que l'essentiel du soutien sur la période 2023-2024 devrait être constitué d'investissements publics, principalement destinés aux dépenses en matière de défense. La majeure partie des mesures devrait être financée par endettement, certains montants devant être couverts par les recettes du système d'échange de quotas d'émission de l'UE et par des mesures discrétionnaires de compensation relativement limitées <sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> En effet, depuis la date d'arrêté retenue pour les projections de juin 2022, plusieurs gouvernements ont déjà annoncé l'extension des mesures et/ou l'introduction de nouvelles mesures au-delà de celles prises en compte dans les projections de référence. En outre, les risques relatifs à des mesures de politique budgétaire supplémentaires pourraient se matérialiser dans un scénario baissier lié à l'impact économique de la guerre, tel que celui présenté dans l'**encadré 3** des projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème.

<sup>5</sup> En particulier, une mesure discrétionnaire spécifiquement destinée à compenser une partie du soutien lié à l'énergie a été adoptée en Italie. Il s'agit d'une taxe de récupération (*claw-back tax*) sur les bénéfices des producteurs d'énergie, soit un prélèvement unique de 25 % applicable aux ventes nettes ayant augmenté de plus de 5 millions d'euros sur la période octobre 2021-avril 2022 par rapport à la période correspondante de l'année précédente, à l'exclusion des cas où la hausse de la marge bénéficiaire est inférieure à 10 %.

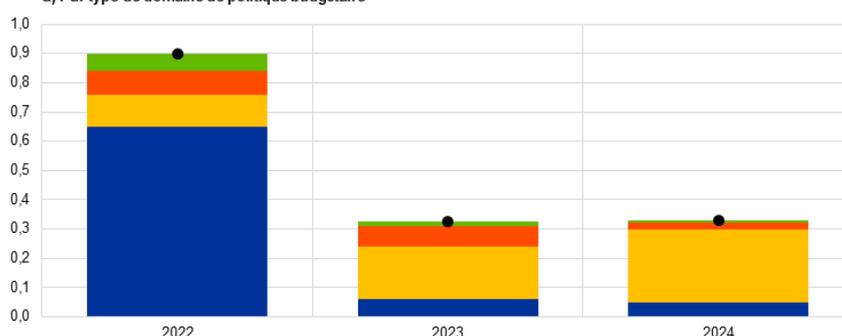
## Graphique A

### Mesures budgétaires de la zone euro liées à la guerre en Ukraine

(en pourcentage du PIB de la zone euro)

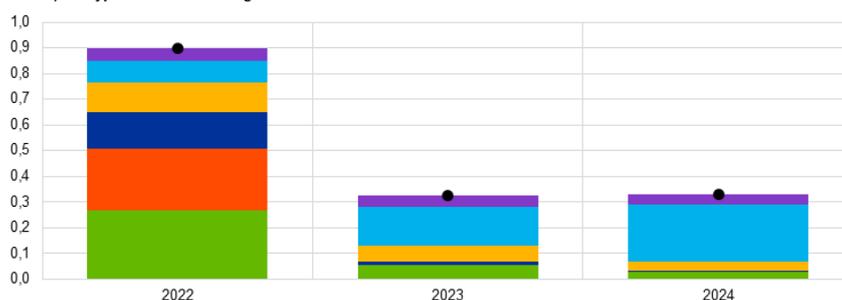
- Total du soutien budgétaire discrétionnaire
- Mesures compensatoires liées à l'énergie
- Dépenses supplémentaires en matière de défense
- Soutien aux réfugiés
- Autres dépenses liées à la guerre

#### a) Par type de domaine de politique budgétaire



- Total
- Transferts budgétaires
- Subventions
- Fiscalité indirecte
- Consommation publique
- Investissement public
- Fiscalité directe et cotisations sociales

#### b) Par type d'instrument budgétaire



Sources: Projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE, sur la base des questionnaires budgétaires du Groupe de travail sur les finances publiques du SEBC.

Notes : Dans la partie a), la rubrique « Autres dépenses liées à la guerre » comprend d'autres transferts directs à l'Ukraine, la constitution de réserves stratégiques de gaz et le soutien aux entreprises autres que celles des trois grandes catégories identifiées. Dans la partie b), dans laquelle les mesures budgétaires prises dans la zone euro en liaison avec la guerre en Ukraine sont présentées par type d'instrument budgétaire, la rubrique « Transferts budgétaires » comprend principalement les soutiens directs des administrations publiques aux ménages et, dans une moindre mesure, les transferts en capital aux entreprises. « Subventions » désigne les paiements courants sans contrepartie des administrations publiques aux producteurs résidents (entreprises), dont l'objectif principal est de faire baisser les prix de l'énergie. Les mesures budgétaires sont indiquées en termes de coût budgétaire (*ex ante*), en niveaux, par année. Le soutien énergétique compensatoire lié à la guerre, qui correspond globalement aux mesures approuvées après le 24 février 2022, est ici approximé par les révisions du coût budgétaire estimé par rapport aux projections de mars 2022 établies par les services de la BCE.

### Les mesures compensatoires globales liées à l'énergie mises en place en 2022 ont été classées en quatre catégories par les services de l'Eurosystème<sup>6</sup> (graphique B) :

- **Composition de la partie budgétaire** : les mesures prises du côté des dépenses présentent une part un peu plus importante en termes d'impact budgétaire sur la zone euro en 2022 (près de 60 %) <sup>7</sup>. Elles portent essentiellement sur les transferts budgétaires aux ménages et les subventions

<sup>6</sup> Il convient de noter que, dans certains cas, cette classification ne va pas de soi et repose nécessairement sur des hypothèses.

<sup>7</sup> L'évaluation présentée dans cet encadré examine les données agrégées pour la zone euro, même s'il est admis qu'il existe des variations au niveau des pays.

aux entreprises. Ce type de dépenses est soit lié à la consommation d'énergie, soit prend la forme de versements forfaitaires aux ménages. Dans les pays de la zone euro qui ont mis en place un gel des prix de l'énergie, les gouvernements accordent des subventions ou des transferts en capital aux fournisseurs d'énergie ou encore compensent les frais de service/les redevances. Du côté des recettes, les mesures concernent principalement des réductions des taxes énergétiques (droits d'accises) sur l'électricité, le gaz naturel ainsi que sur les combustibles solides et, dans une moindre mesure, des réductions de la TVA sur les produits énergétiques<sup>8</sup>. En outre, les pays de la zone euro ont réduit d'autres taxes ou frais liés à la consommation d'énergie, tels que les surtaxes environnementales, les frais liés au réseau ou les redevances liées au système.

- **Groupe bénéficiaire** : la majeure partie des mesures approuvées pour 2022 est destinée aux ménages (légèrement au-dessus de 70 % de l'impact budgétaire total)<sup>9</sup>. Plusieurs pays ont également prolongé le soutien aux entreprises situées dans les secteurs les plus touchés, mais l'impact budgétaire est plus limité.
- **Ciblage des revenus** : en termes d'impact, environ 12 % des mesures de la zone euro sont destinées aux ménages à faibles revenus (c'est-à-dire les mesures qui incluent des critères de revenus sous condition de ressources clairement définis). Ces mesures ciblées prennent la forme de remises, de bons de réduction des frais d'électricité ou de chauffage, et de versements forfaitaires aux ménages à faibles revenus. Environ 54 % du total des mesures sont considérés comme un soutien non ciblé aux ménages, les 34 % restants étant constitués de transferts à destination des entreprises et d'autres mesures ne ciblant généralement pas un niveau de revenu donné.
- **Considérations environnementales** : sur la base des informations disponibles à ce jour, légèrement plus de 1 % du total des mesures en termes d'impact budgétaire devrait directement contribuer à la transition verte. Environ 53 % des mesures pourraient être classées comme mesures de soutien de la consommation à court terme de combustibles fossiles, tandis que les 46 % restants représentent des mesures « neutres vis-à-vis de l'environnement », y compris celles qui sont actuellement difficiles à classer. Les réductions d'impôts et les subventions aux combustibles fossiles n'encouragent ni l'utilisation rationnelle de l'énergie ni les investissements dans les technologies à faible intensité énergétique. Certains pays ont introduit des « mesures vertes », notamment des subventions pour les transports publics et les sources d'énergies renouvelables ou des réductions de la TVA.

---

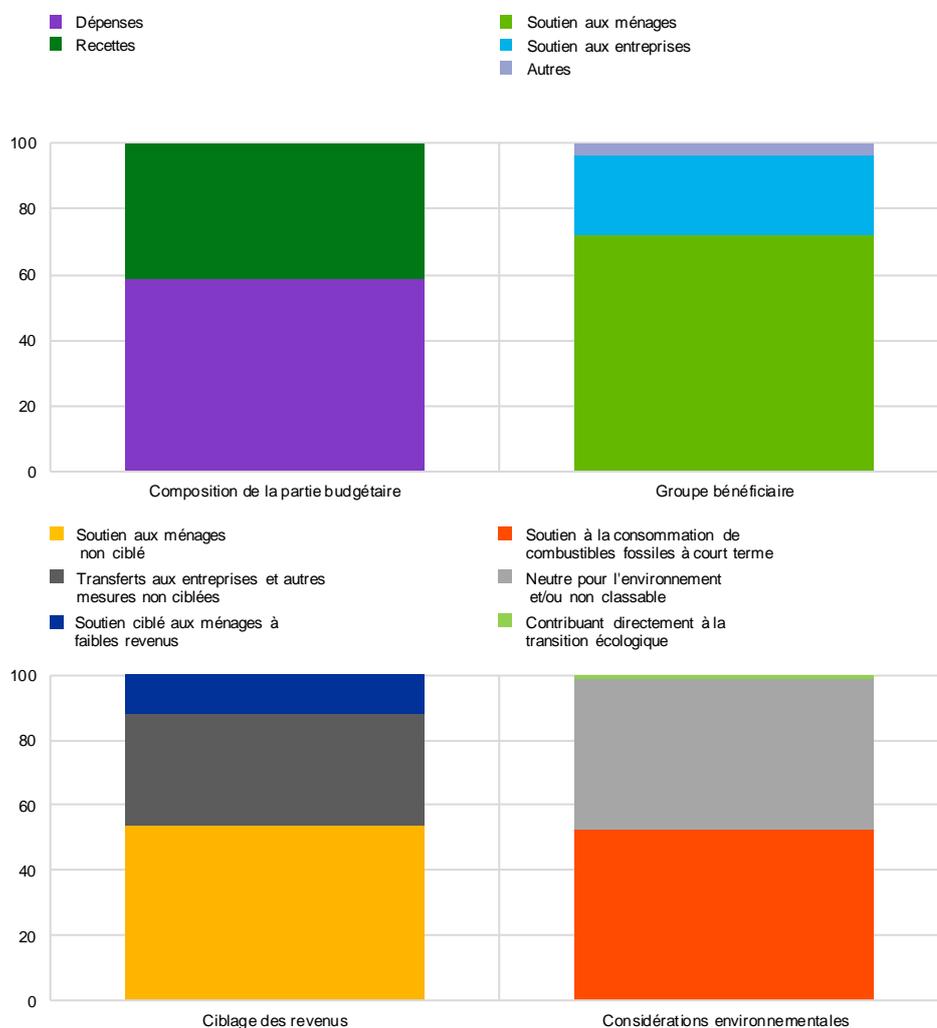
<sup>8</sup> Dans le cas de la TVA, les États membres de l'UE peuvent appliquer des taux de TVA réduits sur les produits énergétiques à condition qu'ils respectent les critères minimaux définis dans la directive européenne sur la TVA ([directive 2006/112/CE du Conseil du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée](#) (JO L 347, 11.12.2006, p. 1)) et qu'ils consultent le comité de la TVA. Pour les droits d'accises, les États membres peuvent réduire leurs taux au minimum défini par l'actuelle directive sur la taxation de l'énergie.

<sup>9</sup> Les réductions de TVA sont principalement classées dans la catégorie du soutien aux ménages.

## Graphique B

### Mesures budgétaires globales de la zone euro pour amortir l'impact des hausses des prix de l'énergie en 2022

(part du total en pourcentage sur la base de l'impact budgétaire en 2022)



Sources : Projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE, sur la base des questionnaires budgétaires du Groupe de travail sur les finances publiques et de l'évaluation réalisée par les services de l'Eurosystème.

Notes : Dans la partie « Groupe bénéficiaire », la catégorie « Autres » comprend notamment la constitution des réserves de gaz et les recapitalisations d'entreprises d'État. Dans la partie « Ciblage des revenus », la catégorie « Soutien ciblé aux ménages à faibles revenus » correspond aux mesures destinées à apporter un soutien direct aux ménages sur la base de critères de revenus sous conditions de ressources clairement définies. Dans la catégorie « Transferts aux entreprises et autres mesures non ciblées », certaines mesures (environ 5 % de cette catégorie) se rapportent à un soutien accordé uniquement à des secteurs spécifiques, tels que l'agriculture ou les transports, caractérisés par une proportion plus élevée de travailleurs à bas salaires par rapport aux autres secteurs.

### **Outre les mesures destinées à atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie, la réponse budgétaire de la zone euro à la guerre porte principalement sur les dépenses en matière de défense et de gestion des réfugiés.**

L'augmentation des dépenses de la zone euro en matière de défense, intégrée dans les projections macroéconomiques de juin 2022 établies par les services de l'Eurosystème, reflète en premier lieu les dépenses supplémentaires en matière de défense annoncées par l'Allemagne. Plusieurs autres pays de la zone euro ont fait part de leur intention de renforcer leur capacité militaire, nombre d'entre eux faisant référence à l'engagement de l'OTAN d'investir 2 % du PIB dans les

dépenses pour la défense. Toutefois, peu de pays ont présenté leurs projets en détail. Enfin, des dépenses supplémentaires ont été approuvées dans plusieurs pays pour répondre à la crise des réfugiés ukrainiens, ces dépenses constituant une part plus importante du soutien total, principalement dans les pays d'Europe centrale et orientale.

**S'agissant de leur impact macroéconomique, les mesures budgétaires liées à la guerre devraient avoir un effet positif sur la croissance du PIB et réduire temporairement les tensions inflationnistes en 2022.** D'après les simulations harmonisées au niveau national réalisées à partir des modèles de la BCE et du SEBC, les mesures liées à la guerre décrites ci-dessus pourraient augmenter la croissance du PIB de la zone euro d'environ 0,4 point de pourcentage et réduire l'inflation mesurée par l'IPCH (principalement sous l'effet d'un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie) d'un peu moins de 0,4 point de pourcentage en 2022 (graphique C) <sup>10</sup>. En 2023, l'impact sur la croissance devrait s'atténuer, tandis que l'impact sur l'inflation devrait globalement s'inverser. En termes cumulés sur l'horizon de projection, l'ensemble des mesures de relance adoptées en réponse à la guerre devraient avoir un impact de près de 0,4 point de pourcentage sur la croissance globale et un impact limité d'un peu plus de 0,1 point de pourcentage sur l'inflation. Les simulations harmonisées sont entourées d'incertitude. L'impact sur l'inflation mesurée par l'IPCH, qui passe principalement par la composante énergétique, dépendra de l'ampleur de l'effet des subventions sur les prix à la consommation, ainsi que d'autres réactions comportementales résultant des caractéristiques des mesures propres à chaque pays. L'impact sur la croissance dépendra de la capacité des mesures à stimuler la consommation à court terme et, en particulier pour la période 2023-2024, de l'effet réel des dépenses en matière de défense, qui devraient, selon les prévisions actuelles s'effectuer principalement sous la forme d'investissements publics <sup>11</sup>.

**Pour l'avenir, si un soutien supplémentaire des autorités publiques est nécessaire, il conviendra d'utiliser les ressources financières de manière efficace.** Des efforts devraient être faits pour que les mesures compensatoires liées à l'énergie soient de plus en plus ciblées sur les ménages les plus vulnérables <sup>12</sup>. En outre, les incitations devraient viser à réduire l'utilisation des combustibles fossiles et la dépendance à l'énergie russe, tout en maintenant des finances publiques solides.

<sup>10</sup> Pour une analyse des facteurs autres que les mesures budgétaires directes liées à l'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie, cf. l'encadré intitulé « [L'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022. Cet encadré présente également des estimations sur la contribution des mesures budgétaires, du côté de la fiscalité, visant à réduire la hausse de la composante énergie de l'IPCH en avril 2022.

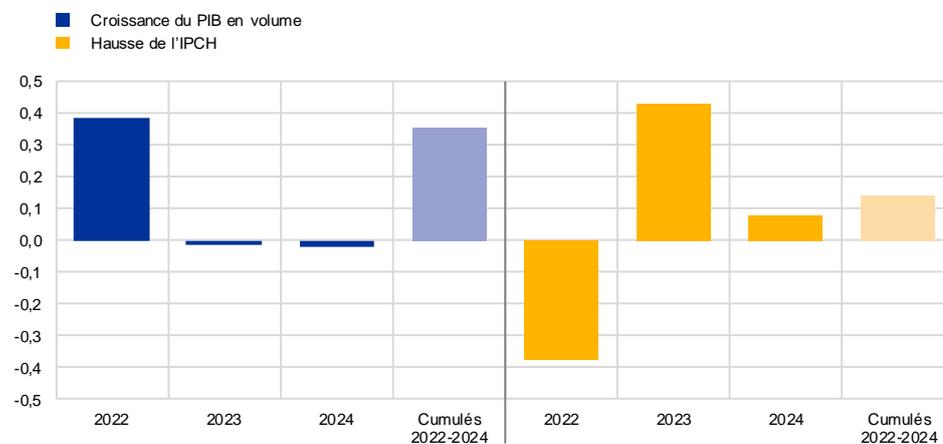
<sup>11</sup> Il est possible que certaines dépenses ne soient pas consacrées à des investissements productifs, prenant plutôt la forme d'autres instruments budgétaires tels que les salaires du secteur public. Il est également possible qu'elles ne contribuent pas à la production nationale d'équipements militaires, mais l'investissement public pourrait inclure des livraisons de matériel militaire en provenance de l'étranger. En conséquence, les multiplicateurs budgétaires associés peuvent être inférieurs à ceux considérés dans les présentes simulations.

<sup>12</sup> Cf. également les [recommandations](#) de la Commission européenne dans le cadre du Semestre européen 2022 selon lesquelles « Pour un maximum d'efficacité, les politiques de soutien devraient être temporaires et cibler les plus vulnérables, tout en maintenant des incitations à réduire la consommation de combustibles fossiles et à limiter leur incidence budgétaire ».

## Graphique C

### Impacts macroéconomiques du soutien budgétaire lié à la guerre en Ukraine

(en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les simulations sont réalisées avec deux séries de modèles régulièrement utilisées dans le cadre des exercices de prévision de l'Eurosystème, à savoir le nouveau modèle multipays (*New Multi-Country Model*, NMCM) de la Banque centrale européenne et les variantes analytiques de modèles (*Basic Model Elasticities*, BMEs), une plateforme fondée sur les modèles macroéconomiques des banques centrales nationales. Les simulations ne tiennent compte que des mesures budgétaires qui ont un impact budgétaire direct ; elles ne comprennent pas les autres mesures gouvernementales (réglementaires) dont les coûts directs peuvent être assumés par le secteur privé.

# Articles

## 1 La reprise de l'investissement productif – facteurs déterminants, opportunités, défis et risques

Malin Andersson, Claudia Di Stefano, Yiqiao Sun et Francesca Vinci

### 1 Introduction

#### **La pandémie de coronavirus (COVID-19) a entraîné une forte baisse de l'investissement productif dans la zone euro, suivie d'un rebond significatif.**

L'investissement hors construction (ou investissement « productif ») dans la zone euro – désigné dans cet article par le terme d'« investissement » – a chuté au début de la pandémie. Lorsque l'activité économique s'est soudainement effondrée au premier semestre 2020, les entreprises ont eu du mal à couvrir les besoins en fonds de roulement liés à leurs activités opérationnelles au jour le jour et ont repoussé leurs objectifs d'investissement stratégiques. Grâce au soutien substantiel des politiques monétaire et budgétaires, qui ont également empêché un effondrement plus important, l'investissement a largement rebondi et se situe aujourd'hui à un niveau proche de son niveau prépandémique <sup>1</sup>. Cependant, l'investissement a subi un certain nombre de facteurs défavorables, liés aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre, à la hausse des coûts de l'énergie et à une forte incertitude. Les risques pesant sur les perspectives d'investissement se sont accrus avec la guerre menée par la Russie en Ukraine. Dans le même temps, la pandémie a accéléré le processus de transformation structurelle de l'économie de la zone euro, mettant en évidence les bénéfices de l'investissement numérique et de l'investissement vert.

**Dans une perspective à moyen terme, les opportunités, les défis et les risques pour l'investissement proviennent de la transformation numérique et du verdissement de l'économie.** Comprendre les implications de ce double processus de transformation est primordial étant donné le rôle important de l'investissement comme déterminant du cycle conjoncturel et de la capacité productive de l'économie <sup>2</sup>. Cet article dresse le bilan de la dynamique actuelle de l'investissement dans la zone euro et examine les facteurs à l'origine du processus de transformation en cours ainsi que ses probables conséquences pour la reprise économique.

#### **L'article traite plus particulièrement des questions cycliques et structurelles.**

La section 2 examine les évolutions de l'investissement productif deux ans après le début de la pandémie dans la zone euro. La section 3 traite plus en détail des opportunités, des défis et des risques pour l'investissement du fait de la

<sup>1</sup> Corrigé de la volatilité statistique des investissements incorporels en Irlande (cf. encadré 1).

<sup>2</sup> Cf. l'article intitulé « [Évolutions de l'investissement des entreprises dans la zone euro depuis la crise](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

transformation numérique et du verdissement en cours de l'économie de la zone euro. La section 4 apporte une conclusion.

## 2 Investissement des entreprises : le bilan après le choc pandémique

**Deux ans après le début de la pandémie, l'investissement productif s'est largement redressé.** Le choc pandémique a causé la baisse la plus importante et la plus rapide de l'investissement dans l'histoire moderne. Cependant, grâce aux mesures extraordinaires de soutien prises par les autorités publiques et au fait que les répercussions durables de ce choc sur les marchés financiers sont restées limitées, l'investissement dans la zone euro a globalement rebondi (graphique 1), dans une moindre mesure cependant qu'aux États-Unis (cf. encadré 1). La politique monétaire a joué un rôle essentiel de soutien à l'investissement durant la pandémie en instaurant des conditions de financement favorables et en facilitant l'accès des entreprises au crédit<sup>3</sup>. Les données indiquent que le soutien apporté par la politique budgétaire nationale a concerné principalement les entreprises et les secteurs dont les besoins de liquidité ou les pertes de chiffre d'affaires ont été les plus importants durant la crise<sup>4</sup>. Les politiques budgétaires ont également soutenu l'investissement ces deux dernières années (en partie via les garanties et le soutien en liquidité), notamment l'investissement dans les technologies numériques et dans la transition verte<sup>5</sup>.

**Il apparaît néanmoins que la reprise de l'investissement a été plus faible dans les pays et les types d'investissement plus lourdement impactés par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et par les restrictions à la mobilité.** C'est particulièrement le cas pour l'Allemagne, qui est confrontée à une pénurie de puces électroniques, ainsi que pour le matériel de transport, impacté par la baisse de la demande de vols aériens (graphique 1, parties a et b). Depuis début 2022, l'investissement doit également faire face à une hausse des prix des matières premières et de l'incertitude liée à la guerre en Ukraine, ainsi qu'à un regain d'inquiétude concernant l'offre, du fait de la guerre et de la résurgence de la pandémie en Asie.

<sup>3</sup> Cf. le site internet de la BCE pour des informations concernant sa [réponse face à la pandémie](#), et Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G.F.), « *Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions* », *Working Paper Series*, n° 2598, BCE, octobre 2021.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé « [L'impact des mesures de soutien budgétaire sur les besoins de liquidité des entreprises pendant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2021, et Harasztosi (P.) *et al.*, « *Firm-level policy support during the crisis: So far, so good?* », *EIB Working Papers*, 2022/01, Banque européenne d'investissement, janvier 2022.

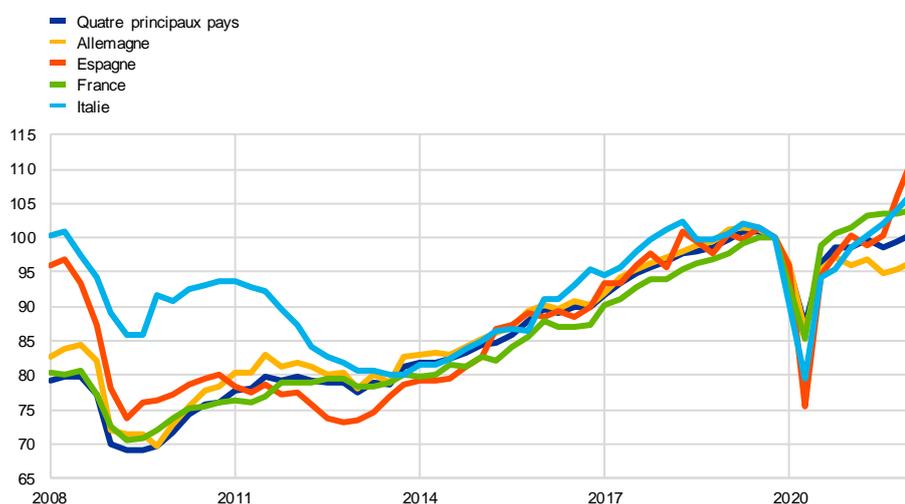
<sup>5</sup> Cf. l'article intitulé « [Les premières réponses de politique budgétaire des pays de la zone euro face à la crise de la COVID-19](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2021, et « [L'enquête la plus récente de la BEI dresse l'état des lieux des investissements des entreprises de l'UE en 2021](#) », Banque européenne d'investissement, 2 décembre 2021.

## Graphique 1

Investissement réel hors construction dans les quatre principaux pays de la zone euro

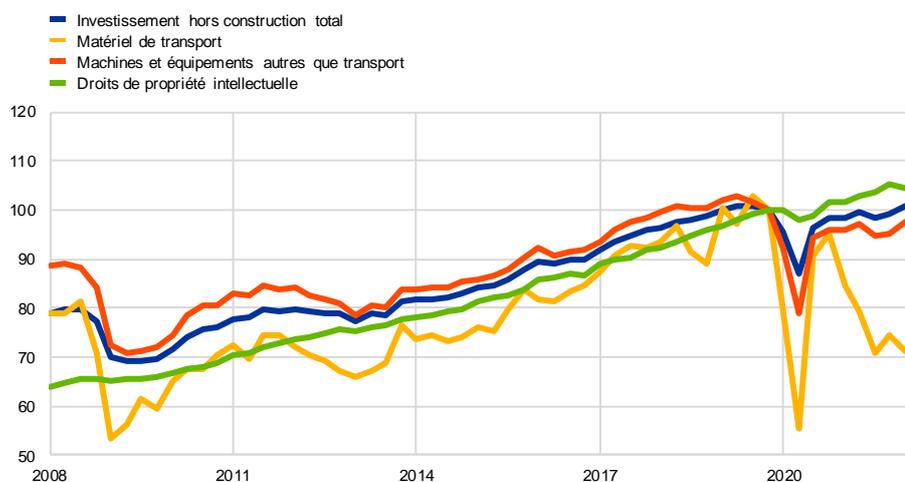
### a) Investissement hors construction total

(indice : T4 2019 = 100)



### b) Ventilation par type d'actifs

(indice : T4 2019 = 100)



Sources : Eurostat et estimations de la BCE.

Notes : La première série de données de la partie a et l'ensemble des données de la partie b se rapportent aux quatre principaux pays de la zone euro afin d'éviter la forte volatilité des données de certains autres pays de la zone euro relatives à l'investissement incorporel (cf. encadré 1). Dans la partie b, du fait de données manquantes, l'investissement allemand dans le matériel de transport à compter du deuxième trimestre 2021 est approximé à l'aide des taux de croissance trimestriels de la production allemande de matériel de transport. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2022.

## Encadré 1

### Investissement hors construction dans la zone euro et aux États-Unis

Valerie Jarvis

Cet encadré compare les reprises de l'investissement hors construction dans la zone euro et aux États-Unis. Les États-Unis ont connu un rebond rapide de l'investissement hors construction depuis les confinements liés à la COVID-19 en 2020, l'investissement dépassant déjà les niveaux

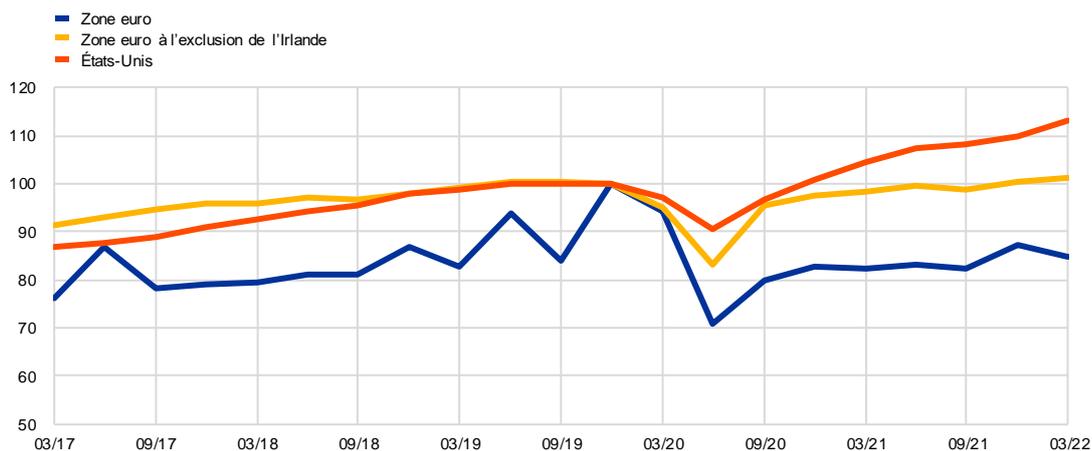
pré-COVID et retrouvant globalement son taux de croissance prépandémique dès fin 2020<sup>6</sup>. Les données agrégées relatives à la zone euro, en revanche, suggèrent un écart significatif par rapport au niveau prépandémique (graphique A, partie a).

## Graphique A

### Investissement hors construction réel

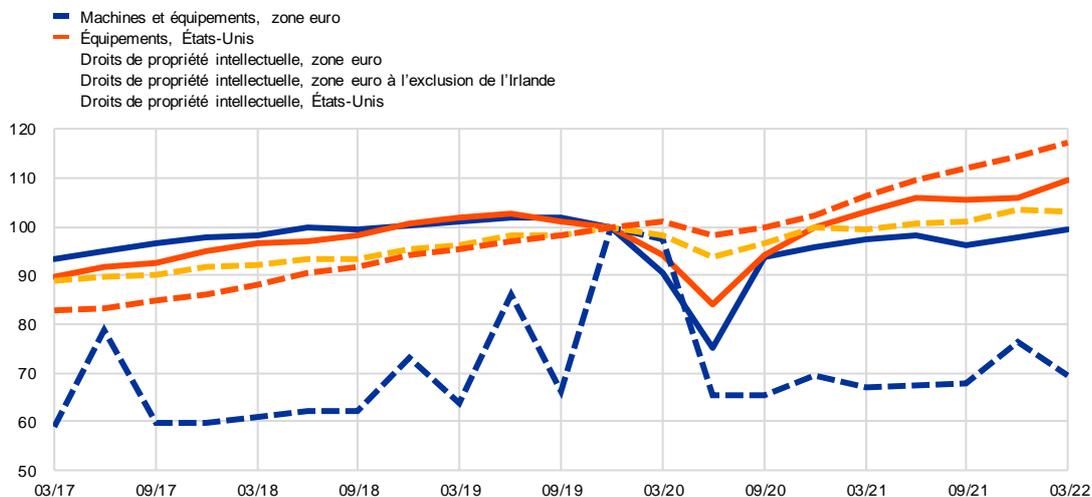
#### a) Investissement hors construction total

(indice : T4 2019 = 100)



#### b) Ventilation

(indice : T4 2019 = 100)



Sources : Bureau of Economic Analysis (Haver Analytics), Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a : Les données pour les États-Unis portent sur l'investissement hors construction privé. Partie b : Les « droits de propriété intellectuelle » (ou actifs incorporels) incluent les logiciels et les bases de données, ainsi que les dépenses de recherche et développement (R&D). Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022.

Plusieurs facteurs expliquent la reprise plus lente de l'investissement dans la zone euro.

Premièrement, la pandémie s'est déclenchée un peu plus tôt en Europe qu'aux États-Unis, et les mesures de confinement au printemps 2020 ont été plus contraignantes et ont duré plus longtemps,

<sup>6</sup> En outre, la croissance tendancielle de l'investissement a généralement été légèrement plus élevée aux États-Unis que dans la zone euro. Entre le point bas de la crise financière mondiale et fin 2019, l'investissement hors construction aux États-Unis a augmenté d'un peu plus de 1,5 % par trimestre, contre 1,4 % environ dans la zone euro (0,8 % si l'on exclut l'Irlande). Après la récession en W de 2008-2012 dans la zone euro, l'investissement a augmenté de 1,1 % en moyenne en rythme trimestriel aux États-Unis, contre 1,0 % dans la zone euro excluant l'Irlande.

ce qui s'est traduit par des résultats moins mauvais sur le plan sanitaire, mais par une contraction plus importante de l'activité économique et de l'investissement, ainsi que par de plus forts courants défavorables à la reprise <sup>7</sup>. Deuxièmement, et c'est un aspect plus important, les profils d'investissement dans la zone euro ont été plus volatils qu'aux États-Unis, reflétant le caractère irrégulier des entrées enregistrées au titre de l'investissement incorporel des multinationales américaines, en particulier pour l'Irlande. L'entrée de loin la plus importante à ce jour a été enregistrée au quatrième trimestre 2019, et a artificiellement gonflé la référence au regard de laquelle la reprise ultérieure serait mesurée <sup>8</sup>. Après correction de ce niveau de départ (graphique A, partie a), la reprise dans la zone euro est plus proche du profil observé aux États-Unis, même si mi-2021 elle avait juste retrouvé ses niveaux d'avant la crise. Cette évolution est commune à l'ensemble des types d'actifs, l'écart entre la zone euro et les États-Unis concernant aussi bien les machines et équipements que les droits de propriété intellectuelle (graphique A, partie b).

D'autres éléments permettent d'expliquer le rebond plus rapide de l'investissement aux États-Unis que dans la zone euro. Le rebond économique plus rapide aux États-Unis a probablement renforcé la confiance dans la vigueur de la reprise, réduisant ainsi l'effet baissier de l'incertitude sur l'investissement par rapport à la situation dans la zone euro. Les licenciements plus nombreux aux États-Unis durant la période la plus restrictive de la pandémie ont probablement aussi été davantage compensés par une augmentation de l'investissement que dans la zone euro. Dans le même temps, la part potentiellement plus élevée d'emplois télétravaillables aux États-Unis a pu contribuer dans une plus grande mesure que dans la zone euro à stimuler l'investissement dans les équipements informatiques <sup>9</sup>. L'investissement dans la zone euro a probablement aussi été en partie reporté pendant le second semestre 2020 et début 2021, car le secteur privé attendait des informations détaillées concernant le fonctionnement de l'instrument *Next Generation EU* (cf. encadré 2).

---

**Ces deux dernières années, l'investissement est demeuré inférieur à l'épargne des entreprises.** Le secteur des sociétés non financières de la zone euro a été prêteur net sur la majeure partie de la période depuis la crise financière mondiale, ce qui signifie que, la plupart des années, les entreprises ont généré un excédent d'épargne par rapport à leur investissement (graphique 2). Cette dynamique reflète plusieurs facteurs qui ont freiné l'investissement et favorisé l'épargne <sup>10</sup>. Par exemple, l'investissement a été freiné par : des rigidités structurelles sur le marché des biens et services et sur le marché du travail ; des épisodes d'ajustement des

<sup>7</sup> Cf. Licchetta (M.), Mattozzi (G.), Raciborski (R.) et Willis (R.), « *Economic Adjustment in the Euro Area & the United States during the COVID-19 Crisis* », *European Economy Discussion Paper*, n° 160, Commission européenne, mars 2022. Cf. l'encadré intitulé « *Évolutions économiques dans la zone euro et aux États-Unis en 2020* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2021.

<sup>8</sup> Cette référence a pu aussi augmenter sous l'effet d'investissements supplémentaires réalisés dans un contexte de crainte d'un Brexit sans accord. Cf. l'encadré 1 de l'article intitulé « *Comprendre la faiblesse de la demande d'importations du Royaume-Uni dans l'après-référendum et les risques que la balance des paiements du Royaume-Uni représente pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2021.

<sup>9</sup> Cf. Brussevich (M.), Dabla-Norris (E.) et Khalid (S.), « *Who will Bear the Brunt of Lockdown Policies? Evidence from Tele-workability Measures Across Countries* », *IMF Working Paper*, n° 2020/088, Fonds monétaire international, 12 juin 2020, et Dingel (J.I.) et Neiman (B.), « *How many jobs can be done at home?* », *Journal of Public Economics*, vol. 189, septembre 2020.

<sup>10</sup> Cf. Boone (L.) et Revoltella (D.), « *Policy change needed to accelerate investment in structural transformation* », *VoxEU*, 6 décembre 2019.

bilans destiné à réduire la charge élevée de la dette des entreprises ; l'expansion du secteur des services, qui a favorisé le passage d'une production très utilisatrice d'actifs corporels à une production à forte intensité de main-d'œuvre ; ainsi qu'une diminution séculaire des rendements de l'investissement, ce qui a incité les entreprises à privilégier les actifs financiers au détriment des actifs immobilisés <sup>11</sup>. L'épargne a été dopée par l'accroissement des coussins de liquidité nécessaires au financement de l'investissement incorporel et par la réduction des stocks <sup>12</sup>. La capacité nette de financement des entreprises a encore augmenté durant la pandémie, atteignant des niveaux record en 2021, car les sociétés non financières ont accru leurs coussins de liquidité et de capital afin de mieux résister aux chocs futurs <sup>13</sup>.

**Si les fonds internes ont augmenté, le calage de leur utilisation dans le futur est néanmoins incertain.** La part du financement interne comme du financement externe dans la valeur ajoutée a augmenté au cours des dernières années (graphique 2). L'abondance de financement devrait soutenir l'investissement productif et le financement à la fois de la transformation numérique, qui repose davantage sur l'autofinancement, et de l'investissement vert, financé aussi bien par des émissions d'actions que par la dette. Les entreprises peuvent cependant choisir de conserver de l'épargne à titre de précaution dans un contexte de persistance d'une forte incertitude, en particulier du fait de la guerre en Ukraine (étant donné son impact potentiel sur le mix énergétique futur ou sur les forces de la mondialisation), d'incertitude quant aux besoins en investissement résultant des politiques liées au climat, d'abandon progressif des mesures de soutien public ou, plus récemment, d'inflation élevée. D'autres difficultés et risques pesant sur les perspectives d'investissement proviennent de la normalisation attendue du coût du financement, de l'endettement élevé des entreprises et d'une augmentation attendue des cas d'insolvabilité <sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> Cf. Ruscher (E.) et Wolff (G.), « *Corporate balance-sheet adjustment: New stylised facts and their relevance for the Eurozone* », VoxEU, 5 mars 2012.

<sup>12</sup> Cf. Demary (M.), Hasenclever (S.) et Hüther (M.), « *Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run* », *Intereconomics Review of European Economic Policy*, vol. 56, n° 1, p. 40-44.

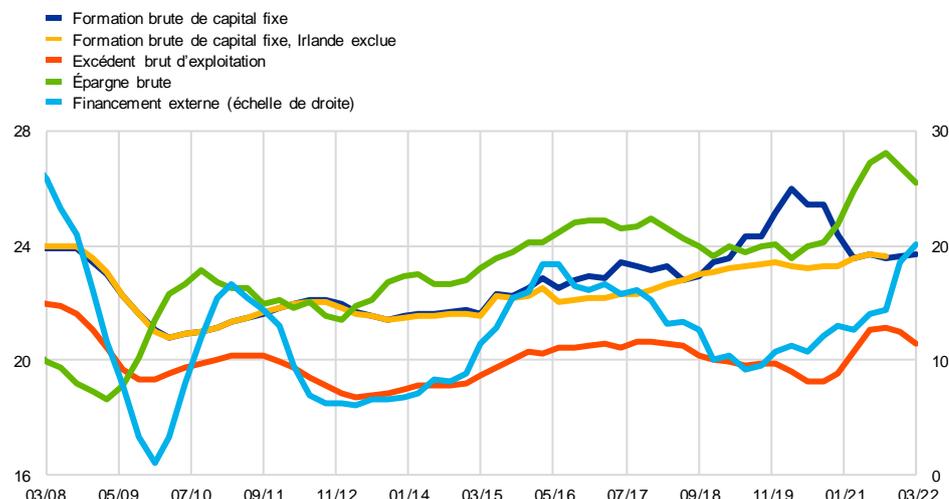
<sup>13</sup> Cf. l'encadré intitulé « *Le taux d'épargne des entreprises durant la pandémie* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2022.

<sup>14</sup> Cf. l'article intitulé « *Évaluer les vulnérabilités des entreprises dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2022.

## Graphique 2

### Investissement nominal, épargne et financement

(moyennes mobiles sur quatre trimestres en pourcentage de la valeur ajoutée)



Source : BCE.

Notes : Le financement externe correspond à l'accroissement net des engagements financiers totaux, y compris les prêts des institutions financières monétaires (IFM), les titres de créance, les actions, les prêts des non-IFM et du reste du monde, ainsi que les crédits commerciaux. L'excédent brut d'exploitation est exprimé sous forme de part dans la valeur ajoutée moins 20. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2021 pour la formation brute de capital fixe (Irlande exclue) et au premier trimestre 2022 pour les autres séries.

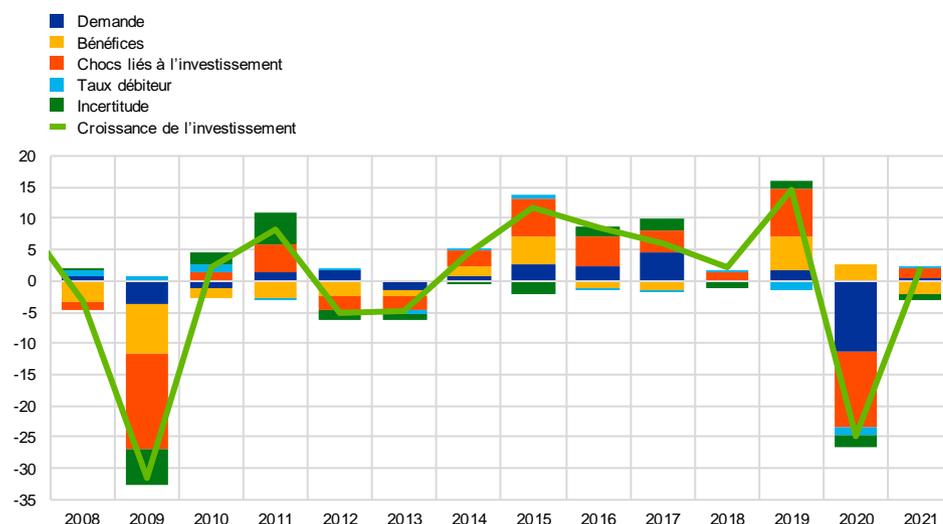
#### La demande intérieure et les bénéfices constituent les principaux déterminants de la dynamique de l'investissement productif.

Un modèle vectoriel autorégressif (VAR) structurel montre que les chocs provenant de la demande intérieure et de l'excédent brut d'exploitation ont été les principaux déterminants de la croissance de l'investissement depuis 2008 (graphique 3). Conjointement avec une faible demande, l'incertitude tirée des informations a freiné l'investissement lors des crises passées ainsi que durant la pandémie. Les estimations établies sur la base de données individuelles montrent l'importance de la demande (ventes) et des bénéfices (*cash flow*), mais avec des sensibilités différentes qui dépendent de la solidité financière, du secteur et de la taille de l'entreprise (cf. encadré 2).

### Graphique 3

#### Décomposition de l'investissement productif

(variations annuelles en pourcentage, en points de pourcentage)



Sources : Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », 10 mars 2016, Commission européenne, Eurostat, BCE et estimations de la BCE.

Notes : Le modèle VAR structurel utilise une décomposition de Cholesky des chocs. Il est estimé à l'aide de données trimestrielles pour la période allant du premier trimestre 2005 au quatrième trimestre 2021, et les résultats sont agrégés pour produire des données annuelles. La « demande » correspond au PIB moins l'investissement total issu des comptes nationaux, les « bénéfices » à l'excédent brut d'exploitation provenant des comptes nationaux. L'« investissement » correspond à l'investissement total hors investissement immobilier résidentiel (données provenant des comptes nationaux) et hors investissement public (données provenant de la base AMECO, interpolées trimestriellement et déflatées). L'« incertitude » est une mesure de l'incertitude fondée sur les informations (en utilisant deux journaux par pays). Le « taux débiteur » est le taux d'intérêt annualisé appliqué aux prêts aux entreprises autres que les crédits renouvelables et les découverts, les facilités de remboursement différé et prorogations de créances sur cartes de crédit. Cf. WGEM Team on Investment, « *Business investment in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 215, BCE, octobre 2018, p. 92-93. Les dernières observations se rapportent à 2021.

### Encadré 2

#### Le rôle du *cash flow* dans l'investissement productif sur la base des données au niveau des entreprises considérées individuellement

Desislava Rusinova, Lorena Saiz et Jan-Christopher Scherer

Cet encadré utilise les données au niveau des entreprises considérées individuellement pour évaluer les déterminants de l'investissement productif, en particulier parmi les entreprises financièrement contraintes. La littérature a montré que des facteurs financiers tels que la dette financière ou le *cash flow* étaient des déterminants clés de l'investissement en immobilisations corporelles. D'autres caractéristiques telles que le secteur ou le pays dans lequel les entreprises exercent leur activité, la croissance des ventes, la rentabilité future attendue et le niveau d'incertitude économique sont également pertinentes. L'analyse présente est fondée sur des équations d'investissement qui incluent la plupart de ces déterminants, estimés à l'aide de données de panel pour les entreprises des quatre principaux pays de la zone euro sur la période postérieure à la crise financière (2013-2019). Les résultats empiriques confirment la pertinence du *cash flow*,

en particulier pour les micro-entreprises et les petites entreprises, et pour les pays dans lesquels la proportion de petites entreprises est plus élevée, comme l'Espagne et l'Italie <sup>15</sup>.

Un déterminant clé de l'investissement est lié à la mesure dans laquelle les entreprises ont accès au financement externe, plus spécifiquement au crédit bancaire, ou sont financièrement contraintes. Les contraintes financières sont approximées par le levier d'endettement, la taille ou l'âge de l'entreprise. Dans la littérature, une « sensibilité excessive » de l'investissement au *cash flow* est souvent interprétée comme suggérant l'importance des contraintes financières. Disposer de liquidités est important lorsque les conditions de crédit se resserrent ; en effet, les entreprises dont la dette est élevée et le niveau de liquidités faible pourraient être contraintes de réduire leur investissement lorsqu'elles subissent des chocs défavorables. Si l'on définit les entreprises vulnérables comme étant celles qui affichent simultanément des niveaux de dette élevés et de faibles niveaux de trésorerie ou d'actifs liquides, 15 % environ des entreprises, en moyenne pour les quatre pays, se trouvaient en situation financière vulnérable avant la crise de la COVID-19 <sup>16</sup>. Dans l'ensemble des pays, la plupart des entreprises vulnérables sont des micro-entreprises. Les petites entreprises tendant à être plus dépendantes du financement externe bancaire, des ratios de levier élevés représentent à la fois des niveaux élevés d'endettement (ce qui influe potentiellement sur leur accès au financement) et une plus grande exposition au risque de taux d'intérêt. Les entreprises de services et celles des secteurs de l'hébergement et de la restauration ainsi que du transport sont beaucoup plus fréquemment représentées parmi les entreprises vulnérables. Même si les entreprises de services bénéficient d'un flux de trésorerie (ou *cash flow*) stable, elles sont fortement endettées pour financer des dépenses en capital potentiellement élevées et périodiques à des fins de maintenance des infrastructures. Les entreprises de services d'hébergement et de restauration, qui ont été parmi les plus durement frappées par la crise de la COVID-19, étaient déjà relativement fortement présentes parmi les entreprises vulnérables en 2019.

Lorsqu'elle est considérée distinctement pour les entreprises vulnérables et les entreprises non vulnérables, la sensibilité de l'investissement au *cash flow* antérieure à la pandémie est beaucoup plus élevée dans le cas des entreprises vulnérables (graphique A). Cela signifie pour ces entreprises que des variations inattendues de leur *cash flow* d'exploitation sont susceptibles d'entraîner des ajustements plus importants de leurs décisions d'investissement. Comme certains des secteurs les plus touchés par la pandémie (tels que le transport et le stockage, l'hébergement et la restauration, ou les services immobiliers) comptaient déjà une part d'entreprises vulnérables plus élevée que la moyenne, la contraction de l'investissement a probablement été particulièrement importante dans ces secteurs. La baisse prévue du taux d'investissement sur la base des variations

---

<sup>15</sup> Les équations d'investissement dynamiques sont estimées à l'aide d'une approche par la méthode des moments généralisés, avec comme variable de contrôle les biais dus à des effets non observés spécifiques aux entreprises et aux variables explicatives endogènes. Le modèle inclut des retards de l'investissement, de la croissance des ventes et du *cash flow*, ainsi que des effets fixes de temps, de secteur et de taille d'entreprise, et une relation d'équilibre à long terme entre investissement et stock de capital, ou terme de correction d'erreur, comme dans Bond (S.), Elston (J.A.), Mairesse (J.) et Mulkay (B.), « *Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A comparison using company panel data* », *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 85(1), février 2003, p. 153-165.

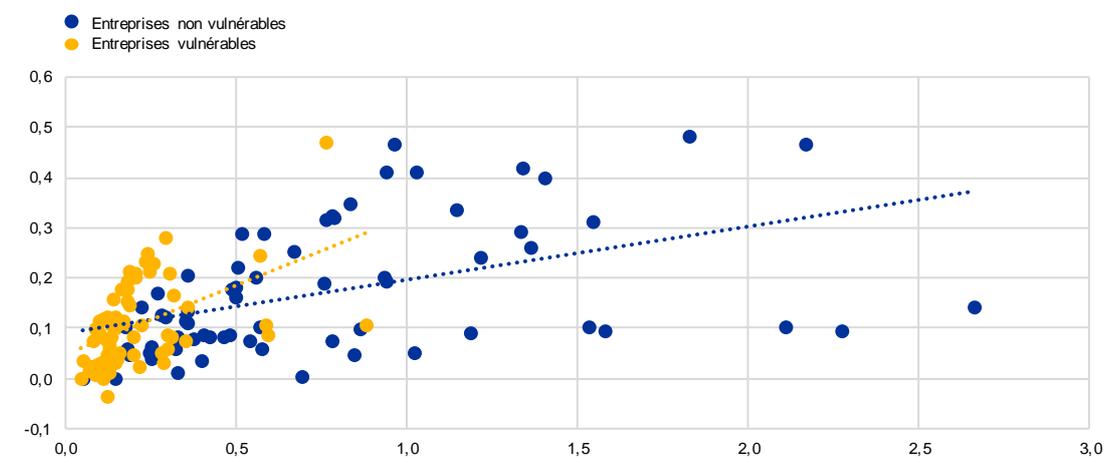
<sup>16</sup> Les entreprises vulnérables sont définies comme les entreprises qui appartiennent simultanément au tertiel le plus élevé s'agissant du ratio de levier (dette financière/total des actifs) et au tertiel le plus bas s'agissant du ratio d'actifs liquides (actifs courants moins passifs courants/total des actifs). Une entreprise dont la dette est élevée, mais dont les portefeuilles d'actifs liquides et les bénéfices sont élevés pourrait s'endetter davantage afin de financer de futurs programmes d'investissement, alors qu'une entreprise détenant peu d'actifs liquides pourrait avoir des difficultés à le faire. Cf. Albuquerque (B.), « *Corporate debt booms, financial constraints and the investment nexus* », *Staff Working Paper*, n° 935, Bank of England, août 2021.

du *cash flow* ainsi que des ventes observées en 2020 est la plus importante dans les secteurs qui ont été les plus touchés par la pandémie (graphique B). Lorsqu'elles sont disponibles, les données par secteur relatives à la formation brute de capital fixe pour 2020 confirment que l'investissement a diminué dans la plupart de ces secteurs. Les données individuelles préliminaires (mais incomplètes) pour 2020 indiquent que la baisse du taux d'investissement a été, en moyenne, inférieure aux prévisions dans l'ensemble des secteurs. Cela suggère que d'autres facteurs, tels que le soutien apporté par les politiques monétaire et budgétaires, ont également eu un effet.

## Graphique A

Investissement en actifs corporels et *cash flow* des entreprises vulnérables et non vulnérables de chaque secteur

(axe des ordonnées : investissement en actifs corporels/total des immobilisations ; axe des abscisses : *cash flow*/total des immobilisations)



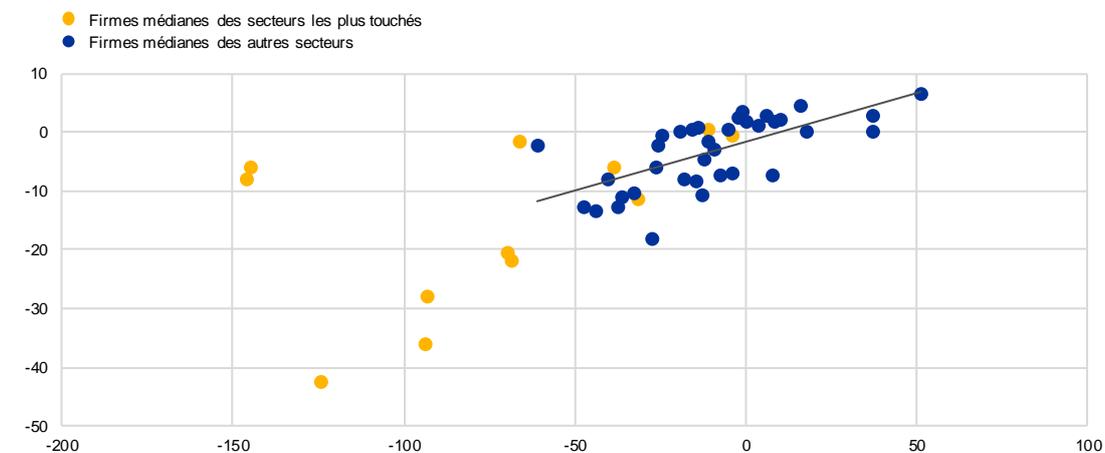
Sources : Orbis et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre l'investissement moyen en actifs corporels et le *cash flow* (c'est-à-dire les bénéfices augmentés de l'amortissement) tous deux pondérés de la valeur comptable des immobilisations, pour les entreprises vulnérables et non vulnérables de chaque secteur économique (tous secteurs à l'exception du secteur financier sur la base du système de classification NACE) en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie au cours de la période allant de 2012 à 2019. Cf. note de bas de page 16 pour une définition des entreprises vulnérables. L'ensemble des variables contenues dans les données individuelles sous-jacentes sont winsorisées aux 5<sup>e</sup> et 95<sup>e</sup> centiles afin d'atténuer l'impact des valeurs extrêmes.

## Graphique B

Variations prévues du taux d'investissement en 2020

(axe des ordonnées : variation prévue du taux d'investissement (en points de pourcentage) ; axe des abscisses : variation du *cash flow* (en pourcentages))



Sources : Orbis, BACH et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique retrace les variations du taux d'investissement de l'entreprise médiane en Espagne, en France et en Italie ainsi que dans chaque secteur économique en 2020 (tous secteurs à l'exception du secteur financier sur la base du système de classification NACE) compte tenu des variations observées du *cash flow* de 2019 à 2020. Comme les données au niveau de l'entreprise pour 2020 sont incomplètes, les informations sectorielles issues de la

base de données BACH, qui ne couvre pas l'Allemagne, ont été utilisées pour les variations aussi bien du *cash flow* que de la croissance des ventes (qui est également incluse dans l'équation d'investissement). Le taux d'investissement est défini comme la variation des immobilisations corporelles par rapport aux immobilisations corporelles et incorporelles de la période précédente. Les secteurs les plus affectés sont le commerce de gros et le commerce de détail, le transport et le stockage, les services d'hébergement et de restauration, ainsi que les arts, spectacles et activités de loisir. La ligne de régression est établie à partir des observations portant sur les entreprises d'autres secteurs (points bleus). Elle suggère clairement l'existence d'une relation positive entre les variations prévues du taux d'investissement et les variations du *cash flow*. Pour les entreprises des secteurs les plus touchés (points jaunes), la baisse à la fois du *cash flow* et du taux d'investissement prévu a été beaucoup plus importante que dans les autres secteurs.

Le soutien des pouvoirs publics a joué un rôle fondamental dans l'apport de liquidité et dans l'atténuation de l'impact de la pandémie, mais dans une mesure différente selon les entreprises. Parmi les mesures des autorités, la politique monétaire a joué un rôle essentiel pour garantir le maintien de conditions de financement favorables et un flux de crédit continu. Néanmoins, les contraintes financières peuvent signifier que les dépenses d'investissement des entreprises individuelles réagissent différemment aux changements intervenus dans la politique monétaire, et les données empiriques ne permettent pas de tirer de conclusion<sup>17</sup>. Il apparaît néanmoins que les chocs de politique monétaire approximatifs soit par les taux débiteurs bancaires soit par les variations du taux du *swap* Eonia à trois mois ont un plus grand pouvoir explicatif des décisions d'investissement des entreprises vulnérables en Espagne et en Italie que dans d'autres pays.

---

### Encadré 3

L'investissement productif et l'instrument *Next Generation EU* : effet multiplicateur ou effet d'éviction ?

---

Roberto A. De Santis, Maximilian Freier et Francesca Vinci

Cet encadré évalue l'impact de l'augmentation significative attendue de l'investissement public financé par l'UE sur l'investissement productif. L'instrument budgétaire *Next Generation EU* (NGEU) a été mis en place en réponse à la pandémie, et a été conçu à la fois comme une mesure temporaire pour soutenir le processus de reprise et pour rendre les économies de l'UE plus résistantes grâce à des réformes structurelles et des investissements, en accord avec les objectifs à long terme de l'UE tels que les transitions verte et numérique<sup>18</sup>. Sa composante principale, la facilité pour la relance et la résilience (FRR), permettra aux États membres de l'UE de bénéficier d'une enveloppe à hauteur de 724 milliards d'euros aux prix courants sous forme de subventions et de prêts sur la période 2021-2026. Le financement au titre de la FRR est subordonné, entre autres critères, à son utilisation pour des projets d'investissement conformes à des objectifs et des étapes prédéfinis.

Si l'on se concentre sur la zone euro, le NGEU devrait augmenter l'investissement public d'environ 2,5 points de pourcentage du PIB sur la période de six ans allant jusqu'en 2026. La majeure partie des financements au titre du NGEU est destinée à être allouée à de nouveaux projets d'investissement (« investissements supplémentaires »), une part plus faible finançant des projets déjà prévus au budget (« investissements de substitution »), comme le montre la première colonne du graphique A. De précédentes études suggèrent que les investissements par le NGEU et les réformes structurelles vont probablement avoir des conséquences économiques positives

---

<sup>17</sup> Cf., par exemple, Ottonello (P.), Winberry (T.), « *Financial Heterogeneity and the Investment Channel of Monetary Policy* », *Econometrica*, vol. 88, n° 6, novembre 2020, p. 2473-2502 ; Jeenas (P.), « *Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics* », *Working paper*, 2019. Lakdawala (A.) et Moreland (T.), « *Monetary Policy and Firm Heterogeneity: The Role of Leverage Since the Financial Crisis* », *Working Paper*, 2021.

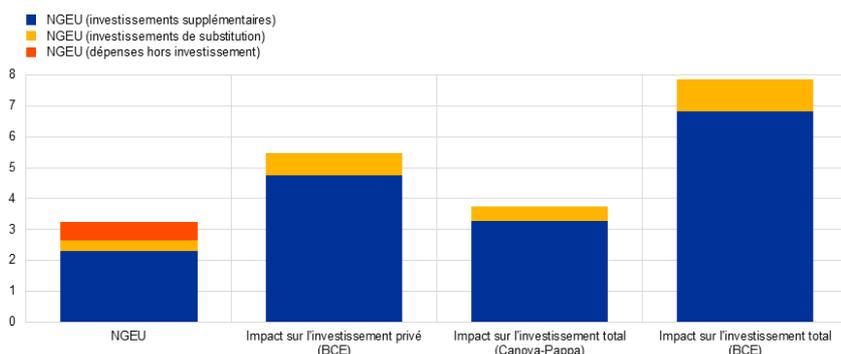
<sup>18</sup> Cf. l'article intitulé « *Le programme Next Generation EU du point de vue de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

(par exemple sur la croissance, la production potentielle, les finances publiques et la convergence entre les pays), mais elles ne s'intéressent pas explicitement aux effets sur l'investissement privé <sup>19</sup>.

## Graphique A

Le financement au titre du NGEU et son impact cumulé attendu sur l'investissement privé et total dans la zone euro (2021-2026)

(en points de pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : Canova et Pappa (cf. note de bas de page n°22) et calculs des services de la BCE avec la contribution des calculs des services de l'Eurosystème.  
Notes : Calculs fondés sur les élasticités de la variable instrumentale présentées au tableau A, appliquées aux flux de fonds attendus provenant du NGEU. Les calculs de Canova et Pappa se fondent sur leur estimation du multiplicateur, à l'impact, du Fonds européen de développement régional sur l'investissement. La plupart des subventions et des prêts consentis au titre du fond NGEU devraient financer de nouvelles mesures budgétaires dans la zone euro (« supplémentaires »), un montant plus faible devant financer des mesures budgétaires déjà prévues au budget (« substitutives »).

Établir si les évolutions de l'investissement public ont un impact positif ou négatif sur l'investissement productif reste une question controversée dans la littérature. Dans certaines circonstances, l'investissement public peut évincer l'investissement productif, soit directement, l'activité économique publique se substituant à l'activité économique privée, soit indirectement, une dette publique plus élevée faisant augmenter les taux d'intérêt et donc le coût réel du capital <sup>20</sup>. En revanche, l'investissement public peut avoir un effet multiplicateur positif sur l'investissement productif, par exemple si l'investissement dans les infrastructures publiques crée un environnement plus favorable à l'investissement productif <sup>21</sup>.

L'impact potentiel du NGEU sur l'investissement privé peut être évalué en estimant les multiplicateurs historiques des Fonds structurels et d'investissement européens (FSIE) pour l'investissement privé. Bien qu'il existe des différences entre le FSIE et le NGEU concernant leur gouvernance (par exemple, les mesures financées par la FRR ne nécessitent pas de cofinancement par les États membres de l'UE), leurs objectifs et instruments présentent deux caractéristiques communes importantes <sup>22</sup>. Premièrement, leur financement est orienté vers des objectifs globalement semblables, notamment l'investissement dans la recherche et le développement (R&D), la transition écologique et la cohésion sociale. Deuxièmement, le FSIE et le NGEU consacrent tous deux la majeure partie de leurs fonds à l'investissement (environ 80 % des

<sup>19</sup> Cf. par exemple Bańkowski (K.), Bouabdallah (O.), Domingues Semeano (J.), Dorrucchi (E.), Freier (M.), Jacquinet (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.

<sup>20</sup> Buiter (W.H.), « *'Crowding out' and the effectiveness of fiscal policy* », *Journal of Public Economics*, vol. 7, n° 3, juin 1977, p. 309-328.

<sup>21</sup> Aschauer (D.A.), « *Is public expenditure productive?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, n° 2, 1989, p. 177-200.

<sup>22</sup> Cf. également Canova (F.) et Pappa (E.), « *What are the likely macroeconomic effects of the EU Recovery plan?* », *Working Paper*, 2021; et Albrizio (S.) and Geli (J.F.), « *An empirical analysis of the determinants that can boost Next Generation EU's effectiveness* » *Economic Bulletin*, n. 4, Banco de España, 2021, p. 1-9.

dépenses du NGEU dans la zone euro ; graphique A, première colonne). En conséquence, les flux du FSIE, disponibles depuis le début des années 1990, peuvent être utilisés pour estimer les effets de ces fonds de l'UE sur l'investissement privé, composé à 70% environ d'investissements productifs, par rapport au PIB sur une base annuelle, tant à l'impact (h=0) qu'au cours des années suivantes (h>0).

Selon les observations historiques estimées pour le FSIE, les investissements publics financés par le NGEU pourraient susciter d'important d'investissements privés, avec un multiplicateur supérieur à un. Sur la base d'un panel de 28 pays de l'UE et sur la période 1994-2018, les multiplicateurs estimés du FSIE sont supérieurs à un, tant à l'impact qu'au bout d'un an (tableau A). Cela signifie qu'un euro dépensé par le biais du FSIE entraîne deux euros d'investissements privés cumulés dans le temps. L'ampleur cumulée de l'effet est donc positive et importante. Des conclusions similaires peuvent être tirées d'une étude de Canova et Pappa (cf. note de bas de page n° 22.), qui utilise des techniques économétriques alternatives et se concentre sur l'investissement total (privé et public), même si l'impact positif est moins important. Malgré une forte incertitude et des différences potentielles d'un pays à l'autre, ces estimations indiquent que les flux au titre du NGEU ont le potentiel de générer une augmentation cumulée de l'investissement privé au sein de la zone euro d'environ 5 % du PIB de la zone entre 2021 et 2026 (graphique A) <sup>23</sup>. Toutefois, cette conclusion est soumise à un certain nombre de conditions, dont la mise en œuvre rapide, optimale et efficace des programmes NGEU.

## Tableau A

### Multiplicateurs des Fonds structurels et d'investissement européens pour l'investissement privé

(impact cumulé d'un euro de financement au titre du FSIE sur les dépenses d'investissement privé par rapport au PIB pour l'année en cours (h=0) et pour l'année à venir (h=1))

	Investissement privé		Investissement total	
	h=0	h=1	h=0	h=1
<b>Multiplicateur FSIE</b>	1,144***	2,197***	1,619***	3,161***

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

Notes : L'estimation implique une régression linéaire à variable instrumentale de la variation du financement par le FSIE sur la variation de l'investissement (tous deux pondérés par le PIB), où la variation du financement prévisionnel au titre du FSIE est utilisée comme instrument. Cette dernière est calculée, pour une région donnée, comme la moyenne des déboursements du FSIE dans des régions aux caractéristiques similaires, mais situées dans des pays différents, puis agrégée au niveau national. L'estimation tient compte de la croissance du PIB de l'année précédente, des effets fixes de l'année et du pays, et des effets fixes de la crise financière mondiale par pays. Les 5 % des observations les plus hautes et les 5 % des observations les plus basses sont winsorisés.

Échantillon : 1994-2018 pour les 28 États membres de l'UE de cette période. Méthodes employées : Durand (L.) et Espinoza (R.A.), « *The Fiscal Multiplier of European Structural Investment Funds: Aggregate and Sectoral effects with an Application to Slovenia* », *IMF Working Paper*, n° 2021/118, Fonds monétaire international, 30 avril 2021. \*\*\* correspond à des données statistiquement significatives à 1 %.

Les investissements publics financés par l'UE peuvent stimuler les investissements privés de plusieurs manières. Premièrement, une grande partie du financement par l'UE est consacrée aux infrastructures de réseau (transport et communications). Cela a ouvert des zones rurales jusqu'alors isolées aux investissements des entreprises. Deuxièmement, les financements de l'UE sont souvent destinés à des secteurs sous-développés de l'économie, en particulier dans les technologies avancées. Dans ces secteurs, les rendements peuvent être relativement élevés et susciter l'intérêt des investisseurs. Une troisième explication au multiplicateur élevé du FSIE peut tenir à la nécessité d'un cofinancement national de ces projets, par des entités publiques ou

<sup>23</sup> Cf. également Pfeiffer (P.), Varga (J.) et in 't Veld (J.), « *Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment* », *European Economy Discussion Paper*, n° 144, Commission européenne, juillet 2021.

privées. Néanmoins, l'identification des facteurs à l'origine des effets positifs des investissements financés par l'UE sur les investissements privés reste un axe de recherche ouvert.

---

## 2 Opportunités et défis pour l'investissement

**La pandémie a créé d'importantes opportunités d'investissement dans la numérisation et le verdissement.** Ce sont deux des principales priorités de l'UE, et les fonds du NGEU sont destinés à stimuler ces investissements (cf. encadré 3). De nouveaux investissements considérables sont nécessaires pour atteindre les objectifs, et plusieurs défis et risques doivent être surmontés.

### Investissement dans la numérisation

**L'investissement dans les technologies numériques s'est accéléré suite au déclenchement de la pandémie, les grandes entreprises et les entreprises du secteur des services notamment ayant adopté ces technologies**<sup>24</sup>. D'après les données tirées d'enquêtes, l'adoption de technologies numériques s'est accrue au sein de l'UE entre 2018 et 2020 ; la moitié environ des entreprises interrogées en Allemagne en février 2021 ont indiqué avoir investi dans une forme ou une autre de technologie numérique durant la pandémie, et un tiers d'entre elles considèrent que la pandémie a accéléré la numérisation (graphique 4). Il existe toutefois des différences considérables entre entreprises et secteurs : les grandes entreprises de l'UE sont plus susceptibles d'avoir investi dans les technologies numériques, tandis que les petites et moyennes entreprises se sont heurtées à davantage d'obstacles financiers ou logistiques que les autres. Au niveau des secteurs, si la numérisation du secteur manufacturier était déjà importante, sans toutefois évoluer de manière significative durant la pandémie, le secteur des services a accéléré ses investissements dans les technologies numériques.

---

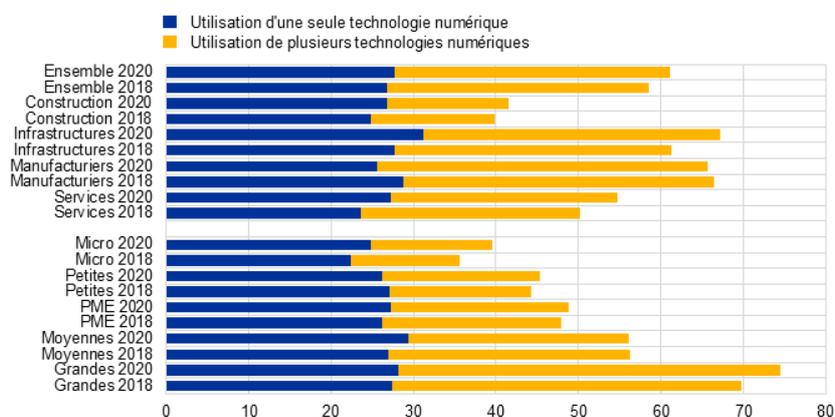
<sup>24</sup> Cf. Ficarra (M.), Rückert (D.), Virginie (A.) et Weiss (C.), *Digitalisation in Europe 2020-2021 – Evidence from the EIB Investment Survey*, Banque européenne d'investissement, juillet 2021. Cf. également Anderton (R.), Jarvis (V.), Labhard (V.), Morgan (J.), Petroulakis (F.) et Lara (V.), « *Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues* », *Occasional Paper Series*, n° 244, BCE, juin 2020, version révisée en décembre 2020.

## Graphique 4

### La pandémie de COVID-19 et la diffusion des technologies numériques

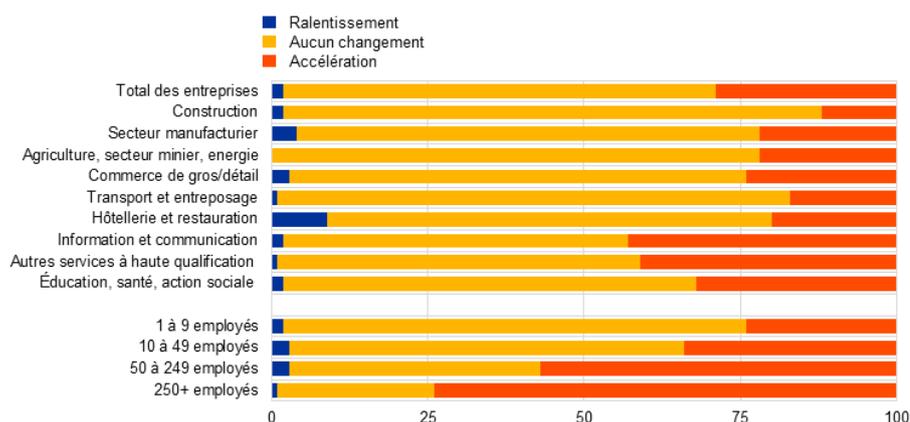
#### a) Union européenne

(pourcentages des entreprises dans l'enquête respective)



#### b) Allemagne

(pourcentages des entreprises dans l'enquête)



Sources : Partie a) : Enquête sur l'investissement de la Banque européenne d'investissement ; partie b) : Bellmann *et al.*, « *The pandemic has boosted firm investments in digital technologies* », *VoxEU*, 5 août 2021, et Institut de recherche sur l'emploi.  
Notes : L'enquête présentée dans la partie a) a été réalisée en 2018 et 2020. Les données de la partie b) répondent à la question « La pandémie a-t-elle accéléré la diffusion des technologies numériques ? » et couvrent 1 941 entreprises allemandes, interrogées par téléphone en février 2021. PME signifie « petites et moyennes entreprises ».

### La numérisation et les efforts de R&D dans la zone euro rendent

**l'investissement plus intense en actifs incorporels.** L'investissement incorporel a augmenté dans la zone euro en part du PIB (graphique 5, partie a), sous l'impulsion de la R&D, qui couvre les investissements destinés à repousser la frontière technologique, et des dépenses en logiciels et bases de données, qui retracent la composante logiciels des investissements dans le numérique. Selon les données provisoires des comptes nationaux pour 2020, l'intensité de l'investissement en actifs incorporels s'est accrue en passant de 4,1 % du PIB de la zone euro en 2019 à 4,4 % en 2020. Il est également possible de suivre l'intensité incorporelle grâce aux données de bilan des entreprises cotées en bourse constituées dans la zone euro, qui indiquent leurs dépenses de R&D et leurs dépenses incorporelles spécifiques. Ces dernières données reposent sur une définition de l'investissement incorporel plus large que celle des données des comptes nationaux, incluant également les investissements en marketing et en capital humain.

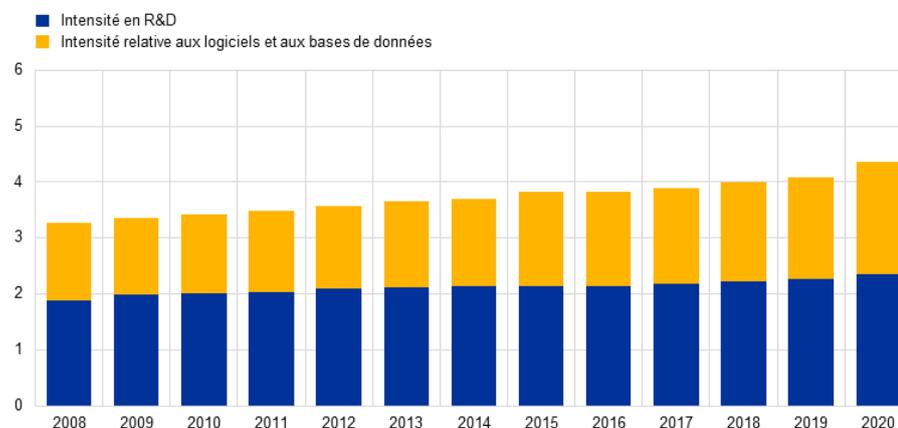
Ces investissements sont liés à la capacité des entreprises à introduire leurs produits sur le marché, à atteindre les consommateurs ainsi qu'à gagner et conserver des parts de marché. Les données de bilan des entreprises indiquent également que les entreprises de la zone euro investissent de plus en plus dans les actifs incorporels, l'investissement incorporel agrégé dépassant 5 % des ventes en 2020 (graphique 5, partie b). Cela confirme que l'impact négatif de la pandémie sur l'investissement incorporel est relativement faible (graphique 1, partie b).

## Graphique 5

### Intensité de l'investissement en actifs incorporels au sein de la zone euro

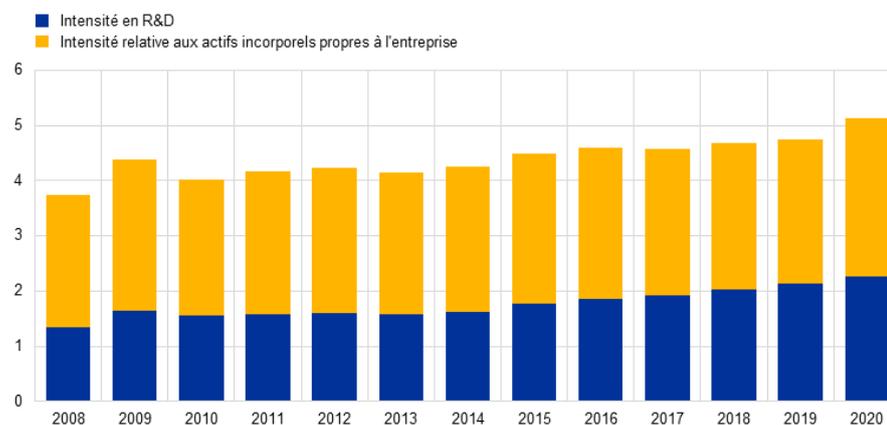
#### a) Intensité incorporelle : données des comptes nationaux

(en pourcentage du PIB)



#### b) Intensité incorporelle : données du bilan des entreprises

(en pourcentage des ventes)



Sources : Eurostat, Standard & Poor's et calculs de la BCE.

Notes : L'intensité incorporelle des comptes nationaux correspond aux investissements incorporels rapportés au PIB. L'intensité incorporelle du bilan (pour les entreprises cotées en bourse dont le siège social est situé dans la zone euro) est définie comme le total des investissements incorporels rapporté au total des ventes. L'échantillon de données de bilan exclut l'agriculture et la finance (codes NACE A et K). Les « actifs incorporels propres aux entreprises » correspondent à 30 % des ventes et des frais administratifs et généraux, comme dans l'étude de Peters et Taylor<sup>25</sup>.

**L'intensité incorporelle croissante et la numérisation accrue ont une incidence de grande ampleur sur l'environnement des entreprises.** Par exemple, les entreprises à forte intensité numérique ont tendance à stimuler la productivité de leur

<sup>25</sup> Peters (R.H.) et Taylor (L.A.), « *Intangible capital and the investment-q relation* », *Journal of Financial Economics*, vol. 123(2), 2017, p. 251-272.

secteur, même s'il faut souvent un certain temps avant que les effets bénéfiques des technologies numériques sur la productivité ne se fassent pleinement sentir <sup>26</sup>. La numérisation est également intrinsèquement liée aux régimes fiscaux, ce qui pourrait rendre la base d'imposition d'économies de plus en plus numériques et à forte intensité incorporelle plus volatile. Si les multinationales peuvent facilement transférer leurs actifs incorporels d'un endroit à un autre, la volatilité des cycles d'investissement pourrait également augmenter <sup>27</sup>. Les entreprises à forte intensité d'actifs incorporels peuvent être confrontées à des contraintes de financement supplémentaires, les investissements incorporels pouvant être difficiles à utiliser comme garantie, ce qui rend incertaine la capacité à obtenir des financements <sup>28</sup>. Par conséquent, les entreprises ont tendance à s'appuyer sur les bénéfices non distribués plutôt que sur les prêts bancaires pour financer leurs investissements incorporels <sup>29</sup>. Une économie à forte intensité incorporelle pourrait donc moins réagir au canal du crédit de la politique monétaire <sup>30</sup>.

**Les caractéristiques structurelles du secteur des entreprises rendent le chemin vers la numérisation plus difficile en Europe.** L'Europe tend à adopter lentement les technologies numériques en raison de sa proportion importante de PME, qui adoptent les nouvelles technologies plus lentement que les grandes entreprises ; un marché unique des services encore incomplet ; une préférence pour le financement par l'emprunt, du fait de la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts ; et, dans une certaine mesure, des facteurs liés à la réglementation et aux coûts <sup>31</sup>.

## Verdissement des investissements

### Le besoin de développer de nouvelles technologies pour atténuer les risques liés au changement climatique et s'y adapter crée des opportunités

<sup>26</sup> Pour une analyse détaillée, cf. Haskel (J.) et Westlake (S.), *Capitalism without capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017, et pour une analyse de l'impact différé de l'investissement numérique sur la productivité au niveau des entreprises et sur l'économie dans son ensemble. « le paradoxe de la productivité », cf. Groupe de travail sur la productivité, l'innovation et le progrès technologique, « *Key factors behind productivity trends in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 268, BCE, septembre 2021, version révisée en décembre 2021.

<sup>27</sup> Cf. Crotti (R.), « *Does intangible asset intensity increase profit-shifting opportunities of multinationals?* » *Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper*, n° 02-2021, 2021 ; Avdijev (S.), Everett (M.) et Shin (H.S.), « *Tracking the international footprints of global firms* », *Revue trimestrielle de la BRI*, 11 mars 2018 ; et Montornès (J.) et Khder (M.B.), « *L'effet des transferts des multinationales sur le PIB Irlandais* », *Bloc-notes Eco*, Billet n° 202, Banque de France, 2 mars 2021.

<sup>28</sup> Cf. Coad (A.) et al., « *Investment expectations by vulnerable European firms – a difference-in-difference approach* », *EIB Working Papers*, 2022/04, Banque européenne d'investissement, mars 2022.

<sup>29</sup> Cf. Caggese (A.) et Pérez-Orive (A.), « *How stimulative are low real interest rates for intangible capital?* », *European Economic Review*, vol. 142, 103987, février 2022.

<sup>30</sup> Cf. Döttling (R.) et Ratnovski (L.), « *Technological progress reduces the effectiveness of monetary policy* », *VoxEU*, 19 mars 2021

<sup>31</sup> Cf. l'encadré intitulé « *La transformation numérique et son impact sur l'économie : éléments tirés d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises* », *Bulletin économique*, BCE, n° 7, 2018 ; Anderton (R.), Jarvis (V.), Labhard (V.), Morgan (J.), Petroulakis (F.) et Vivian (L.), « *Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues* », *Occasional Paper Series*, n° 244, BCE, juin 2020, version révisée en 2020 ; « *The Digital Transformation of SMEs* » *Policy Highlights*, OCDE, 2021.

**d'investissement** <sup>32</sup>. Selon les résultats d'une récente enquête de la BCE auprès des entreprises, les grandes entreprises associent le changement climatique non seulement à des risques, mais aussi à des opportunités pour leur activité, en particulier si elles cherchent à être les leaders de la transition, ou à développer des technologies propres ou des services informatiques et de conseil qui facilitent la transition des autres entreprises <sup>33</sup>. L'enquête montre que les entreprises ont déjà accru leurs investissements pour atténuer les risques liés au climat, assurer le respect des politiques climatiques et limiter les perturbations causées par d'éventuelles catastrophes naturelles.

**L'innovation verte, mesurée par les brevets portant sur les technologies permettant d'atténuer le changement climatique et de s'y adapter, rapportés à l'ensemble des brevets, a connu une progression significative dans certains secteurs.** Les brevets verts représentent la plus grande part de l'ensemble des brevets déposés de 2016 à 2018 dans les secteurs les plus polluants, tels que les produits de base, l'énergie et ceux produisant d'autres biens industriels, indiquant qu'une grande partie de leurs dépenses de R&D était consacrée aux technologies vertes (graphique 6). Le processus de diffusion des technologies brevetées dans l'économie au sens large devrait entraîner de nouveaux investissements verts.

---

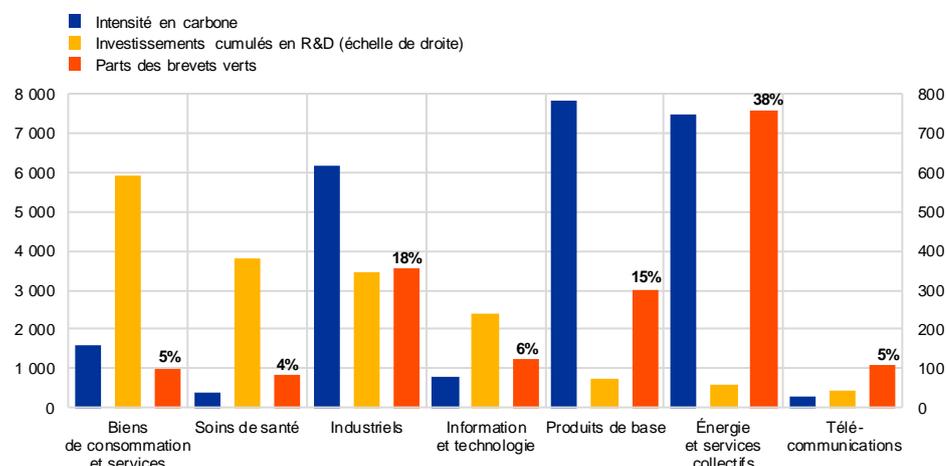
<sup>32</sup> Non seulement la transition vers une économie plus verte, mais aussi les risques physiques, tels que les catastrophes naturelles, affectent l'investissement, en détruisant le capital et en entraînant de nouveaux investissements (bien que ce point ne soit pas approfondi ici), cf. Hallegatte (S.) et Przyluski (V.), « *The economics of natural disasters* », *CESifo Forum*, vol. 11, n° 02, Institut ifo – Institut Leibniz pour la recherche économique de l'Université de Munich, juillet 2010, p. 14-24.

<sup>33</sup> Cf. l'encadré intitulé « *L'impact du changement climatique sur l'activité et les prix – enseignements d'une enquête auprès de grandes entreprises* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

## Graphique 6

### Investissements cumulés en R&D et innovation verte par secteur d'activité principal

(échelle de gauche : tonnes d'équivalents CO2/millions de dollars US, échelle de droite : milliards d'euros)



Sources: Tableau de bord de la Commission européenne relative aux investissements industriels en R&D pour les investissements en R&D, base de données COR&DIP© v.3 de la CE-CCR/OCDE pour les brevets, Urgentem pour les émissions, calculs des services de la BCE.

Notes : L'intensité carbone correspond au rapport entre les émissions de CO2 et les recettes ; le graphique présente les moyennes sectorielles pour 2020. Les investissements cumulés en R&D sont calculés comme la somme des investissements en R&D (en termes nominaux) des 500 entreprises ayant investi les sommes les plus importantes en R&D dans les 27 pays de l'UE ainsi qu'au Royaume-Uni sur la période 2011-2020. L'année initiale 2011 a été choisie en raison d'un changement, cette année-là, dans les définitions des secteurs de l'*Industry Classification Benchmark* gérée par FTSE Russell. Le secteur d'activité principal se fonde sur l'*Industry Classification Benchmark*. Les brevets verts sont définis comme ceux liés à l'atténuation et à l'adaptation au changement climatique. L'innovation verte fait référence à la part de brevets verts déposés par les 462 plus gros investisseurs en R&D entre 2016 et 2018.

### L'investissement dans les énergies propres constitue le principal pilier de la transition verte et dépend fortement de la disponibilité de technologies propres destinées à produire de l'énergie.

L'investissement dans la transition énergétique est en augmentation pour l'ensemble des technologies et a atteint quelque 110 milliards d'euros dans la zone euro en 2021<sup>34</sup>. Cela ne constitue encore qu'une faible part de l'investissement global (graphique 7). Si le rythme d'investissements verts dans l'UE a augmenté pendant la période de pandémie, 90 à 100 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an seront nécessaires d'ici 2050 pour atteindre l'objectif européen de zéro émission nette<sup>35</sup>. Les besoins en investissement sont plus élevés dans le cadre d'un dosage des politiques, combinant tarification du carbone, interdictions et réglementations, et subventions vertes, que dans celui d'une politique fondée uniquement sur la tarification du carbone<sup>36</sup>. S'agissant des différents secteurs, les besoins en investissement du secteur de l'immobilier résidentiel dépassent les investissements cumulés nécessaires dans les secteurs des transports, de l'industrie et des services. La crise énergétique et la guerre en Ukraine ont renforcé les incitations à poursuivre

<sup>34</sup> Cf. « *Global Investment in Low-Carbon Energy Transition Hit \$755 Billion in 2021* », BloombergNEF, 27 janvier 2022.

<sup>35</sup> Cf. Groupe consultatif de haut niveau sur les défis économiques et sociaux post-COVID, « *A New Era for Europe – How the European Union Can Make the Most of its Pandemic Recovery, Pursue Sustainable Growth, and Promote Global Stability* », Union européenne, Luxembourg, 1<sup>er</sup> mars 2022, p. 22.

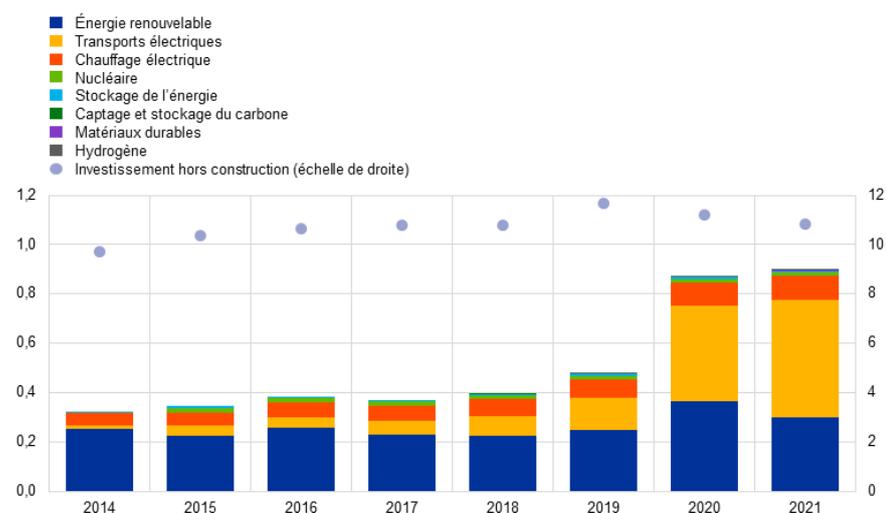
<sup>36</sup> Cf. « *Rapport d'analyse d'impact accompagnant le document : Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : Accroître les ambitions de l'Europe en matière de climat pour 2030 – Investir dans un avenir climatique neutre, dans l'intérêt de nos concitoyens* », *Document de travail des services de la Commission*, SWD(2020) 176 final, Commission européenne, Bruxelles, 17 septembre 2020.

l'investissement dans les énergies vertes pour des raisons de sécurité énergétique. Dans le même temps, la hausse des prix mondiaux des matières premières qui en découle et la résurgence des goulets d'étranglement en matière d'approvisionnement ont accru le risque de retards d'investissement dans le secteur des énergies propres en tirant les coûts de production des panneaux solaires, des éoliennes et des batteries à la hausse.

### Graphique 7

#### Investissement hors construction et investissement dans la transition énergétique au sein de la zone euro, par technologie

(en pourcentage du PIB)



Sources: BloombergNEF et Eurostat.

Note : Les séries « nucléaire », « captage et stockage du carbone », « matériaux durables » et « hydrogène » débutent respectivement en 2015, 2018, 2021 et 2019.

#### L'investissement vert présente plusieurs défis, principalement liés à la disponibilité du financement, à la stabilité de la réglementation et aux effectifs.

Les financements public et privé sont essentiels pour appuyer l'investissement vert<sup>37</sup>. Le financement de l'UE pour les investissements privés destinés aux nouvelles technologies vertes est assuré par l'instrument *Next Generation EU* (cf. encadré 3), les prêts du Fonds européen pour les investissements stratégiques et de la Banque européenne d'investissement<sup>38</sup>. En outre, le dosage des politiques (*policy mix*) et les rendements du secteur privé sur de tels projets doivent offrir les motivations appropriées. Afin de faciliter et d'encourager la mise en œuvre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 », la tarification du carbone et les réglementations prévues par le *Green Deal* s'accompagnent d'infrastructures appropriées, du mécanisme pour une transition juste (MTJ) et d'une suppression

<sup>37</sup> Cf. Département des affaires économiques (BEI), « *Investment Report 2020/2021: Building a smart and green Europe in the Covid-19 era* », Banque européenne d'investissement, 2021, p. 149, et Spinaci (S.), « *Green and sustainable finance* », *Briefing*, Service de recherche du Parlement européen, Parlement européen, février 2021.

<sup>38</sup> La Banque européenne d'investissement prévoit de financer des investissements liés à l'action climatique et à la durabilité environnementale à hauteur de 1 000 milliards d'euros sur la période 2021-2030. Elle a cessé de financer des projets de combustibles fossiles en 2021 et augmentera progressivement la proportion de ses financements en faveur de l'action climatique et de la durabilité environnementale pour atteindre la moitié de ses opérations en 2025.

progressive des quotas gratuits du système d'échange de quotas d'émission <sup>39</sup>. Néanmoins, de nombreuses entreprises européennes hésitent à investir en raison de l'incertitude autour du cadre réglementaire, des coûts d'investissement élevés, du manque de financement, de la pénurie de personnel qualifié et de l'incertitude entourant les nouvelles technologies <sup>40</sup>. Même si les entreprises interrogées par la BCE ont fait état de ces défis dans une enquête spéciale portant sur le changement climatique menée cette année, tous les participants prévoient d'augmenter leurs investissements pour atténuer les effets du changement climatique tout au long de la période de transition, dans le cadre de leur stratégie visant à préserver leur résilience <sup>41</sup>.

### 3 Conclusions

**L'investissement des entreprises de la zone euro a chuté pendant la pandémie ; le rebond a été important, mais varie considérablement selon les pays, les entreprises et les types d'investissement.** Néanmoins, la pandémie a accéléré l'adoption des technologies numériques en raison du développement du travail à distance. L'investissement vert privé est stimulé par les politiques de transition écologique et les changements de comportement des entreprises en réponse à la montée des risques climatiques ainsi qu'aux préoccupations de sécurité énergétique liées à la guerre en Ukraine. Bien que soutenus par des politiques exceptionnelles, les investissements ont continué d'être confrontés à des obstacles au cours des deux dernières années, ce qui pose également des risques évidents pour les années à venir. La guerre a intensifié les risques qui pèsent sur les perspectives à court terme de l'investissement en termes de contraintes d'approvisionnement, de coûts de production et d'incertitude. De plus en plus, l'épargne des entreprises a excédé l'investissement. Il est encore difficile de savoir quand les entreprises commenceront à consacrer leur épargne accumulée à l'investissement.

**La poursuite de la reprise de l'investissement dans la zone euro est fortement tributaire de la quête ambitieuse de numérisation et de verdissement de l'économie de la zone euro.** Si cette double transformation a créé des opportunités d'investissement pendant la pandémie, les besoins d'investissement dans ces domaines restent considérables et les sommes investies encore insuffisantes. Bien que la R&D et les nouvelles technologies aient le potentiel de stimuler la productivité de la zone euro, en particulier compte tenu des synergies possibles entre investissements numériques et investissements verts, des défis subsistent en

<sup>39</sup> Le [plan d'investissement du pacte vert pour l'Europe](#) vise à a) augmenter les financements et mobiliser au moins 1 000 milliards d'euros d'investissements durables sur la prochaine décennie, en particulier par le biais du programme *InvestEU* ; b) créer un cadre propice pour les investisseurs privés et publics ; et c) soutenir l'identification, la mise en place et la réalisation de projets durables. Dans le cadre du pacte vert pour l'Europe, l'UE revoit sa législation liée au climat, à l'énergie et aux transports selon le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » pour que les lois actuelles soient en phase avec ses objectifs pour 2030 et 2050.

<sup>40</sup> Cf. Delanote (J.) et Rückert (D.), « [How to foster climate innovation in the European Union: Insights from the EIB Online Survey on Climate Innovation](#) », *EIB Working Papers*, février 2022, Banque européenne d'investissement, février 2022.

<sup>41</sup> Cf. l'encadré intitulé « [L'impact du changement climatique sur l'activité et les prix – enseignements d'une enquête auprès de grandes entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

termes de financement, de réglementation et d'incitations, qui nécessitent des politiques coordonnées.

## 2 Garantir la liberté de choisir son moyen de paiement : l'accès aux espèces dans la zone euro

Alejandro Zamora-Pérez

**L'Eurosystème est attaché au principe selon lequel chaque individu dans la zone euro doit pouvoir décider comment effectuer ses paiements au quotidien, indépendamment de toute préférence personnelle, situation géographique ou aptitudes en matière de technologies.** Les dernières données de la BCE indiquent que, malgré la diminution progressive des transactions en espèces, celles-ci restent l'instrument de paiement le plus populaire parmi les citoyens de la zone euro pour les transactions au quotidien dans les points de vente ou pour les paiements de particulier à particulier. En outre, les espèces sont utilisées pour détenir de l'épargne et de la liquidité, en particulier en période de crise ou d'incertitude. Satisfaire la demande d'espèces requiert une infrastructure physique sophistiquée qui implique les banques centrales et des intermédiaires privés dans la distribution de billets et de pièces aux citoyens et aux entreprises. Cependant, comme cela a été observé dans d'autres économies, la diminution du recours aux espèces pour les paiements pourrait entraîner une réduction des services de traitement des espèces fournis par les établissements de crédit. Cela pourrait ainsi rendre les retraits d'espèces plus difficiles ou plus coûteux, en particulier pour les groupes vulnérables ou pour les personnes vivant dans des zones géographiquement reculées, qui n'ont parfois pas accès à d'autres moyens de paiement. Afin de contribuer à éviter cette situation, l'Eurosystème suit de près le développement et l'étendue des services fiduciaires dans la zone euro et analyse les mesures actuelles visant à empêcher, en temps opportun, toute détérioration de ces services. L'Eurosystème agit dans le cadre de sa responsabilité d'assurer la liberté de choisir le moyen de paiement et l'accès aux espèces pour tous les citoyens. Cet article traite de l'accès aux espèces (section 1), des tendances récentes s'agissant des points d'accès aux espèces (section 2), des manières de mesurer l'accès aux espèces (section 3) et des initiatives visant à garantir l'accès aux espèces (section 4).

### 1 Pourquoi l'accès aux espèces est-il important ?

**Les espèces sont l'instrument de paiement le plus souvent utilisé par les citoyens de la zone euro, mais leur utilisation décroissante dans les transactions pourrait entraîner des modifications de l'infrastructure de traitement des espèces qui limiteraient l'accès des citoyens à ce moyen de paiement.** En 2019, dans la zone euro, environ trois transactions sur quatre dans un point de vente ont été réalisées en espèces <sup>1</sup>. Toutefois, au cours des dernières

---

<sup>1</sup> Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area* (SPACE) », BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2020.

années, on a observé une tendance décroissante à utiliser les espèces<sup>2</sup> (tendance qui s'est accélérée pendant la pandémie de coronavirus (COVID-19))<sup>3</sup>. En parallèle, le nombre de succursales bancaires par habitant dans la zone euro a diminué. Le nombre de distributeurs automatiques de billets (DAB) par habitant a légèrement augmenté, ce qui a en partie compensé les fermetures de succursales bancaires. Cependant, dans certains pays de la zone euro, tels que la Belgique et les Pays-Bas, le réseau de DAB s'est également rétréci. Il existe une relation entre la diminution du recours aux espèces pour les transactions au quotidien et la diminution du nombre de points de retrait et de dépôt d'espèces. D'une part, le recul de l'usage transactionnel exerce une pression sur les fournisseurs privés pour réduire les coûts liés au traitement des espèces (par exemple, en fermant les points de retrait et de dépôt d'espèces qui ne sont plus rentables) ou pour augmenter les recettes (par exemple, les frais) liées aux services fiduciaires. Cela est dû au fait que l'infrastructure de traitement des espèces implique des coûts fixes importants, ce qui signifie qu'une diminution du recours aux espèces augmente les coûts par unité. D'autre part, une réduction du nombre de points d'accès aux espèces pourrait accroître l'effort que les citoyens doivent faire pour obtenir des espèces, ce qui pourrait encore faire baisser la demande et exercer une pression supplémentaire pour réduire le nombre de points de retrait et de dépôt d'espèces. Ce deuxième effet n'est peut-être pas très prononcé à l'heure actuelle dans la zone euro, mais à l'avenir, l'infrastructure de traitement des espèces pourrait se détériorer au point que la disponibilité des espèces ait une incidence sur le choix du moyen de paiement.

**Les conséquences d'une détérioration de l'infrastructure de traitement des espèces sont plus visibles dans les pays où le recours aux espèces a diminué plus rapidement et où la nécessité de mettre en place des initiatives pour garantir l'accès aux espèces est devenue plus évidente.** Exemple notable,

la Suède, où l'on observe un recul prononcé de l'utilisation des espèces<sup>4</sup>. De nombreuses succursales bancaires en Suède refusent désormais de manipuler les espèces, de nombreux détaillants n'acceptent que les paiements scripturaux, et même certains services de base n'acceptent plus les espèces (par exemple, des hôpitaux ont refusé que les patients payent en espèces)<sup>5</sup>. En outre, l'éventuelle absence d'une solution de repli non numérique en cas de panne du système est perçue comme un risque réel. Plusieurs de ces évolutions ont entraîné une forte

<sup>2</sup> *Ibid.* La rapidité à laquelle l'utilisation des espèces diminue diffère d'un pays de la zone euro à l'autre. Entre 2016 et 2019, la part des transactions en espèces a reculé de 6 points de pourcentage en moyenne, tandis que dans certains pays la baisse a été plus prononcée (par exemple, en Finlande et aux Pays-Bas, elle a été de 11 et 17 points de pourcentage, respectivement).

<sup>3</sup> En juillet 2020, quelques mois après le début de la pandémie, environ 40 % des participants à une enquête de la BCE réalisée à l'échelle de la zone euro ont indiqué avoir recours aux espèces un peu moins souvent ou beaucoup moins souvent. Cependant, il est encore trop tôt pour déterminer si ces premières conclusions d'enquête se traduiront par un changement durable des comportements une fois que la pandémie sera terminée ou que la COVID-19 sera devenue endémique. Pour les résultats de l'enquête, cf. Tamele (B.), Zamora-Pérez (A.), Litardi (C.), Howes (J.), Steinmann (E.) et Todt (D.), « *Catch me (if you can): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash* », *Occasional Paper Series*, n° 259, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2021.

<sup>4</sup> La Sveriges Riksbank a affirmé que le recul des espèces en Suède ne peut pas s'expliquer par des causes traditionnelles. Les mesures pour lutter contre l'évasion fiscale et le remplacement total des anciens billets et pièces en Suède entre 2010 et 2017 peuvent en partie expliquer ce recul inhabituel. Cf. « *Why are people in Sweden no longer using cash?* », *Payments in Sweden 2020*, Sveriges Riksbank, octobre 2020.

<sup>5</sup> Cf. « *Access to Cash Review – Final report* », *Access to Cash Review*, mars 2019.

réaction négative de la part de certaines catégories de la population et ont suscité des discussions entre responsables politiques de tous les partis afin de trouver des solutions législatives (cf. section 4).

**Si ces tendances survenaient dans la zone euro, elles pourraient avoir des répercussions négatives pour de nombreux citoyens de la zone euro qui préfèrent utiliser les espèces ou qui veulent simplement pouvoir choisir ce mode de paiement ou d'épargne.** La transformation numérique ayant conduit à des améliorations dans de nombreux domaines de la vie quotidienne, on part souvent du principe qu'une « économie sans espèces » serait bénéfique à tous les segments de la société. Certains observateurs ont plaidé en faveur de mesures visant à restreindre le recours aux espèces (par exemple, la promotion de moyens de paiement numériques ou la limitation stricte des paiements en espèces). Toutefois, dans ces discussions, le point de vue de l'utilisateur d'espèces est souvent négligé, ou les avantages qui découlent des espèces sous-estimés. Des évaluations récentes de mesures spécifiques restreignant l'utilisation des espèces ont conclu que, dans certaines configurations, les coûts de ces mesures sont supérieurs aux avantages pour la société <sup>6</sup>. Dans la zone euro, un nombre important de citoyens préfèrent utiliser les espèces pour effectuer des transactions, et ce, pour diverses raisons. Par exemple, les données d'enquêtes montrent que de nombreux consommateurs utilisent les espèces, car cela leur permet d'avoir une vision d'ensemble claire de leurs dépenses <sup>7</sup>. Les citoyens mentionnent également d'autres raisons d'utiliser les espèces pour payer, notamment le fait que celles-ci sont largement acceptées, faciles d'utilisation, rapides, sûres et anonymes <sup>8</sup>. Par ailleurs, les consommateurs tendent à préférer les espèces aux moyens de paiement numériques dans certaines circonstances. Par exemple, les espèces sont largement préférées pour les paiements de faible montant ou dans certains endroits (tels que les magasins ou les restaurants), et sont utilisées plus souvent dans les zones rurales <sup>9</sup>. Les enquêtes montrent également qu'une majorité de citoyens dans la zone euro voudraient encore avoir la possibilité de payer en espèces, même si certains indiquent avoir une préférence pour les moyens de paiement numériques <sup>10</sup>. En outre, les estimations suggèrent que les espèces sont de plus en plus utilisées comme valeur refuge en temps normal comme en période de crise, et à l'intérieur de la zone euro comme à l'extérieur <sup>11</sup>. En résumé, le comportement de nombreux citoyens indique que les espèces présentent pour eux une valeur ajoutée par rapport à d'autres moyens de paiement ou d'autres options d'épargne, et que la réduction de l'accès aux espèces les affecterait négativement.

<sup>6</sup> Cf., par exemple, Álvarez (F.), Argente (D.), Jiménez (R.) et Lippi (F.), « *Cash: A Blessing or a Curse* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, janvier 2022, p. 85-128.

<sup>7</sup> Cf. Esselink (H.) et Hernández (L.), « *The use of cash by households in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 201, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2017.

<sup>8</sup> *Ibid.*

<sup>9</sup> Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area* (SPACE) », *op. cit.* Les données de l'enquête SPACE montrent qu'en 2019, 92 % (83 %) des paiements inférieurs à 5 euros (entre 5 et 10 euros) dans un point de vente et entre particuliers ont été réalisés en espèces.

<sup>10</sup> Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area* (SPACE) », *op. cit.*

<sup>11</sup> Cf. l'article intitulé « *Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2021.

**En outre, la perte de l'accès aux espèces aurait une plus grande incidence sur les citoyens qui ne peuvent pas utiliser d'autres moyens de paiement et risquent l'exclusion financière** <sup>12</sup>. Environ 13,5 millions de personnes dans la zone euro sont non bancarisées (c'est-à-dire qu'elles ne disposent pas de compte bancaire ou d'accès aux services financiers) et dépendent largement des espèces pour réaliser des paiements de manière indépendante. Un nombre encore plus important d'individus sont sous-bancarisés, c'est-à-dire qu'ils ont un compte bancaire, mais ne disposent pas d'un accès pratique aux services financiers. S'agissant de la question spécifique de l'accès aux moyens de paiement scripturaux, les données d'enquête de la BCE montrent qu'en 2019, environ 2 % des citoyens de la zone euro âgés de plus de 18 ans n'avaient pas accès aux moyens de paiement scripturaux et dépendaient donc uniquement des espèces ou d'autres personnes pour effectuer des paiements <sup>13</sup>. Ce pourcentage est plus élevé pour certains groupes de la population, tels que ceux âgés de 65 ans et plus (3 %), ceux n'ayant achevé que le niveau d'enseignement primaire ou secondaire (4 %), ou ceux issus de certains pays, notamment Chypre, la Grèce ou Malte (environ 10 %). Dans ce contexte, les banques centrales du monde entier ont fait preuve d'un regain d'intérêt pour garantir l'inclusion financière en généralisant l'accès à la monnaie de banque centrale. Parmi les nouvelles options possibles, certaines banques centrales envisagent de mettre en place des monnaies numériques de banque centrale (MNBC), qui seraient accessibles au public <sup>14</sup>. Il existe toutefois un clivage entre les personnes qui utilisent de plus en plus les moyens de paiement numériques et celles qui ne peuvent pas les utiliser ou qui sont réticentes à les adopter. Les sources d'exclusion financière étant diverses, les solutions numériques peuvent être utiles dans certains cas, mais des analystes affirment que, dans certains contextes, garantir la disponibilité généralisée des espèces peut être plus efficace que d'autres stratégies pour éviter l'exclusion <sup>15</sup>. En conséquence, il est important d'explorer également des solutions qui garantissent que les espèces restent accessibles et acceptées. Dans la zone euro, ces considérations sont en adéquation avec la position générale de l'Eurosystème à l'égard de l'introduction d'un euro numérique, qui, comme les espèces, constituerait une forme de monnaie de banque centrale adossée à l'Eurosystème <sup>16</sup>. Selon l'Eurosystème, si un euro numérique venait à être mis en place, il ne remplacerait pas les espèces, mais les compléterait.

<sup>12</sup> Cf. Panetta (F.), « *Cash still king in times of COVID-19* », intervention lors de la Deutsche Bundesbank's 5<sup>th</sup> International Cash Conference – « *Cash in times of turmoil* », 15 juin 2021.

<sup>13</sup> Cf. « *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area* (SPACE) », *op. cit.*

<sup>14</sup> Cf. Boar (C.) et Wehrli (A.), « *Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency* », *BIS Papers*, n° 114, Banque des règlements internationaux, janvier 2021.

<sup>15</sup> Cf. Mancini-Griffoli (T.), Martinez Peria (M.S.), Agur (I.), Ari (A.), Kiff (J.), Popescu (A.) et Rochon (C.), « *Casting Light on Central Bank Digital Currency* », *IMF Staff Discussion Notes*, n° 18/08, Fonds monétaire international, novembre 2018. Les données d'enquêtes semblent indiquer que la réticence à utiliser les nouvelles technologies financières chez certains segments de la population, tels que les citoyens plus âgés, pourrait venir du sentiment d'une faible utilité de l'adoption de nouvelles technologies. Cf., par exemple, Doerr (S.), Frost (J.), Gambacorta (L.) et Qiu (H.), « *Population ageing and the digital divide* », *SUERF Policy Briefs*, n° 270, février 2022. À cet égard, la technologie ne permet pas de transposer certaines des caractéristiques uniques des espèces aux moyens de paiement numériques. Cf. « *Eurosysteem experimentation regarding a digital euro – Research workstream on hardware bearer instrument* », Deutsche Bundesbank, Francfort-sur-le-Main, 2021.

<sup>16</sup> Cf. le site internet de la BCE pour plus d'informations sur l'euro numérique.

**Pour les raisons mentionnées ci-dessus, dans le cadre de sa stratégie fiduciaire <sup>17</sup>, l'Eurosystème s'engage à maintenir les espèces et l'infrastructure de traitement correspondante afin de garantir l'accès à ce moyen de paiement.**

Actuellement, la situation générale en matière d'accès aux espèces dans la zone euro ne suscite pas de préoccupations <sup>18</sup>. Cependant, l'expérience des pays où le recours aux espèces a fortement reculé montre que les autorités publiques et les banques centrales doivent rester vigilantes quant à l'évolution des problèmes d'accès aux espèces. Afin de prévenir ces problèmes et de garantir la liberté des citoyens dans le choix de leur moyen de paiement et afin d'éviter l'exclusion financière de certains groupes sociaux, la stratégie fiduciaire de l'Eurosystème vise à garantir que les billets et les pièces en euros soient largement disponibles, accessibles et acceptés.

## 2 Les points d'accès aux espèces dans la zone euro

**Pour évaluer l'accès aux espèces sur un territoire donné, il est fondamental d'analyser les points d'accès aux espèces accessibles aux citoyens et aux entreprises.** Fournir des espèces aux citoyens suppose une infrastructure et un système de distribution sophistiqués faisant intervenir plusieurs acteurs, tels que les imprimeries fiduciaires, les banques centrales, les sociétés de transport de fonds et les établissements de crédit. Cependant, le public n'interagit qu'avec le dernier maillon de la chaîne d'approvisionnement, c'est-à-dire les points d'accès aux espèces, tels que les DAB et les succursales bancaires, où il peut retirer et déposer des espèces.

**Dans la zone euro, le nombre total de points d'accès aux espèces est en baisse, bien que les tendances diffèrent d'un pays à l'autre.** Le graphique 1 présente le nombre de points d'accès aux espèces traditionnels (succursales bancaires et DAB) pour 100 000 habitants dans une sélection de pays de la zone euro. Bien qu'il semble y avoir une nette tendance à la diminution du nombre moyen de succursales bancaires pour 100 000 habitants dans la zone euro, le nombre de DAB pour 100 000 habitants a légèrement augmenté au cours de la période 2016-2020. Cela est dû au fait que certains pays résistent à une réduction de leur réseau de DAB (Allemagne), voire l'étendent (Italie et Autriche). On observe également une tendance générale connexe à l'augmentation du nombre de machines de recyclage des espèces, c'est-à-dire des DAB plus modernes qui permettent aux clients de déposer des billets et qui recyclent les billets déposés par des clients lors de transactions précédentes. Ces machines sont utilisées par les banques et par d'autres professionnels manipulant des espèces afin de compenser partiellement la réduction des services fiduciaires proposés aux guichets des succursales et du nombre de DAB qui ne font que délivrer des billets.

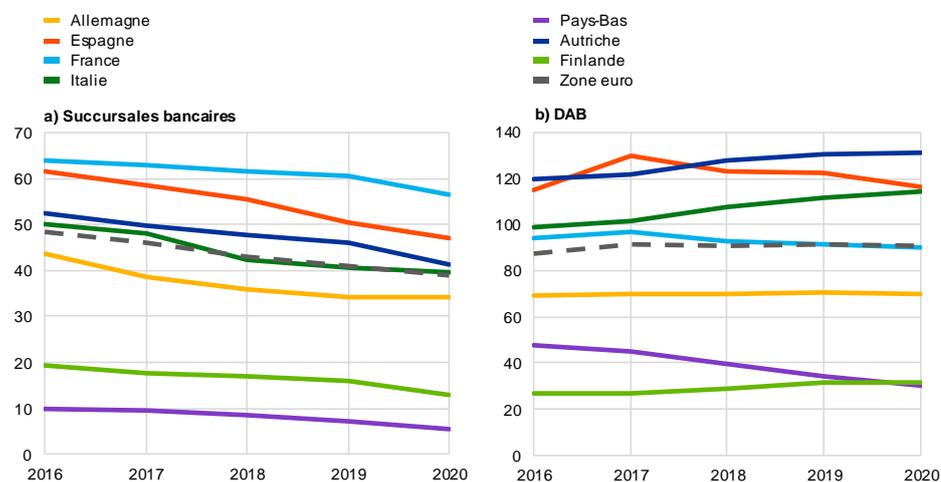
<sup>17</sup> Cf. le site internet de la BCE pour plus d'informations sur la [stratégie fiduciaire de l'Eurosystème](#).

<sup>18</sup> Cf. « [Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash](#) », Conseil des paiements de détail en euros, novembre 2021.

## Graphique 1

Nombre de points d'accès aux espèces pour 100 000 habitants dans une sélection de pays de la zone euro, 2016-2020

(pour 100 000 habitants)



Sources : BCE et Banque mondiale.

Notes : Les DAB comprennent tous les types de distributeurs de billets utilisés par les clients (distributeurs de billets et machines disposant de fonctionnalités de dépôt, dont certaines recyclent également les billets déposés par des clients lors de transactions précédentes après avoir procédé à des vérifications d'authenticité obligatoires). Les données relatives aux succursales bancaires et aux DAB (le numérateur) proviennent de la BCE, tandis que les données relatives à la population (le dénominateur) proviennent de la Banque mondiale.

**Les raisons principales de la diminution du nombre de points d'accès aux espèces comprennent des facteurs d'offre (tels que les stratégies de réduction des coûts des banques ou la numérisation croissante des services bancaires) et des tendances démographiques.** Malgré les implications sociales et

économiques majeures de la fermeture de points d'accès aux espèces<sup>19</sup>, peu d'études ont analysé les facteurs à l'origine de cette tendance, même si certains facteurs ont été identifiés. Comme le montre le graphique 1, la France et les Pays-Bas illustrent clairement les réductions du nombre de succursales bancaires et de DAB. Dans ces pays, les conditions économiques générales exercent une pression sur les banques pour réduire les coûts, ce qui entraîne la fermeture des succursales bancaires les moins rentables ou de celles situées à proximité d'autres succursales<sup>20</sup>. Comme dans la plupart des autres pays présentés dans le graphique 1, la rationalisation du réseau des succursales bancaires a été plus

<sup>19</sup> Outre l'accès réduit aux services financiers, les fermetures de succursales bancaires peuvent entraîner une réduction de l'offre locale de crédit et une diminution des créations d'entreprise. Cf., par exemple, Nguyen (H.L.Q.), « *Are credit markets still local? Evidence from bank branch closings* », *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 11(1), 2019, p. 1-32 ; et Ho (C.S.T.) et Berggren (B.), « *The effect of bank branch closures on new firm formation: the Swedish case* », *The Annals of Regional Science*, vol. 65, n° 2, 2020, p. 319-350.

<sup>20</sup> Cf. Jiménez Gonzalo (C.) et Tejero Sala (H.), « *Bank branch closure and cash access in Spain* », *Financial Stability Review*, n° 34, Banco de España, mai 2018, p. 35-56 ; et Galardo (M.), Garri (I.), Mistrulli (P.E.) et Revelli (D.), « *The geography of banking: Evidence from branch closings* », *Economic Notes*, vol. 50, n° 1, e12177, 2021. Depuis la crise financière de 2008, on observe également un processus de fusions bancaires qui pourrait avoir entraîné la fermeture de succursales bancaires qui continuaient leur activité à proximité les unes des autres et qui étaient donc redondantes. Cependant, des études précédentes ont montré que les processus de consolidation ne se sont pas toujours traduits par des fermetures de succursales bancaires. Cf. Avery (R.B.), Bostic (R.W.), Calem (P.S.) et Canner (G.B.), « *Consolidation and bank branching patterns* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, n° 2-4, 1999, p. 497-532 ; et Damar (H.E.), « *Does post-crisis restructuring decrease the availability of banking services? The case of Turkey* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n° 9, 2007, p. 2886-2905.

importante que la réduction (le cas échéant) du nombre de DAB. Cela résulte aussi en partie des nouvelles stratégies de réduction des coûts mises en place par les banques. Par exemple, des enquêtes qualitatives sur des banques de la zone euro réalisées par l'Eurosystème suggèrent que certaines banques incitent les clients à délaissier les guichets au profit des services fiduciaires automatisés fournis par les DAB. Cela signifie que la réduction des services fiduciaires traditionnellement proposés par les succursales bancaires est au moins en partie compensée par l'installation de nouveaux DAB dans les succursales ou dans d'autres lieux où la demande d'espèces est élevée (centres commerciaux, aéroports). La réduction du nombre de points d'accès aux espèces peut également résulter du dépeuplement des zones reculées ou de la diminution des occasions d'utiliser les espèces à mesure que les entreprises ferment ou migrent vers des lieux plus densément peuplés <sup>21</sup>.

**Cependant, une diminution du nombre de points d'accès aux espèces traditionnels n'implique pas nécessairement une réduction de l'accès aux espèces.** Même si une diminution du nombre de points d'accès aux espèces traditionnels signifie que les citoyens disposent de moins d'endroits où retirer et déposer des espèces, une analyse plus approfondie est nécessaire afin d'évaluer si l'accès aux espèces est toujours adéquat. Tout d'abord, l'accès aux espèces est principalement un problème géographique, c'est pourquoi la localisation précise des points d'accès aux espèces doit être prise en compte. Il se pourrait que les fermetures surviennent en majorité dans des zones où les points d'accès aux espèces étaient auparavant trop proches les uns des autres et où elles n'auraient dès lors que peu d'impact sur la disponibilité des espèces pour les citoyens. À l'inverse, si les fermetures se produisaient dans des lieux où il n'existe aucune autre possibilité d'avoir accès aux espèces, alors cela aurait une incidence négative sur les citoyens dans ces zones. Ensuite, il est possible que des alternatives aux points d'accès aux espèces traditionnels, par exemple des détaillants ou des bureaux de poste, se soient multipliées. Cela pourrait partiellement compenser le recul du nombre de points d'accès traditionnels. Enfin, les frais facturés pour des services fiduciaires sont également importants. Par exemple, l'augmentation des frais de retrait d'espèces dans les banques commerciales détériorerait effectivement l'accès aux espèces. La section suivante examine la manière de définir, mesurer et analyser la question de l'accès aux espèces.

### 3 Mesurer l'accès aux espèces

**Afin d'évaluer si l'accès aux espèces est adéquat, les banques centrales et les autorités publiques doivent élaborer et produire des indicateurs appropriés et analyser tous les facteurs présentant une importance.** Ces indicateurs doivent inclure la densité des points d'accès aux espèces et prendre en compte leur

---

<sup>21</sup> Cf. Jiménez Gonzalo (C.) et Tejero Sala (H.), *op. cit.* Des études précédentes ont montré dans d'autres contextes que les tendances démographiques n'expliquent que dans une moindre mesure les fermetures des succursales bancaires, car ce sont les stratégies des entreprises qui en sont le facteur principal. Cf. Argent (N.M.) et Rolley (F.), « *Financial Exclusion in Rural and Remote New South Wales, Australia: a Geography of Bank Branch Rationalisation, 1981-98* », *Australian Geographical Studies*, vol. 38, n° 2, 2000, p. 182-203.

proximité géographique par rapport aux citoyens. Étant donné que les problèmes liés à l'accès aux espèces peuvent être visibles seulement au niveau local, les indicateurs doivent être produits aux niveaux de désagrégation les plus élevés possibles. D'autres facteurs, tels que les coûts directs supportés par les citoyens ou le risque d'exclusion des populations vulnérables, doivent aussi faire l'objet d'un suivi. Les sous-sections suivantes expliquent les principaux éléments servant à mesurer l'accès aux espèces.

## Principaux éléments servant à mesurer l'accès aux espèces : deux problèmes distincts

**La question de l'accès aux espèces peut être subdivisée en deux problèmes distincts : a) le problème de la distance ou de la couverture et b) le problème de la capacité.** Le problème de la distance ou de la couverture correspond à la question de savoir si une part importante de la population se trouve suffisamment proche d'un point d'accès aux espèces. Par exemple, si la plupart des citoyens d'une région se trouvent à moins de 5 km d'un point d'accès aux espèces, les analystes ou les régulateurs peuvent considérer que l'accès aux espèces est adéquat. Cependant, il n'existe pas de définition unique de la couverture adéquate, car les situations individuelles peuvent différer les unes des autres. Par exemple, une distance de 10 km peut ne pas poser de problème à un individu si le point d'accès aux espèces se trouve sur le chemin qu'il emprunte quotidiennement pour se rendre au travail, tandis qu'une distance de 3 km peut être problématique pour une personne ne disposant pas de moyen de transport approprié<sup>22</sup>. Ainsi, des mesures supplémentaires doivent être envisagées pour analyser plus en détail le problème de l'accès aux espèces. Le problème de la capacité vient en complément du problème de la couverture, car il correspond au nombre de points d'accès aux espèces nécessaires dans chaque localisation pour répondre à la demande d'espèces. Par exemple, dans les zones densément peuplées ou les zones où la demande d'espèces est forte, un seul DAB peut en théorie couvrir une part importante de la population, mais peut ne pas être suffisant pour satisfaire la demande ; il faudrait donc installer des DAB supplémentaires au même endroit. Par conséquent, la couverture et la capacité revêtent la même importance lorsqu'il s'agit d'évaluer l'adéquation de l'accès aux espèces.

**Compte tenu de l'importance du problème de la distance, l'Eurosystème a récemment procédé à une analyse de cet aspect dans chaque pays de la zone euro en suivant une méthodologie commune.** Pour chacun des pays de la zone euro, les banques centrales ont estimé la part moyenne de la population disposant d'un point d'accès aux espèces à moins de 5, 10 et 15 km à vol d'oiseau de leur

---

<sup>22</sup> Pour une analyse de l'impact des « coûts d'usure des semelles » sur le comportement de retrait d'espèces des consommateurs, cf. Chen (H.), Strathearn (M.) et Voia (M.), « *Consumer Cash Withdrawal Behaviour: Branch Networks and Online Financial Innovation* », *Staff Working Paper/Document de travail du personnel*, n° 2021-28, Banque du Canada, Ottawa, 2021.

domicile <sup>23</sup>. Même si les résultats pour chaque pays ne peuvent pas être publiés, le graphique 2 illustre la situation dans la zone euro en représentant les distributions des résultats du pays de la zone euro pour chacune des trois distances au niveau national. Il utilise des boîtes à moustaches pour les trois indicateurs et des points noirs pour les observations dans chacun des 19 pays de la zone euro. Dans l'ensemble, les résultats sont satisfaisants dans la zone euro, mais la part de la population couverte par des points d'accès aux espèces est inégale d'un pays à l'autre. La part des personnes vivant à moins de 5 km du point d'accès aux espèces le plus proche est comprise entre 77 % dans le pays présentant la couverture la plus faible et 100 % dans le pays présentant la couverture la plus élevée. La valeur minimale relative à la couverture de la population augmente à 86 % lorsque le rayon est étendu à 10 km, et à 93 % lorsque le rayon est étendu à 15 km. Pour un rayon de 5 km, entre 87 % et 98 % de la population est couverte dans environ la moitié des pays (boîte à moustaches bleue, qui représente l'intervalle interquartile), et la couverture médiane (ligne noire traversant le rectangle bleu) est supérieure à 95 %. Pour un rayon de 10 km (boîte à moustaches orange) et de 15 km (boîte à moustaches jaune), la part de la population couverte augmente dans la plupart des pays. À ces distances, l'intervalle interquartile et la médiane s'approchent de 100 %. À mesure que le rayon augmente, les observations tendent également à se regrouper autour des valeurs les plus élevées (supérieures à 95 % pour un rayon de 10 km et supérieures à 98 % pour un rayon de 15 km).

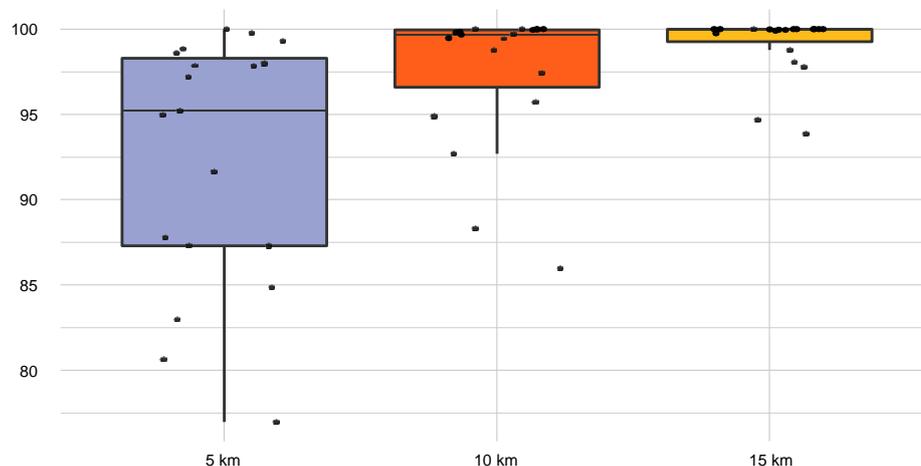
---

<sup>23</sup> L'objectif de produire trois indicateurs différents est d'améliorer la compréhension du problème de la distance dans chaque pays et dans la zone euro dans son ensemble. Dans d'autres secteurs, on considère généralement que les distances à vol d'oiseau fournissent une approximation raisonnable de mesures plus réalistes, telles que la distance par la route ou le temps de trajet. Cf. Phibbs (C.S.) et Luft (H.S.), « *Correlation of Travel Time on Roads versus Straight Line Distance* », *Medical Care Research and Review*, vol. 52, n° 4, 1995, p. 532-542 ; et Boscoe (F.P.), Henry (K.A.) et Zdeb (M.S.), « *A Nationwide Comparison of Driving Distance Versus Straight-Line Distance to Hospitals* », *The Professional Geographer*, vol. 64, n° 2, 2012, p. 188-196. Cependant, comme le montre l'encadré 2, dans certains pays tels que l'Autriche, la topographie locale peut imposer l'utilisation de mesures plus détaillées, telles que la distance réelle par la route. Certaines analyses mesurent les distances non seulement depuis les domiciles (ou les quartiers), mais également depuis les centres d'activité économique, tels que les rues commerçantes, les centres commerciaux ou les supermarchés. Cf. Tischer (D.), Evans (J.), Cross (K.), Scott (R.) et Oxley (I.), « *Where to withdraw? Mapping access to cash across the UK* », University of Bristol, novembre 2020.

## Graphique 2

Part de la population se trouvant à moins de 5, 10 et 15 km du point d'accès aux espèces le plus proche

(en pourcentages)



Source : BCE/Eurosystème.

Notes : En utilisant différentes distances à vol d'oiseau, le graphique présente de manière anonymisée la variation d'un pays à l'autre de la zone euro des parts nationales moyennes de la population couverte par le point d'accès aux espèces le plus proche en 2020. Les boîtes à moustaches pour les trois indicateurs présentent les observations pour chacun des pays de la zone euro à l'aide de points noirs. Les rectangles de couleur représentent l'intervalle interquartile (la moitié centrale des points de données), et la ligne noire traversant chaque rectangle représente la médiane. Les lignes verticales qui s'étendent de part et d'autre des boîtes (les moustaches) indiquent les valeurs maximales et minimales de l'ensemble de données à l'exclusion des valeurs aberrantes (les points de données significativement éloignés des autres observations).

## Encadré 1

Recourir à la science de la localisation pour optimiser la couverture de la population du point de vue de l'intérêt public

Diana Posada Restrepo et Alejandro Zamora-Pérez

Malgré l'importance croissante des enjeux de distance ou de couverture pour l'évaluation de l'accès aux espèces, les banques centrales et les autorités publiques ne disposent pour l'instant d'aucun outil analytique pour déterminer si la distribution actuelle des points d'accès aux espèces est optimisée du point de vue de l'intérêt public, c'est-à-dire si elle couvre la plus grande part possible de la population, sous réserve de certaines contraintes (telles que le nombre actuel de points d'accès aux espèces par habitant). Cette question est importante du point de vue des politiques publiques, dans la mesure où les espèces doivent être accessibles à l'ensemble de la population, mais où dans certains cas, il peut se révéler économiquement non viable de fournir des points d'accès dans toutes les communes. Il peut donc s'avérer nécessaire de limiter le nombre d'endroits équipés de points d'accès aux espèces.

Pour remédier à cette situation, l'Eurosystème a développé un modèle interne visant à comparer le réseau existant avec un réseau théorique assurant une couverture maximale. Le modèle a été utilisé, par exemple, pour une région de la zone euro (une région classée au niveau 3, le plus détaillé, de la nomenclature NUTS de l'UE), qui comprenait 160 points d'accès aux espèces pour 100 000 habitants en 2020. Dans cette région, la couverture s'est avérée relativement faible, seuls 81 % de la population étant à moins de 5 km du point d'accès aux espèces le plus proche. Cette situation contraste avec le résultat optimisé issu du modèle, selon lequel, même avec un nombre de points d'accès par habitant inférieur de 5 %, il aurait été possible de concevoir le réseau

de sorte que 99 % de la population dispose d'un point d'accès à moins de 5 km. Le modèle souligne donc encore davantage l'importance de la localisation des points d'accès dans l'analyse de l'accès aux espèces.

Ce modèle de localisation des équipements <sup>24</sup> est conçu pour optimiser la fourniture d'espèces pour satisfaire une population dispersée. Le modèle a deux objectifs distincts : 1) réduire autant que possible la distance (à vol d'oiseau) entre les points d'accès aux espèces et les endroits habités comportant des points de vente où les espèces sont très largement utilisées (comme les communes ou d'autres unités administratives locales) ; et 2) maximiser la couverture du réseau, c'est-à-dire garantir que la part la plus importante possible de la population dispose d'un point d'accès aux espèces dans un rayon donné. Il en résulte un réseau théorique qui permet une couverture maximale.

Le modèle se concentre sur un seul des aspects de l'accès aux espèces analysés dans le corps du texte, à savoir comment améliorer le niveau de couverture sur la base d'un nombre donné de points d'accès aux espèces. D'autres considérations pertinentes (telles que la question de la capacité, qui est examinée plus loin, ou celle du rapport coût/efficacité) et les différentes méthodologies utilisées pour mesurer la distance (comme la distance routière ou le temps de trajet) ne sont pas prises en compte dans le modèle. Les résultats du modèle doivent par conséquent être interprétés à l'aide d'autres analyses, mais ils fournissent un éclairage sur l'un des principaux sujets actuellement au cœur des débats sur l'accès aux espèces : la question de la couverture.

À l'aide de l'éclairage fourni par la science de la localisation, les banques centrales pourraient collaborer au niveau local avec les fournisseurs privés et les administrations publiques pour améliorer la couverture de la population. Elles pourraient par exemple cibler des lieux spécifiques, mal desservis par les banques commerciales. Dans l'exemple ci-dessus, le modèle montre qu'une région dotée d'un accès aux espèces relativement faible dispose d'un potentiel important d'accroissement de sa couverture (de 81 % à 99 %), même avec moins de points d'accès. Cela pourrait être utilisé pour accroître l'efficacité de certaines solutions innovantes développées les années précédentes (par exemple les solutions alternatives offertes par le marché, telles que le *cash-back*, les agences mobiles et les points d'accès avec un partage des coûts entre le public et le privé). Ces résultats pourraient se révéler utiles pour les banques centrales qui envisagent actuellement de prendre des mesures en matière d'accès aux espèces ou dans le cadre des échanges avec les parties prenantes privées et publiques.

---

**La seconde difficulté, la question de savoir si la capacité du réseau est adaptée, signifie que la localisation, mais aussi le nombre des points d'accès aux espèces nécessaires pour satisfaire la demande dans chaque zone doivent être pris en compte.** Une analyse préliminaire de la capacité du réseau peut être réalisée en rapportant simplement le nombre actuel de points d'accès aux

---

<sup>24</sup> Le modèle s'appuie sur la science de la localisation, qui utilise un large éventail de méthodes mathématiques et analytiques pour déterminer le meilleur emplacement pour les équipements. Les problèmes liés à l'emplacement des équipements ont été appliqués à de nombreux paramètres pour les installations tant privées (sites logistiques, commerces de détail, installations industrielles, succursales bancaires) que publiques (postes de police, hôpitaux). Le modèle interne conçu par l'Eurosystème pour déterminer la couverture optimale des points d'accès aux espèces s'appuie sur la littérature comme, par exemple, Kisore (N.R.) et Koteswaraiah (C.B.), « *Improving ATM coverage area using density based clustering algorithm and voronoi diagrams* », *Information Sciences*, vol. 376, 2017, p.1-20.

espèces à la population. Le graphique 1 de la section 2 fournit un exemple de la façon dont le nombre de points d'accès traditionnels (succursales bancaires et DAB) a évolué au fil du temps dans la zone euro et dans une sélection de pays de la zone. De plus, en 2020, l'Eurosystème a réalisé un exercice de collecte de données afin de déterminer le nombre de DAB pour 100 000 habitants dans l'ensemble des pays la zone euro. Comme avec les mesures de la couverture décrites plus haut, les résultats diffèrent considérablement d'un pays à l'autre, allant de 30 à 134 DAB pour 100 000 habitants. Une variation d'une telle importance suggère que cette mesure simple n'est pas la plus instructive pour évaluer si l'accès aux espèces est adapté, dans la mesure où elle suppose une distribution uniforme des points d'accès sur le territoire d'un pays et dans l'ensemble de sa population. De plus, certains pays caractérisés par une faible densité de DAB ont des mesures de couverture élevées et, d'après les enquêtes, des niveaux élevés de satisfaction s'agissant de la facilité d'accès aux espèces (cf. le paragraphe ci-après). Afin d'améliorer l'évaluation de ces mesures simples, les analystes doivent intégrer des considérations géographiques (par exemple, évaluer la situation en utilisant le niveau le plus élevé possible de désagrégation, tel que les communes) et prendre en compte la demande de points d'accès aux espèces. Cette demande n'étant pas directement observable, elle doit être estimée sur la base d'un ensemble de facteurs permettant de prévoir la demande d'espèces. D'après la littérature, ces variables incluent le nombre de lieux où les espèces sont très utilisées dans le voisinage (supermarchés, magasins, restaurants, etc.), des variables socio-économiques (revenu, éducation, âge, caractère rural ou non, culture financière, etc.) et des facteurs comportementaux (comme une préférence auto-déclarée pour les espèces).

**Les mesures de couverture et de capacité décrites ci-dessus doivent être complétées par des données d'enquêtes sur la manière dont les consommateurs perçoivent la facilité d'accès aux espèces.**

Même si les préférences sont subjectives et que chaque citoyen a sa propre perception de la facilité d'accès aux espèces, l'évaluation de la satisfaction auto-déclarée peut apporter un éclairage supplémentaire <sup>25</sup>. Le graphique 3 illustre comment les citoyens des pays de la zone euro évaluaient la facilité d'accès aux retraits d'espèces dans les DAB dans la zone euro en 2019. En général, les citoyens de la plupart des pays considèrent comme facile (« très facile » ou « assez facile ») d'accéder à un DAB. Dans la zone euro, 89 % des participants, en moyenne, ont estimé qu'il était facile d'obtenir des espèces dans un DAB. Seul un participant sur dix environ considère l'accès à un DAB comme « assez difficile » (7 %) ou « très difficile » (2 %). Les pays où la part de participants jugeant difficile l'accès aux DAB est la plus élevée sont Malte (21 %), la Grèce (17 %), la Lituanie (16 %) et la Belgique (15 %).

---

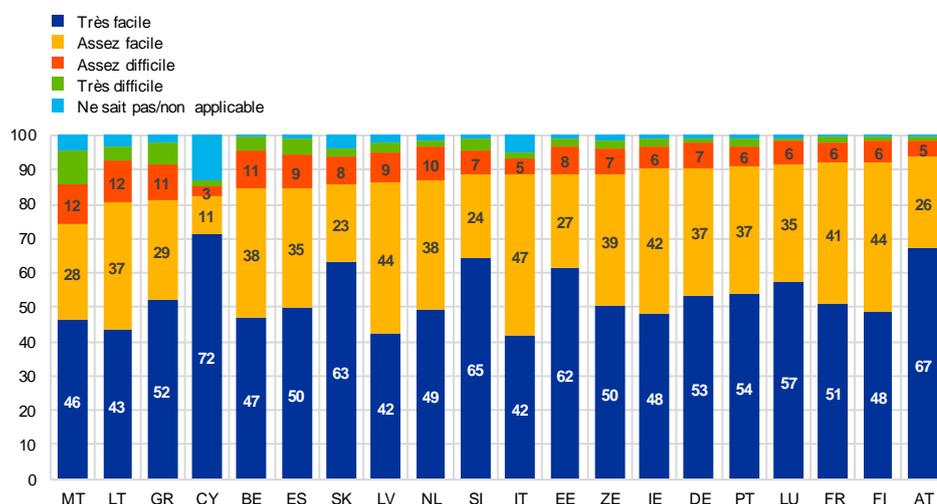
<sup>25</sup> Certaines banques centrales de la zone euro utilisent les données d'enquêtes pour suivre l'accès aux espèces. Cf., par exemple, « *Cash withdrawals and payments in urban and rural areas* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, juin 2020.

### Graphique 3

#### Perception de la facilité d'accès aux DAB par pays

Part des participants qui perçoivent l'accès aux retraits d'espèces dans les DAB comme « très facile », « assez facile », « assez difficile » ou « très difficile ».

(pourcentages)



Source : Enquête SPACE de la BCE.

Notes : Les pays sont présentés par ordre croissant de perception de la facilité d'accès aux retraits dans les DAB (part des participants percevant cet accès comme « très facile » ou « assez facile »). « ZE » signifie « zone euro ».

### La vulnérabilité en matière d'accès aux espèces et la robustesse du réseau de points d'accès aux espèces

**Outre la mesure des différentes dimensions que recouvre l'accès aux espèces, il est intéressant d'analyser comment les citoyens seraient affectés si d'autres points d'accès aux espèces étaient supprimés à l'avenir.** Certaines banques centrales analysent la vulnérabilité en matière d'accès aux espèces et la robustesse du réseau actuel de succursales bancaires et de DAB. Par exemple, il est possible de simuler le nombre de citoyens qui serait affecté si leur DAB le plus proche était supprimé, ainsi que l'impact de cette suppression en termes de distance supplémentaire à parcourir jusqu'au DAB le plus proche suivant. L'encadré 2 fournit un exemple de ce type d'analyse. Une autre approche consiste à développer des mesures combinant des facteurs d'offre et de demande afin de définir la vulnérabilité en matière d'accès aux espèces et d'estimer la part de la population susceptible d'y être vulnérable<sup>26</sup>. Ces évaluations pourraient aider les autorités et les banques centrales à anticiper les conséquences négatives de la poursuite des suppressions de points d'accès aux espèces et leur permettre de prendre des mesures appropriées en temps voulu.

<sup>26</sup> Cf. Posada Restrepo (D.), « *Cash infrastructure and cash access vulnerability in Spain* », *Economic Bulletin*, n° 3, Banco de España, 2021.

## Encadré 2

### Résultats d'une étude sur l'accès aux DAB en Autriche

---

Helmut Stix et Simon Thielen

Depuis 2020, l'Oesterreichische Nationalbank suit la distribution géographique des DAB en Autriche et apporte un éclairage sur l'accès des citoyens aux espèces en réalisant des analyses spatiales granulaires. Ces analyses permettent de quantifier l'accès aux DAB dans les différentes parties du territoire. Elles mettent également en lumière les régions dans lesquelles les citoyens doivent parcourir de plus longues distances pour accéder à un DAB et permettent d'observer les évolutions de l'accès aux DAB au fil du temps. L'accent est mis sur les DAB, car ils sont les points d'accès aux espèces les plus importants pour les résidents autrichiens.

La méthodologie repose sur un maillage géographique de l'Autriche composé de cellules de 100 mètres sur 100 mètres. Le trajet jusqu'au DAB le plus proche est calculé pour chaque cellule de la grille qui comporte des habitants. Les distances reflètent les trajets les plus courts (en distance) sur la base du système routier autrichien (plutôt que les distances à vol d'oiseau) pour deux modes de transport (en voiture et à pied). Enfin, l'utilisation des données relatives aux résidences principales des citoyens et leur alignement sur le maillage géographique permettent de calculer des statistiques synthétiques pondérées de la population pour différents niveaux d'agglomération (comme les communes ou les provinces)<sup>27</sup>.

#### Analyses spatiales : principales conclusions

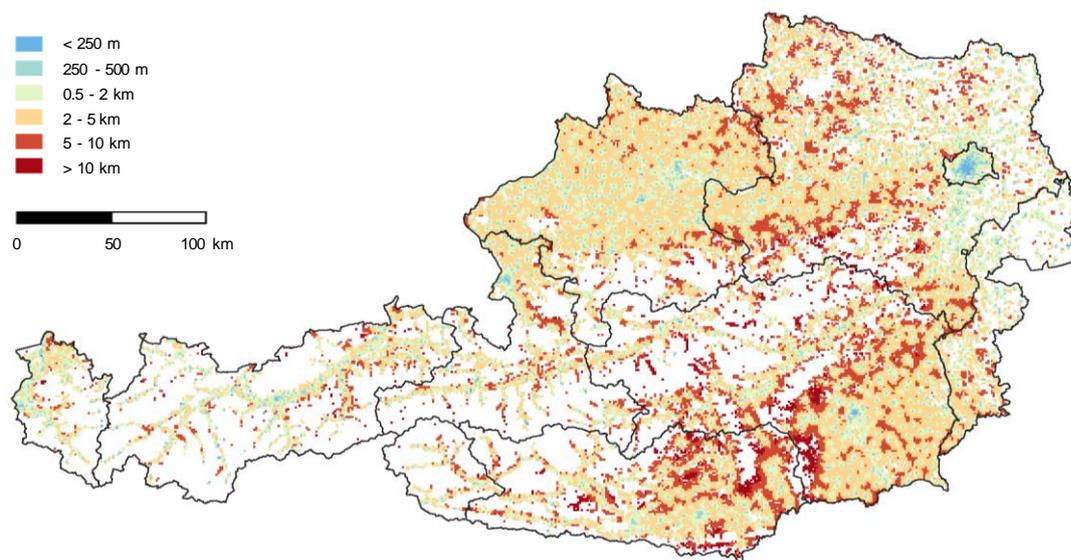
- Les résultats indiquent que la distance médiane et la distance moyenne par rapport au DAB le plus proche s'établissent à 0,6 km et 1,2 km, respectivement. Quatre résidents autrichiens sur dix doivent parcourir une distance de moins de 500 mètres pour atteindre le DAB le plus proche et un peu plus des deux tiers d'entre eux disposent d'un DAB à moins d'un kilomètre de leur domicile.
- Toutefois, des régions pour lesquelles les trajets sont plus longs ont également été identifiées. Par exemple, 2,8 % de la population autrichienne doit parcourir plus de 5 kilomètres pour retirer des espèces au DAB le plus proche ; dans la plupart des cas, ces résidents vivent dans de petites communes rurales.

---

<sup>27</sup> Pour plus de détails sur la méthodologie, cf. Stix (H.), « *A spatial analysis of access to ATMs in Austria* », *Monetary Policy & the Economy, Issue Q3/20*, Oesterreichische Nationalbank, 2020, p. 39-59. Tous les résultats présentés dans l'encadré 2 sont fondés sur les données à fin 2020. Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de l'Oesterreichische Nationalbank.

## Figure A

### Distance moyenne par rapport au DAB le plus proche



Sources : Statistics Austria et Oesterreichische Nationalbank.

Notes : La figure A illustre les distances moyennes par rapport au DAB le plus proche (à fin 2020). Pour une meilleure visualisation, les résultats ont été agrégés par cellule de 1 km sur 1 km. Plus une cellule de la grille est rouge (bleu) foncé, plus la distance moyenne est longue (courte). Les zones non peuplées sont indiquées en blanc.

En outre, une « analyse de vulnérabilité » a été réalisée pour étudier dans quelle mesure l'accès aux espèces des citoyens serait affecté si les DAB locaux cessaient de fonctionner. Pour cette analyse, il a été supposé que pour chaque cellule de la grille, le DAB le plus proche est supprimé, ce qui oblige les citoyens à se rendre au DAB le plus proche suivant. Cet exercice purement hypothétique est utile pour identifier, à un niveau spatial granulaire, les zones où les distances à parcourir augmenteraient significativement en cas de suppression du DAB le plus proche.

#### Analyse de vulnérabilité : principales conclusions

- Pour 82 % de la population environ, les distances à parcourir augmenteraient de moins de 1 km en cas de suppression du DAB le plus proche.
- 8 % de la population vit dans des zones où il serait nécessaire de parcourir plus de 3 km pour atteindre le DAB le plus proche suivant. Cela correspond à la distance supplémentaire retenue (de façon arbitraire) pour définir les « zones vulnérables ».
- Les zones vulnérables se trouvent principalement dans les communes rurales qui comptent seulement un emplacement de DAB et/ou dans celles qui ont moins de 3 000 habitants.
- Les zones vulnérables et non vulnérables sont relativement semblables l'une à l'autre en ce qui concerne la structure par âge des habitants, la disponibilité des transports publics et le revenu par tête.

- Globalement, les résultats indiquent que la population autrichienne a accès à un DAB en parcourant une distance relativement raisonnable par rapport au domicile. Toutefois, les analyses granulaires permettent également d'identifier des zones où l'accès à un DAB est limité et/ou des zones où la fermeture d'un DAB pourrait avoir pour conséquence de plus longues distances à parcourir. D'un point de vue méthodologique, l'utilisation des distances effectives par le réseau routier (au lieu des distances à vol d'oiseau) est importante compte tenu de la topographie et de la structure résidentielle de l'Autriche. Les distances à vol d'oiseau sous-estimeraient la part des résidents autrichiens devant parcourir des distances plus longues.
- 

## Coût de l'accès aux espèces : frais appliqués par les banques commerciales

**Les frais que les banques commerciales facturent pour les services fiduciaires sont le coût le plus visible supporté par les consommateurs et ils ont un impact négatif sur l'accès effectif aux espèces.** Un accès aux espèces insuffisant – mesuré par le niveau de couverture et la capacité – accroît les coûts implicites en matière de temps et d'efforts fournis (ce que l'on appelle les « coûts d'usure des semelles »). Toutefois, la hausse des frais peut avoir un impact encore plus prononcé sur les perceptions qu'ont les consommateurs de l'accès aux espèces qu'une détérioration de la couverture géographique. Les citoyens et les entreprises peuvent être dissuadés d'utiliser des espèces ou bien ils peuvent adapter leurs comportements en matière de retraits et de dépôts en fonction des frais imposés pour les services fiduciaires.

**Il est donc essentiel de surveiller les frais bancaires lorsque l'on évalue l'évolution de l'accès aux espèces.** Toutefois, les données relatives aux frais liés aux services fiduciaires n'ont pas fait l'objet d'une collecte systématique dans la zone euro. En 2018, l'Eurosystème a par conséquent décidé de développer une méthodologie de collecte de données permettant de faciliter le suivi des évolutions des politiques tarifaires. Les données collectées depuis 2019 font apparaître une grande variété de modèles tarifaires, déterminés dans certains cas par la législation nationale et d'autres facteurs spécifiques aux pays et aux secteurs. En dépit de l'hétérogénéité des politiques tarifaires, l'Eurosystème a élaboré une méthodologie permettant de suivre les éléments tarifaires les plus communs <sup>28</sup> dans la zone euro, qui contribue à l'analyse de l'évolution annuelle des niveaux de frais.

---

<sup>28</sup> Les types de frais prélevés varient largement entre les banques de la zone euro, ce qui rend très complexe la collecte des données à ce sujet. Les éléments fondamentaux des politiques tarifaires recouvrent, par exemple, les surtaxes et les frais pour retrait d'espèces en dehors du réseau (facturés dans les deux cas comme une somme forfaitaire ou en pourcentage du montant de la transaction), le nombre de retraits gratuits par mois, les seuils au-dessous ou au-dessus desquels une transaction est gratuite, les taux forfaitaires et les soldes moyens minimums exigés sur un compte pour que les frais relatifs aux services de caisse soient supprimés.

## 4 Les initiatives pour garantir l'accès aux espèces

**Même si l'Eurosystème s'emploie à détecter d'éventuels problèmes dans la zone euro, où l'accès aux espèces est actuellement assuré, la nécessité de prendre des initiatives pour garantir la disponibilité des espèces est devenue évidente dans certains pays où l'infrastructure de traitement des espèces s'est détériorée.** Comme évoqué dans la section 1, en Suède, de nombreuses succursales bancaires et de nombreux commerçants refusent de traiter ou

d'accepter des espèces, et certains hôpitaux ont même refusé les paiements en espèces de patients<sup>29</sup>. De plus, le fait que le pays ne disposera bientôt plus d'un système de paiement de repli en cas de défaillance du système numérique ou d'éventuelles cyberattaques est considéré comme un risque réel. Ces tendances, et les vives préoccupations exprimées par les citoyens ont suscité un débat politique impliquant tous les partis, qui a débouché en Suède sur une législation exigeant de certains établissements de crédit qu'ils assurent une couverture suffisante pour les services fiduciaires. Cette législation est entrée en vigueur en 2021. Au Royaume-Uni, où l'utilisation des espèces diminue rapidement, des initiatives sont prises pour préserver l'accès aux espèces. Par exemple, UK Finance – la principale association commerciale du secteur bancaire et financier – et les principaux établissements de crédit britanniques se sont engagés à garantir l'accès aux espèces et à préserver l'infrastructure de traitement des espèces<sup>30</sup>. À cet effet, plusieurs acteurs – notamment les banques, le réseau de distributeurs de billets LINK, des associations de consommateurs et d'entreprises ainsi que La Poste – mettent à disposition de nouveaux points d'accès aux espèces, tels que des DAB gratuits et les bureaux de poste<sup>31</sup>. Parmi ces nouveaux services, une initiative innovante et couronnée de succès a consisté à créer des « pôles bancaires » partagés, c'est-à-dire des lieux où plusieurs banques collaborent pour offrir les services fiduciaires de base.

**Dans la zone euro, en 2021, le Conseil des paiements de détail en euros a lancé une initiative conjointe réunissant les associations bancaires, les associations de consommateurs et de commerçants et l'Eurosystème pour évaluer l'accès aux espèces.** Le rapport final du groupe de travail<sup>32</sup> présente de manière détaillée la situation globale s'agissant de l'accès aux espèces dans la zone euro. Il parvient à la conclusion que la situation n'est pas encore préoccupante, mais que les services fiduciaires semblent se détériorer dans certaines zones de quelques pays. Le rapport inclut également une vue d'ensemble détaillée des initiatives publiques et privées visant à garantir l'accès aux espèces.

**Les initiatives soutenues par les autorités publiques et les banques centrales se concentrent généralement sur le problème de couverture ou de distance décrit dans la section précédente,** c'est-à-dire la question de savoir si une large part de la population n'a pas une trop longue distance à parcourir pour trouver un point d'accès aux espèces compte tenu du réseau actuel. Par exemple, aux

<sup>29</sup> Cf. « *Access to Cash Review – Final report* », *op. cit.*

<sup>30</sup> Cf. « *Access to Cash* » sur le site internet de UK Finance.

<sup>31</sup> Cf. « *Pivotal moment as banks, consumer groups, Post Office and LINK join forces to help protect cash services* », communiqué de presse, UK Finance, 15 décembre 2021.

<sup>32</sup> Cf. « *Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash* », *op. cit.*

Pays-Bas, les autorités publiques et les acteurs privés sont convenus depuis 2007 que la distance à vol d'oiseau jusqu'au DAB le plus proche ne devait pas dépasser 5 km<sup>33</sup>. En Lituanie et en Lettonie, les banques centrales et les intervenants sur les marchés financiers ont récemment signé des protocoles d'accord avec des engagements comparables<sup>34</sup>. En dehors de la zone euro, les banques centrales et les autorités définissent des critères ou des règles dans le même esprit. Par exemple, en Pologne, la Narodowy Bank Polski a élaboré une stratégie nationale en collaboration avec les autorités publiques et les acteurs du marché, dans laquelle il est estimé que l'accès aux espèces est acceptable si 90 % de la population dispose d'un point d'accès dans un rayon de 10 km<sup>35</sup>. De même, la législation suédoise établissant des normes obligatoires afin de préserver l'accès aux espèces tient également compte de la couverture géographique dans la définition de l'accès raisonnable aux espèces<sup>36</sup>.

**Le secteur privé de la zone euro a également pris plusieurs initiatives pour compenser la réduction des points d'accès traditionnels aux espèces en augmentant le nombre de points d'accès alternatifs.** Par exemple, dans certaines régions, les établissements de crédit limitent l'impact des fermetures d'agences bancaires en proposant des succursales mobiles ou en ayant recours à des agents financiers<sup>37</sup>. Ces solutions permettent aux banques de fournir un service bancaire régulier dans différents lieux sans avoir d'établissement fixe. Dans d'autres pays, les bureaux de poste offrent de plus en plus souvent des services fiduciaires. Les commerçants commencent également à proposer des espèces dans les points de vente quand les consommateurs achètent des biens (« *cash-back* ») ou même sans achat (« *cash-in-shop* »). Dans certaines régions, de nouveaux fournisseurs, tels que des opérateurs de DAB indépendants, arrivent sur le marché et mettent en place de nouveaux points d'accès aux espèces. Ces exemples illustrent la façon dont le marché s'adapte aux évolutions de l'infrastructure de traitement des espèces, tout en reconnaissant qu'il est important de préserver l'accès à ce moyen de paiement.

## 5 Conclusion

**L'Eurosystème entend garantir l'accès aux espèces afin de préserver la liberté de choix en matière de moyen de paiement et l'inclusion financière des citoyens de la zone euro.** Selon les dernières données de la BCE, les espèces sont le principal moyen de paiement utilisé dans la zone euro pour les transactions au quotidien. De nombreux citoyens utilisent les espèces comme seule option de

---

<sup>33</sup> Cf. « *Towards a New Vision on Cash in the Netherlands – Final Report of the NFPS Task Force for the revision of the NFPS's position on cash* », *National Forum on the Payment System*, mai 2020.

<sup>34</sup> Cf. « *Memorandum of Understanding for Ensuring Access to Cash in Lithuania* », Lietuvos Bankas, 21 juin 2021 ; et « *Financial industry agrees on ensuring access to cash* », *communiqué de presse*, Latvijas Banka, 3 septembre 2021.

<sup>35</sup> Une synthèse de la stratégie de la Pologne en matière de garantie de circulation des espèces est disponible sur le [site internet de la Narodowy Bank Polski](#) (disponible uniquement en polonais).

<sup>36</sup> Cf. « *Lag (2010:751) om betaljänster* » (la loi suédoise sur les services de paiement, disponible uniquement en suédois).

<sup>37</sup> Cf. Jiménez Gonzalo (C.) et Tejero Sala (H.), *op. cit.*

paiement, soit par préférence, soit parce qu'ils n'ont pas accès aux moyens de paiement numériques. La réduction de l'infrastructure de traitement des espèces peut affecter la manière dont les citoyens choisissent de payer et créer des obstacles à l'inclusion financière des groupes sociaux vulnérables. Afin d'éviter ces problèmes, l'Eurosystème développe et utilise un large éventail d'outils analytiques pour définir, mesurer et évaluer l'accès aux espèces en cette période de changement profond et rapide. Il accorde une attention particulière aux évolutions et aux initiatives prises dans les économies où l'utilisation des espèces a fortement diminué et où certains pans de l'infrastructure de traitement des espèces se sont détériorés. De plus, l'Eurosystème se montre vigilant quant à d'éventuels problèmes et suit de façon attentive les nouvelles initiatives afin de remédier à toute carence dans l'accès aux espèces. En résumé, et conformément aux objectifs de sa stratégie relative aux espèces, l'Eurosystème s'emploie à garantir que les espèces demeurent largement accessibles dans la zone euro.

# 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	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2021 Q2	0,5	1,6	5,6	0,6	1,5	2,1	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8	
Q3	1,9	0,6	0,9	-0,8	0,4	2,3	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8	
Q4	1,3	1,7	1,3	1,0	4,4	0,4	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6	
2022 Q1	0,7	-0,4	0,8	-0,1	1,4	0,5	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1	
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1	
Feb.	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9	
Mar.	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4	
Apr.	-	-	-	-	-	-	9,2	6,2	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4	
May	-	-	-	-	-	-	9,6	6,4	8,6	9,1	2,5	.	8,1	
June	-	-	-	-	-	-	.	.	9,1	9,4	.	.	8,6	

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	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,3	-0,1	-0,5
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,1	2,4	1,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,4	0,0
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,7	.	.	.
2022 Jan.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,2	2,3
Feb.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,2
Mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,4	0,0
Apr.	50,4	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	-0,5	0,3	-1,3
May	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	.	.	.
June	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	53,0	54,1	50,1	.	.	.

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	11 984,4	11 578,4	6 378,3	2 457,3	2 656,9	1 253,6	771,5	624,8	86,0	406,0	5 766,2	5 360,2
2020	11 409,5	11 000,6	5 912,9	2 571,8	2 510,6	1 216,9	683,7	602,9	5,4	408,8	5 179,1	4 770,3
2021	12 268,6	11 787,6	6 268,9	2 716,6	2 694,9	1 361,1	761,7	564,7	107,2	481,0	6 057,1	5 576,2
2021 Q2	3 019,6	2 892,3	1 536,0	677,5	664,1	336,6	189,9	135,7	14,7	127,3	1 475,5	1 348,2
Q3	3 125,3	2 992,7	1 618,2	683,4	672,3	344,3	188,3	137,7	18,8	132,7	1 547,9	1 415,3
Q4	3 162,9	3 072,5	1 636,9	690,9	703,2	350,9	193,6	156,9	41,5	90,3	1 634,2	1 543,9
2022 Q1	3 207,2	3 129,1	1 666,8	697,1	714,6	370,5	199,1	143,0	50,6	78,1	1 692,7	1 614,6
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,9	3,9	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	2,1	2,2	3,8	1,8	1,5	2,1	0,7	1,1	-	-	3,0	3,4
Q3	2,3	2,1	4,6	0,2	-0,7	-0,8	-1,5	0,8	-	-	2,1	1,5
Q4	0,4	1,2	-0,2	0,3	3,6	0,2	1,6	14,5	-	-	2,7	4,8
2022 Q1	0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,5	3,0	1,9	-10,9	-	-	0,4	-0,5
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,9	3,3	1,9	22,5	-	-	2,8	4,8
2020	-6,3	-6,1	-7,8	0,9	-6,4	-4,5	-11,9	-3,5	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,3	4,2	3,6	3,9	3,9	6,2	9,9	-7,6	-	-	10,5	8,2
2021 Q2	14,6	12,4	12,4	7,8	19,0	19,0	31,4	5,1	-	-	26,4	22,1
Q3	3,9	3,6	2,9	2,7	2,3	3,2	2,5	0,0	-	-	10,3	10,1
Q4	4,8	5,0	5,9	2,4	2,4	1,7	2,8	3,5	-	-	8,3	9,1
2022 Q1	5,4	5,7	7,9	2,1	3,8	4,4	2,7	3,9	-	-	8,4	9,4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q2	2,1	2,1	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
Q4	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 Q1	0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	-0,5	0,4	0,4	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,8	-	-
2020	-6,3	-5,8	-4,1	0,2	-1,4	-0,5	-0,8	-0,2	-0,5	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	0,9	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,4	1,4	-	-
2021 Q2	14,6	12,1	6,4	1,9	4,0	2,0	1,7	0,3	-0,2	2,5	-	-
Q3	3,9	3,3	1,5	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	0,7	0,6	-	-
Q4	4,8	4,7	3,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,7	0,0	-	-
2022 Q1	5,4	5,5	3,9	0,5	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	-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	10 742,9	178,3	2 099,9	561,3	2 040,7	531,0	480,2	1 205,5	1 250,4	2 026,1	369,5	1 241,5
2020	10 279,7	176,6	1 969,8	554,7	1 804,3	543,2	477,0	1 211,0	1 169,1	2 052,6	321,3	1 129,7
2021	10 996,1	187,9	2 143,9	605,8	2 008,0	583,5	487,4	1 244,8	1 255,0	2 148,6	331,3	1 272,5
2021 Q2	2 706,1	45,9	527,9	151,0	483,8	144,8	121,1	308,5	308,8	533,3	81,1	313,5
Q3	2 796,4	47,7	539,7	152,0	526,5	146,0	121,8	311,5	319,3	544,0	87,8	328,9
Q4	2 824,7	49,8	550,2	154,5	537,7	149,5	122,5	313,0	323,8	540,2	83,5	338,2
2022 Q1	2 865,9	49,4	572,4	158,9	542,4	148,7	123,8	314,9	325,5	544,2	85,6	341,3
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100,0	1,7	19,5	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,5	3,0	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	1,8	0,6	-0,1	1,6	4,7	1,8	0,5	0,6	1,7	1,8	5,6	4,6
Q3	2,6	-0,3	0,6	-0,4	7,4	1,4	0,4	0,8	3,0	1,5	11,5	0,4
Q4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	2,8	0,2	0,3	1,2	-1,3	-2,7	2,9
2022 Q1	0,6	-2,1	0,3	2,6	0,7	0,0	0,0	1,1	0,4	0,4	2,4	-0,8
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,5	5,7	0,5	1,6	1,8	1,1	1,7	1,5
2020	-6,3	-1,2	-7,0	-4,9	-13,3	1,6	-0,5	-0,9	-7,7	-3,2	-17,6	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,2	5,3	7,9	6,9	2,9	1,6	6,0	3,7	2,7	6,4
2021 Q2	14,3	0,0	20,9	18,2	24,2	11,4	4,9	3,5	15,3	10,1	14,6	16,4
Q3	4,0	-1,2	4,9	2,3	7,1	4,2	1,9	1,1	6,5	2,0	3,9	3,2
Q4	4,7	-2,0	1,8	0,8	11,6	8,6	2,5	1,7	6,2	2,3	13,6	5,7
2022 Q1	5,2	-1,4	1,2	4,4	13,5	6,2	1,0	2,8	6,4	2,4	17,4	7,1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q2	1,8	0,0	0,0	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,6	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
Q4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-
2022 Q1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,4	-0,3	-2,5	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 Q2	14,3	0,0	3,9	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,7	2,1	0,4	-
Q3	4,0	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-
Q4	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 Q1	5,2	0,0	0,2	0,2	2,3	0,3	0,0	0,3	0,7	0,5	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	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,3	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,6	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,7	-0,4	-2,5	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,4	-0,3	3,1	0,0	4,5	0,3	0,7	2,5	2,1	0,0
2021 Q2	2,1	2,5	-0,2	2,6	-0,4	4,9	0,9	4,3	0,5	1,5	4,3	2,9	1,8
Q3	2,1	2,4	0,5	0,3	0,4	3,0	2,0	5,3	1,0	0,2	4,2	2,3	0,9
Q4	2,1	2,5	0,0	-0,9	1,0	3,1	2,8	6,0	0,5	0,1	3,3	1,8	0,7
2022 Q1	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,5	4,8	5,7	-0,5	2,0	4,0	1,8	2,5
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,9	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1,0	1,3	-0,1	-3,3	0,5	2,4	1,1	3,4	0,4	2,0	1,4	1,3	0,3
2020	-7,9	-7,1	-11,3	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,9	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,3	5,0	6,6	1,8	4,4	9,1	6,3	6,7	2,1	6,3	6,8	3,7	5,2
2021 Q2	16,7	15,1	24,3	7,2	15,0	26,7	24,9	11,1	5,7	18,8	18,6	8,1	25,7
Q3	3,3	3,7	1,7	-0,8	2,3	2,6	4,7	6,9	1,0	2,9	6,4	2,2	0,7
Q4	5,0	5,0	4,9	-0,9	2,4	4,3	10,6	5,9	0,6	2,6	5,4	1,8	7,4
2022 Q1	6,4	6,6	5,9	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,8	6,5	1,8	12,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,1	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,3	-2,2	-6,5	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,8	5,8	6,2	2,1	1,8	5,6	4,2	1,6	5,2
2021 Q2	14,2	12,3	24,5	4,5	15,5	20,7	23,8	6,5	5,2	17,0	13,8	5,1	23,5
Q3	1,2	1,3	1,3	-1,0	1,8	-0,4	2,7	1,5	0,0	2,7	2,1	0,0	-0,2
Q4	2,8	2,5	4,9	0,0	1,4	1,2	7,6	0,0	0,1	2,5	2,0	0,0	6,7
2022 Q1	3,5	3,3	4,9	-0,3	1,4	1,2	9,6	0,1	-0,2	4,7	2,4	0,0	10,0

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	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 Q2	163,071	3,5	13,003	8,0	3,3	10,410	7,0	2,593	17,8	6,586	7,6	6,417	8,4	2,3
Q3	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
Q4	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 Q1	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2021 Dec.	-	-	11,546	7,0	-	9,404	6,3	2,142	14,4	5,908	6,7	5,638	7,3	-
2022 Jan.	-	-	11,392	6,9	-	9,272	6,2	2,120	14,3	5,768	6,6	5,623	7,3	-
Feb.	-	-	11,252	6,8	-	9,165	6,1	2,087	14,0	5,618	6,4	5,634	7,3	-
Mar.	-	-	11,189	6,8	-	9,106	6,1	2,084	13,8	5,601	6,4	5,588	7,2	-
Apr.	-	-	11,085	6,7	-	9,008	6,0	2,077	13,8	5,539	6,3	5,546	7,2	-
May	-	-	11,004	6,6	-	9,017	6,0	1,988	13,1	5,493	6,2	5,511	7,1	-

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		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
annual percentage changes													
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	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,7	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,3	13,3	-3,1
2021 Q3	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,2	3,4	12,8	-23,6
Q4	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	-0,2	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,1	-2,2	9,9	11,8	.	-13,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-16,3
2022 Jan.	-1,3	-1,5	0,7	-8,1	6,1	0,2	3,6	8,5	-1,7	16,1	12,9	.	-10,0
Feb.	1,6	1,9	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,7	5,2	-2,1	9,9	12,2	.	-7,1
Mar.	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	3,0	1,9	-2,6	4,4	10,5	.	-19,9
Apr.	-2,5	-2,4	-0,4	-9,0	4,1	-0,1	2,8	4,0	-3,6	8,8	15,3	.	-18,3
May	1,6	2,0	-0,2	0,9	6,6	-1,5	2,9	0,2	-3,6	2,0	5,6	.	-17,4
June	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-13,5
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Jan.	-0,8	-0,5	-0,3	-2,6	2,1	-1,1	2,9	0,2	-0,3	1,3	-1,8	.	-6,2
Feb.	0,6	0,7	0,9	-0,6	2,2	-2,5	1,5	0,5	-0,5	1,2	2,6	.	7,0
Mar.	-1,7	-1,8	-1,8	-3,5	-2,8	0,9	-0,3	0,5	1,1	-0,1	-1,1	.	-11,7
Apr.	0,5	0,1	0,6	-0,6	2,8	2,4	-1,0	-1,4	-2,3	-1,2	1,6	.	2,5
May	0,8	1,4	0,0	2,5	1,6	-3,3	0,4	0,2	-0,3	1,2	-0,2	.	-0,3
June	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5

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	110,7	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q3	117,3	13,5	82,8	-4,2	6,1	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,6	13,6	82,5	-7,6	10,0	3,1	16,0	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,2	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,6	7,2	.	-22,3	5,5	-4,4	14,2	.	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 Jan.	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,5	3,4	11,0	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Feb.	114,2	13,5	-	-9,5	10,0	4,4	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
Mar.	106,5	9,1	-	-21,6	8,9	-2,1	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
Apr.	104,9	7,8	82,6	-22,1	6,6	-4,0	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
May	105,0	6,5	-	-21,2	6,3	-4,2	14,1	-	54,6	51,3	56,1	54,8
June	104,0	7,4	-	-23,6	3,7	-5,1	14,8	-	52,1	49,3	53,0	52,0

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 ratio (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	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 net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,8	6,3	4,0	35,0	6,0	75,0	2,1	8,0	1,9	
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,3	4,7	3,6	31,4	4,4	81,9	3,2	-14,5	2,0	
2021	17,3	96,5	1,2	3,4	19,7	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	8,7	3,0	
2021 Q2	19,1	96,5	4,0	4,2	31,1	6,7	5,1	35,1	7,9	80,1	4,4	20,6	2,3	
Q3	18,6	96,7	0,7	4,0	18,3	7,5	6,8	35,4	8,5	79,5	4,5	13,6	2,3	
Q4	17,3	96,5	0,4	3,4	18,5	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	15,5	3,0	
2022 Q1	15,7	96,4	0,1	3,1	17,4	5,3	8,0	35,6	7,6	78,8	5,3	13,7	3,2	

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3) The profit share uses net entrepreneurial income, which is broadly equivalent to current profits in business accounting.

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 Q2	1 093,0	1 002,2	90,8	615,8	533,3	236,0	209,1	206,7	184,4	34,6	75,3	21,2	12,1
Q3	1 112,8	1 043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
Q4	1 180,9	1 154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 Q1	1 224,4	1 201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
2021 Dec.	397,0	384,4	12,6	219,3	215,0	91,1	81,2	72,8	61,1	13,8	27,1	44,6	37,5
2022 Jan.	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
Feb.	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
Mar.	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
Apr.	422,1	426,1	-3,9	243,2	243,2	98,5	87,3	67,8	68,9	12,7	26,6	6,9	4,5
May	422,5	427,0	-4,5	247,4	248,7	99,0	85,9	65,1	65,3	11,1	27,2	5,2	3,4
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 May	4 722,9	4 584,7	138,2	2 651,8	2 519,9	1 102,5	982,1	813,4	773,8	155,2	308,8	135,9	93,7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 May	37,7	36,6	1,1	21,2	20,1	8,8	7,8	6,5	6,2	1,2	2,5	1,1	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 Q2	34,4	33,9	594,6	291,5	116,7	175,5	493,1	554,9	320,9	92,2	135,4	403,5	53,3
Q3	13,7	23,0	607,6	305,5	119,1	171,2	501,9	581,7	346,6	94,2	135,3	416,2	58,5
Q4	12,1	32,3	636,5	322,6	115,8	187,6	524,3	653,7	400,9	97,1	148,3	450,0	71,4
2022 Q1	16,8	40,2	673,9	341,9	123,4	196,0	552,9	714,0	450,5	103,7	150,8	477,4	84,9
2021 Dec.	14,1	38,6	213,8	109,6	38,8	62,6	176,9	226,8	139,2	34,3	50,6	156,3	23,2
2022 Jan.	19,8	45,4	222,6	112,0	42,4	65,3	183,7	231,7	144,1	34,5	49,8	158,4	24,8
Feb.	17,1	40,0	224,4	114,0	40,8	65,6	186,6	236,9	148,8	34,5	50,1	159,1	29,3
Mar.	14,3	36,1	226,8	115,9	40,2	65,1	182,6	245,3	157,6	34,7	50,9	159,9	30,8
Apr.	12,7	39,7	230,7	116,2	41,1	69,6	186,8	262,6	169,8	35,4	52,9	166,6	33,1
May	28,9	52,0	241,8	.	.	.	193,5	267,8	.	.	.	173,5	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q2	29,1	20,4	104,2	109,4	100,8	100,5	103,2	108,9	109,7	113,2	107,8	111,3	86,3
Q3	4,4	5,5	103,5	110,1	101,0	96,3	102,2	108,1	109,6	112,7	105,0	110,8	85,5
Q4	0,9	9,5	105,4	112,6	96,1	102,8	104,2	115,5	120,3	109,4	110,6	114,9	94,0
2022 Q1	2,4	10,9	106,1	111,5	101,0	103,4	105,5	115,7	119,4	114,3	110,1	117,6	92,7
2021 Nov.	3,1	10,0	107,0	113,9	98,3	104,0	105,4	115,9	121,5	107,9	111,4	114,6	96,9
Dec.	2,5	16,1	104,8	113,3	94,7	101,7	104,0	119,6	125,4	113,4	112,3	118,4	93,9
2022 Jan.	5,7	15,2	106,4	111,1	104,4	105,0	105,8	115,0	118,4	113,2	109,1	117,3	92,4
Feb.	2,9	12,0	106,5	112,6	100,6	103,5	107,1	116,1	119,5	115,3	110,0	118,2	97,4
Mar.	-0,7	6,4	105,3	110,8	98,0	101,6	103,6	116,1	120,2	114,2	111,1	117,4	88,5
Apr.	-2,8	7,8	105,1	108,8	99,0	106,7	103,9	120,6	124,7	115,5	113,5	120,5	93,7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% of total in 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,6	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	1,0	1,4	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	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	4,1	1,0	7,1	1,0	8,2	7,1
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,6	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Feb.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,7	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3
Mar.	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1
Apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,6	7,4	8,0
May	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,4	1,9	0,3	8,1	7,6
June	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,7	1,3	1,4	0,4	3,4	-0,1	9,1	5,6

	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 Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
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
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
Feb.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6
Mar.	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7
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

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	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	7,9	-0,2
2021 Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	7,2	-2,7
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,0	-0,2
Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,4	3,8
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	9,8	.
2021 Dec.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Jan.	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	-	-	-
Feb.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	-
Mar.	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,0	-	-	-
Apr.	148,0	37,2	19,3	15,6	25,2	7,2	10,9	.	6,8	99,0	-	-	-
May	149,0	36,3	19,9	16,0	25,0	7,5	11,9	.	7,5	94,4	-	-	-

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
% of total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,6	3,7	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,3	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q3	109,8	2,9	3,7	2,7	2,7	4,7	7,4	9,9	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,7	3,1	4,6	3,8	2,2	5,4	10,0	14,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	111,7	3,4	5,2	4,7	2,6	6,5	11,4	16,2	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	106,1	22,5	39,8	9,2	24,2	38,2	10,8
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	75,5	29,0	29,3	28,7	33,1	34,4	31,7
Feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	84,4	29,8	32,3	27,7	32,7	34,9	30,4
Mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
May	.	.	.	.	.	.	.	.	106,2	19,8	39,3	4,9	22,0	38,2	6,6
June	.	.	.	.	.	.	.	.	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	34,9	2,8

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	7,3	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 Q3	36,7	28,9	13,3	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,2	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,5	49,0	23,7	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
Q2	55,2	56,6	28,6	49,1	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 Jan.	46,7	43,3	22,2	36,3	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
Feb.	48,6	48,2	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
Mar.	56,2	55,5	25,5	44,5	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
Apr.	59,5	56,3	29,4	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
May	55,5	56,5	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
June	50,4	56,8	27,9	46,0	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2

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	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 Q2	115,8	-0,2	-0,5	1,1	-0,9	1,4	1,8
Q3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
Q4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6
2022 Q1	.	.	3,3	5,3	.	.	2,8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Unit labour costs</b>												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,3	2,0	0,7	0,9	1,7	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,2	5,7	0,5	0,5	1,3	5,5	6,8	14,0
2021	110,1	0,0	4,4	-2,9	2,4	-1,5	1,6	0,5	4,7	1,2	0,3	1,8
2021 Q2	109,2	-4,3	5,5	-10,0	-1,5	-7,8	0,3	-2,5	8,0	-1,4	-4,7	-1,9
Q3	110,2	1,6	4,4	-0,4	2,4	0,2	4,6	1,9	3,0	1,4	2,3	0,4
Q4	111,1	1,2	4,4	2,2	4,4	-0,7	0,9	2,0	4,3	1,3	1,1	-6,0
2022 Q1	112,3	2,0	3,6	4,0	3,0	0,0	1,9	2,0	5,1	2,5	2,0	-4,5
<b>Compensation per employee</b>												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,2	2,3	2,4	2,7	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,6	-2,3	-1,7	-4,9	0,6	0,7	0,8	-0,1	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	3,0	4,4	4,6	6,3	4,0	3,1	5,7	4,7	1,9	4,6
2021 Q2	109,9	7,4	2,9	9,2	11,1	13,6	6,9	1,8	10,4	8,9	2,1	10,5
Q3	112,3	3,4	3,0	4,0	1,8	5,2	3,3	2,8	4,1	3,5	2,1	3,5
Q4	113,2	3,8	3,3	3,1	2,1	7,8	3,1	4,1	6,2	4,1	1,6	6,1
2022 Q1	114,3	4,5	3,4	3,9	3,9	8,3	2,3	3,6	6,1	4,7	2,7	9,5
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2019	102,0	0,3	4,0	-0,8	-0,5	0,9	2,3	0,6	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	1,1	-5,2	-5,7	-9,9	0,1	0,2	-0,5	-5,3	-4,0	-15,0
2021	101,0	4,1	-1,4	7,5	2,1	7,9	2,3	2,6	0,9	3,5	1,5	2,7
2021 Q2	100,6	12,2	-2,5	21,4	12,8	23,1	6,6	4,4	2,2	10,5	7,1	12,6
Q3	101,9	1,8	-1,3	4,5	-0,6	5,0	-1,2	0,9	1,1	2,1	-0,2	3,0
Q4	101,9	2,6	-1,0	0,9	-2,1	8,5	2,3	2,1	1,8	2,7	0,6	12,9
2022 Q1	101,8	2,5	-0,2	-0,1	0,9	8,3	0,4	1,5	1,0	2,2	0,7	14,7
<b>Compensation per hour worked</b>												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,0	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,9	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,1	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,5	0,7	2,1	1,6	1,6	1,0	0,6	0,5
2021 Q2	112,6	-4,3	-3,0	-4,4	-6,5	-6,2	1,4	-2,6	-0,5	-2,7	-2,2	-6,1
Q3	114,0	2,2	2,9	2,3	2,0	2,3	1,8	3,0	1,1	1,7	2,4	3,0
Q4	115,3	1,3	1,7	1,9	1,6	0,3	3,5	4,4	3,3	2,4	1,7	0,8
2022 Q1	115,7	1,2	2,6	2,7	2,8	-1,3	2,1	3,6	3,4	2,2	2,8	0,6
<b>Hourly labour productivity</b>												
2019	102,4	0,6	5,1	-0,3	-0,3	1,4	2,2	0,2	-0,4	0,4	-0,2	1,4
2020	104,2	1,7	1,4	0,6	1,8	0,8	3,5	2,4	6,4	0,7	-1,2	-5,2
2021	104,2	0,0	-2,7	2,6	-3,5	1,6	0,2	0,8	-4,4	-0,7	0,0	-2,4
2021 Q2	104,1	-1,8	-6,5	5,1	-6,5	-0,5	0,3	-0,7	-12,8	-2,8	1,8	-8,9
Q3	104,3	0,7	-0,2	2,6	0,0	2,4	-2,3	0,9	-1,6	0,2	-0,1	3,1
Q4	104,7	-0,2	-0,8	-0,5	-3,1	0,9	2,6	1,9	-0,7	0,8	0,5	5,8
2022 Q1	103,9	-1,0	0,1	-1,5	-0,3	-1,1	0,3	1,7	-3,6	-0,1	0,6	4,2

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
2021 Dec.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
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

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	-0,72	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Dec.	-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 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
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

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
2021 Dec.	469,1	4 207,9	1 020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4 677,0	28 514,2
2022 Jan.	471,0	4 252,3	1 031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4 573,8	27 904,0
Feb.	452,7	4 084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4 436,0	27 066,5
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

Source: Refinitiv.

## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC <sup>3)</sup>	By initial period of rate fixation				APRC <sup>3)</sup>			
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 June	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
July	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
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	5,46	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 <sup>(b)</sup>	0,01	0,47	0,20	0,64	4,81	15,77	5,86	5,58	6,18	2,48	1,53	1,86	2,02	1,74	2,06	1,78

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 June	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
July	-0,02	-0,31	0,13	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
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 <sup>(b)</sup>	-0,04	-0,27	0,51	1,69	1,80	2,03	2,40	1,52	1,49	1,78	1,15	1,22	1,95	1,55

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		
													3	4
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1 499	429	142	54	96	832	718	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 411	425	137	53	88	761	672	387	139	79	26	32	137	105
2022 Jan.	1 419	431	139	55	96	753	653	406	133	83	26	43	147	105
Feb.	1 400	417	145	56	96	741	644	386	136	87	28	32	132	96
Mar.	1 443	427	151	55	105	760	653	510	177	117	44	48	169	114
Apr.	1 436	437	155	55	108	736	638	460	168	102	36	43	147	97
May	1 380	417	155	49	107	701	613	440	159	110	40	43	128	87
June	1 339	404	137	44	99	699	622	439	158	112	48	43	125	87
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19 439	4 079	3 285	1 331	1 542	10 533	9 752	.	.	.	.	.	.	.
2021	20 087	4 179	3 583	1 404	1 594	10 732	9 912	316	66	83	33	23	144	130
2022 Jan.	20 000	4 176	3 574	1 402	1 574	10 676	9 855	370	116	70	14	20	165	148
Feb.	19 763	4 144	3 534	1 409	1 526	10 559	9 753	308	79	76	33	12	141	130
Mar.	19 564	4 122	3 524	1 414	1 510	10 408	9 617	403	98	122	55	27	157	147
Apr.	19 177	4 087	3 552	1 417	1 479	10 060	9 286	295	69	84	24	14	127	118
May	18 998	4 097	3 538	1 395	1 461	9 903	9 129	333	98	68	14	27	140	125
June	18 712	4 038	3 486	1 390	1 403	9 785	9 029	303	85	64	15	13	141	133

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							
							3					4	5
Outstanding amount													
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20 938,6	4 508,4	3 426,8	1 385,9	1 638,4	11 365,0	10 470,5	8 486,7	468,9	1 357,8	6 658,9	8 222,9	
2021	21 498,4	4 603,7	3 719,5	1 457,2	1 682,0	11 493,2	10 584,0	10 391,3	609,3	1 558,1	7 743,5	8 222,9	
2022 Jan.	21 418,6	4 606,0	3 713,6	1 456,3	1 670,3	11 428,6	10 507,7	9 908,2	619,0	1 544,6	7 743,5	8 222,9	
Feb.	21 162,7	4 561,3	3 679,5	1 464,6	1 622,0	11 299,8	10 397,0	9 414,9	565,1	1 423,4	7 425,4	8 222,9	
Mar.	21 007,3	4 549,3	3 675,0	1 468,3	1 615,6	11 167,5	10 270,3	9 431,2	550,7	1 435,5	7 444,0	8 222,9	
Apr.	20 613,1	4 523,9	3 707,0	1 471,1	1 586,2	10 796,0	9 924,5	9 253,2	521,8	1 391,4	7 338,9	8 222,9	
May	20 378,7	4 514,3	3 692,8	1 444,1	1 567,9	10 603,6	9 742,5	9 121,1	536,9	1 355,0	7 228,2	8 222,9	
June	20 051,2	4 441,8	3 623,4	1 433,3	1 501,6	10 484,3	9 650,6	8 341,2	475,2	1 265,7	6 599,2	8 222,9	
Growth rate													
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2022 Jan.	4,8	2,2	7,5	3,8	4,7	5,0	5,1	2,0	0,7	5,4	1,5	1,1	
Feb.	5,0	3,3	8,2	4,7	3,8	4,8	4,9	1,7	0,5	5,1	1,1	1,1	
Mar.	4,9	2,9	8,4	4,5	4,7	4,7	4,8	1,2	0,2	3,7	0,8	0,8	
Apr.	4,4	2,7	8,2	3,9	4,3	3,9	4,1	1,1	0,2	3,7	0,7	0,7	
May	4,4	3,9	8,1	3,1	4,2	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,7	0,7	
June	4,1	3,0	7,9	3,8	3,4	3,5	3,8	1,0	-0,5	3,2	0,7	0,7	

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	92,9	88,7	77,5	87,1	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,7	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,8	86,1	120,8	94,2
2021 Q3	99,5	93,3	94,4	88,7	72,7	85,7	120,5	94,0
Q4	97,7	91,8	93,3	86,5	71,8	84,3	119,1	92,7
2022 Q1	96,4	91,4	94,6	84,6	70,6	83,1	118,6	92,6
Q2	95,6	90,2	96,0	.	.	.	116,4	90,3
2022 Jan.	96,6	91,2	94,2	-	-	-	118,6	92,3
Feb.	96,9	91,7	94,6	-	-	-	118,9	92,7
Mar.	95,9	91,3	95,1	-	-	-	118,4	92,8
Apr.	95,2	89,9	95,2	-	-	-	116,4	90,4
May	95,6	90,2	96,0	-	-	-	116,2	90,2
June	95,9	90,4	96,7	-	-	-	116,5	90,3
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 June	0,4	0,3	0,7	-	-	-	0,3	0,2
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 June	-4,3	-3,4	2,1	-	-	-	-4,1	-4,4

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
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
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
Mar.	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
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
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 June	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	3,2	3,9	0,0	0,9	0,0	1,0	-1,1	-0,1
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 June	-8,6	0,4	-2,9	0,0	13,4	6,7	3,3	-0,1	0,4	4,8	-6,4	-12,3

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 Q2	30 370,3	30 636,0	-265,7	11 452,5	9 464,6	12 014,7	14 001,3	-132,2	6 166,3	7 170,0	869,0	15 355,3
Q3	31 110,8	31 299,4	-188,6	11 679,4	9 453,6	12 221,4	14 320,8	-101,1	6 308,8	7 525,0	1 002,4	15 751,1
Q4	32 052,2	32 154,3	-102,1	11 830,2	9 718,7	12 838,5	14 644,5	-92,1	6 418,5	7 791,1	1 057,0	15 990,0
2022 Q1	32 080,1	32 085,7	-5,6	11 902,4	9 882,7	12 315,5	14 048,4	-55,9	6 815,3	8 154,5	1 102,8	16 415,9
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q1	256,0	256,1	0,0	95,0	78,9	98,3	112,1	-0,4	54,4	65,1	8,8	131,0
<i>Transactions</i>												
2021 Q2	219,4	99,3	120,1	-0,9	-7,7	235,4	64,2	-2,3	-20,0	42,8	7,1	-
Q3	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
Q4	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 Q1	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
2021 Dec.	-277,9	-277,6	-0,3	-91,4	-118,7	29,7	6,8	4,4	-219,8	-165,7	-0,8	-
2022 Jan.	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
Feb.	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
Mar.	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
Apr.	-14,0	25,2	-39,2	49,3	18,2	-52,0	-64,7	12,3	-22,8	71,7	-0,7	-
May	19,7	6,0	13,7	25,4	-15,5	-45,0	-98,6	-2,5	40,6	120,1	1,2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 May	891,2	728,7	162,5	148,0	-104,7	239,0	-10,0	70,8	302,0	843,4	131,4	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 May	7,1	5,8	1,3	1,2	-0,8	1,9	-0,1	0,6	2,4	6,7	1,0	-

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	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2021 Q2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14 949,1
Q3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,6	760,1	15 219,0
Q4	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2022 Q1	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15 670,7
2021 Dec.	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2022 Jan.	1 482,0	9 827,9	11 309,9	945,9	2 512,8	3 458,7	14 768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15 543,5
Feb.	1 494,0	9 914,0	11 408,0	931,8	2 520,3	3 452,1	14 860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15 606,5
Mar.	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15 670,7
Apr.	1 524,4	9 965,2	11 489,6	954,2	2 518,7	3 473,0	14 962,6	115,3	602,3	49,6	767,1	15 729,7
May <sup>(p)</sup>	1 528,7	9 997,0	11 525,7	938,3	2 522,5	3 460,8	14 986,5	124,2	600,8	21,0	746,0	15 732,5
	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 Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
Q3	25,1	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8
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	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-63,6	20,6	-37,9	178,8
2021 Dec.	4,9	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-22,1	-16,7	93,5
2022 Jan.	17,2	27,1	44,3	20,7	3,2	23,8	68,1	11,8	-43,3	16,8	-14,6	53,5
Feb.	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,3	-27,4	62,9
Mar.	31,0	23,5	54,5	4,6	-0,9	3,7	58,3	-8,2	4,3	8,1	4,2	62,5
Apr.	-0,5	10,0	9,5	13,1	-0,9	12,2	21,7	-8,8	7,3	15,0	13,5	35,2
May <sup>(p)</sup>	4,2	38,0	42,2	-13,9	3,8	-10,1	32,1	9,3	-1,6	-28,3	-20,6	11,5
	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 Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
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	-3,6	76,9	0,1	6,2
2021 Dec.	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Jan.	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,7	0,9	6,5
Feb.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,6	-1,3	6,4
Mar.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,6	76,9	0,1	6,2
Apr.	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,6	1,3	6,1
May <sup>(p)</sup>	8,4	7,7	7,8	-3,4	1,7	0,3	6,0	10,5	-2,2	-44,1	-2,3	5,6

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	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 Q2	3 087,3	2 651,4	290,7	136,7	8,5	7 918,9	5 207,3	407,1	2 303,8	0,7	1 164,8	222,5	494,6
Q3	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Q4	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Q1	3 269,8	2 841,8	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
2021 Dec.	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Jan.	3 242,0	2 810,2	294,5	127,1	10,3	8 133,6	5 424,9	364,7	2 343,3	0,8	1 264,7	238,7	537,2
Feb.	3 266,0	2 843,1	284,7	126,6	11,6	8 170,2	5 457,7	360,8	2 350,8	1,0	1 280,5	234,8	545,7
Mar.	3 269,8	2 841,8	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
Apr.	3 278,5	2 841,6	297,9	129,5	9,6	8 202,2	5 495,4	356,8	2 349,0	1,0	1 282,3	224,4	566,1
May (p)	3 275,4	2 846,4	288,3	130,4	10,4	8 231,4	5 522,6	354,5	2 353,6	0,7	1 278,1	229,7	567,3
<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	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,2	-8,2	48,2
2021 Q2	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
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	18,2	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
2021 Dec.	36,9	39,0	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Jan.	-1,6	-9,1	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,9	8,9	-14,4
Feb.	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
Mar.	-4,3	-7,0	2,4	1,2	-0,9	19,2	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
Apr.	-0,1	-6,5	8,4	-0,5	-1,5	9,6	12,8	-1,8	-1,2	-0,2	0,5	-6,8	10,3
May (p)	0,0	6,8	-8,7	0,9	0,9	30,9	28,5	-2,0	4,7	-0,3	-0,7	5,6	1,2
<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 Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
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
2021 Dec.	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 Jan.	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,6	2,7	6,9
Feb.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
Mar.	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
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 (p)	6,4	7,9	-3,8	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,3	-13,6	10,8	-0,2	14,8

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			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans <sup>2)</sup>	6	7	8	9	10	11
Outstanding amounts												
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 Q2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 730,9	6 255,4	942,1	149,1	1 523,2	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,0	12 182,5	12 536,2	4 769,9	6 316,1	951,8	144,7	1 531,9	896,6
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	5 548,4	15 021,8	12 561,3	12 691,0	4 917,7	6 471,5	1 019,0	153,0	1 593,7	866,8
2021 Dec.	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 Jan.	6 547,4	992,4	5 553,2	14 902,6	12 453,4	12 607,6	4 874,9	6 415,2	990,6	172,8	1 563,2	886,0
Feb.	6 562,2	996,5	5 563,0	14 938,3	12 499,5	12 656,6	4 885,9	6 436,0	1 007,5	170,2	1 560,3	878,5
Mar.	6 553,9	1 002,7	5 548,4	15 021,8	12 561,3	12 691,0	4 917,7	6 471,5	1 019,0	153,0	1 593,7	866,8
Apr.	6 525,5	1 004,2	5 496,5	15 071,1	12 630,5	12 777,2	4 943,3	6 491,0	1 035,4	160,8	1 601,1	839,5
May <sup>(p)</sup>	6 491,9	999,7	5 467,4	15 134,5	12 703,6	12 845,5	4 972,8	6 520,8	1 049,8	160,2	1 579,9	851,0
Transactions												
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	1 042,0	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,3	9,3
2021 Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0
Q3	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8
Q4	201,1	-1,1	202,0	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	193,6	186,5	168,9	45,8	76,2	73,1	-8,5	23,6	-16,5
2021 Dec.	104,2	9,9	94,1	97,4	54,1	99,3	53,6	14,3	-14,5	0,7	41,8	1,5
2022 Jan.	12,7	-5,2	18,0	62,8	79,1	66,0	6,7	25,7	36,1	10,6	-15,1	-1,2
Feb.	52,0	4,1	47,9	51,5	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,7	-3,5
Mar.	29,2	5,9	23,3	79,3	55,1	41,4	25,6	28,4	17,7	-16,6	36,0	-11,8
Apr.	16,4	1,6	14,2	67,9	62,8	80,4	22,5	20,5	12,3	7,5	10,3	-5,1
May <sup>(p)</sup>	5,6	-4,6	10,2	78,6	83,3	79,0	29,5	31,8	22,2	-0,3	-18,2	13,6
Growth rates												
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 Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3
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	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7
2021 Dec.	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 Jan.	10,9	0,1	13,0	4,2	4,4	4,5	3,8	4,4	6,7	11,5	4,4	0,9
Feb.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,4	-0,1
Mar.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7
Apr.	9,6	0,4	11,4	4,7	4,9	5,3	4,5	4,4	10,0	3,7	7,5	-1,7
May <sup>(p)</sup>	8,7	-0,3	10,4	5,0	5,3	5,7	5,0	4,5	12,3	0,4	6,4	-1,0

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 Q2	4 730,9	4 852,0	831,7	969,3	2 929,9	6 255,4	6 514,4	694,1	4 852,6	708,7
Q3	4 769,9	4 884,9	834,3	971,1	2 964,4	6 316,1	6 574,4	696,6	4 914,4	705,0
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	4 917,7	4 892,0	911,4	1 002,5	3 003,8	6 471,5	6 671,4	700,7	5 063,2	707,6
2021 Dec.	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 Jan.	4 874,9	4 851,1	891,3	1 000,9	2 982,7	6 415,2	6 616,4	697,5	5 011,3	706,4
Feb.	4 885,9	4 858,5	899,4	998,8	2 987,7	6 436,0	6 643,9	701,0	5 028,2	706,9
Mar.	4 917,7	4 892,0	911,4	1 002,5	3 003,8	6 471,5	6 671,4	700,7	5 063,2	707,6
Apr.	4 943,3	4 918,0	923,8	1 011,7	3 007,7	6 491,0	6 696,7	702,4	5 082,1	706,5
May <sup>(p)</sup>	4 972,8	4 943,0	933,4	1 015,4	3 024,0	6 520,8	6 723,8	705,3	5 108,9	706,7
<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 Q2	-18,0	-21,7	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
Q3	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
Q4	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 Q1	45,8	48,5	18,8	-4,4	31,3	76,2	82,4	4,8	68,9	2,5
2021 Dec.	53,6	78,9	21,5	28,4	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,3
2022 Jan.	6,7	5,5	0,2	-6,6	13,1	25,7	23,8	1,0	24,4	0,2
Feb.	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
Mar.	25,6	27,7	9,9	3,6	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
Apr.	22,5	24,0	11,1	7,2	4,2	20,5	24,9	2,3	18,5	-0,3
May <sup>(p)</sup>	29,5	25,5	11,3	4,1	14,1	31,8	30,3	4,1	27,3	0,5
<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 Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
Q3	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
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	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 Dec.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 Jan.	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
Feb.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
Mar.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
Apr.	4,5	5,2	5,7	1,8	5,1	4,4	4,6	3,0	5,3	-0,2
May <sup>(p)</sup>	5,0	5,8	7,0	4,5	4,6	4,5	4,6	3,5	5,3	-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 Q2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,6	415,2	139,0	146,0
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	6 876,2	1 847,4	35,8	1 985,9	3 007,1	1 361,5	350,1	153,0	164,4
2021 Dec.	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 Jan.	723,6	6 896,8	1 846,5	36,8	2 011,2	3 002,2	1 359,7	354,2	165,3	158,8
Feb.	731,5	6 885,6	1 836,6	36,5	2 010,7	3 001,8	1 374,9	348,1	166,0	159,4
Mar.	740,4	6 876,2	1 847,4	35,8	1 985,9	3 007,1	1 361,5	350,1	153,0	164,4
Apr.	768,6	6 895,4	1 845,3	35,6	2 015,0	2 999,5	1 358,3	438,8	180,7	171,7
May <sup>(a)</sup>	726,1	6 805,6	1 845,9	32,3	1 986,8	2 940,6	1 234,5	403,3	180,6	175,4
<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	-120,6	-92,6	-11,3	-2,3
2021 Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	0,6	-18,6	-1,5	8,2	12,5	-43,6	32,1	15,3	11,5
Q4	106,7	9,9	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 Q1	-53,2	-37,5	-17,8	-1,3	-29,0	10,6	-23,5	-175,9	34,0	34,7
2021 Dec.	90,4	5,1	7,7	-0,6	-18,4	16,4	-37,7	25,1	-25,7	-13,1
2022 Jan.	-69,5	-9,5	-10,0	-0,3	2,8	-2,0	-1,7	-99,3	46,4	29,0
Feb.	7,9	-12,2	-10,2	-0,3	-1,0	-0,7	-8,8	-36,0	0,5	0,7
Mar.	8,4	-15,7	2,4	-0,7	-30,7	13,4	-12,9	-40,5	-12,9	5,0
Apr.	28,1	27,2	-5,1	-0,2	1,9	30,7	-33,9	40,1	27,7	7,3
May <sup>(a)</sup>	-42,5	-7,2	2,0	-3,4	-19,4	13,6	-80,3	-42,1	-0,1	3,6
<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 Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,4	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 Dec.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan.	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,7	2,8	-	-	12,1	13,1
Feb.	6,2	-0,4	-4,4	-11,9	-0,5	2,3	-	-	14,0	14,3
Mar.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
Apr.	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,7	3,2	-	-	35,9	36,7
May <sup>(a)</sup>	4,6	0,2	-2,9	-20,8	-1,7	3,8	-	-	35,2	40,1

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 Q1	-8,1	.	.	.	.	-6,6
Q2	-6,8	.	.	.	.	-5,3
Q3	-6,1	.	.	.	.	-4,7
Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,6

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	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 Q1	46,7	46,2	12,9	12,8	15,7	0,5	54,8	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
Q2	46,6	46,0	12,9	12,9	15,5	0,6	53,3	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
Q3	46,8	46,2	13,0	13,0	15,4	0,6	53,0	48,3	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
Q4	47,4	46,7	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,3	4,8

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 curren- cies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 Q1	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 Q1	13,9	6,6	1,8	2,1	1,5	0,5	-0,1	0,2	-0,4	0,1	5,5	10,3
Q2	3,5	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
Q3	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
Q4	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2

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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2021 Q1	14,6	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
Q2	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
Q3	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Q4	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022 Jan.	14,2	12,8	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6	
Feb.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5	
Mar.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4	
Apr.	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5	
May	14,5	13,3	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	4,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	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	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q1	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
Q2	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
Q3	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
Q4	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Government debt										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
Q2	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
Q3	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
Q4	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 Q1	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
Q2	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
Q3	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
Q4	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Government debt										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
Q2	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
Q3	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
Q4	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

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 20 juillet 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-22-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général