



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2023



Sommaire

Sommaire	1
Évolutions économiques, financières et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	7
2 Activité économique	13
3 Prix et coûts	21
4 Évolutions sur les marchés financiers	28
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	32
Encadrés	42
1 Pourquoi l'immobilier résidentiel a-t-il perdu son attrait ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs	42
2 Anticipations de taux d'intérêt des consommateurs dans un cycle de resserrement de la politique monétaire	48
3 Principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières	53
4 Remédier aux lacunes en matière de données climatiques – les indicateurs liés au changement climatique	57
5 Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro	64
6 Changements dans la base d'investisseurs en obligations d'entreprises non financières de la zone euro et implications pour la valorisation des marchés	73
7 Le rôle du patrimoine immobilier dans la transmission de la politique monétaire	78
8 L'inflation et la réaction des salaires du secteur public dans la zone euro	86
Article	92
1 Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone	92
Statistiques	116

Évolutions économiques, financières et monétaires récentes

Synthèse

L'inflation continue de se ralentir, mais devrait toujours rester trop forte pendant une trop longue période. Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il a donc décidé, lors de sa réunion du 27 juillet 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base.

Cette hausse des taux reflète l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Les évolutions observées depuis sa réunion du 15 juin confortent l'anticipation selon laquelle l'inflation va encore reculer sur le restant de 2023, mais demeurera supérieure à la cible pendant une période prolongée. Si certaines mesures commencent à s'atténuer, l'inflation sous-jacente reste globalement élevée. La transmission des précédentes hausses des taux demeure vigoureuse et les conditions de financement se sont encore durcies, freinant de plus en plus la demande, ce qui constitue un élément important pour ramener l'inflation au niveau de la cible.

Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire, pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 %. Cette décision préservera l'efficacité de la politique monétaire en maintenant le degré actuel de contrôle sur l'orientation de la politique monétaire et en garantissant la transmission intégrale des décisions de taux d'intérêt aux marchés monétaires. Dans le même temps, cette décision va permettre d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire en réduisant le montant global d'intérêts devant être payés sur les réserves pour mettre en œuvre l'orientation appropriée.

Activité économique

Les perspectives économiques à court terme de la zone euro se sont détériorées, principalement en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure. La forte inflation et le durcissement des conditions de financement freinent les dépenses. La production manufacturière, qui est aussi ralentie par l'atonie de la demande extérieure, en subit particulièrement les conséquences. L'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises montrent également des signes de faiblesse. Les services restent plus résilients, notamment dans les sous-secteurs à forte intensité de contact comme le tourisme, même si leur dynamique s'atténue. L'économie devrait rester atone à court terme. Par la suite, le recul de l'inflation, la hausse des revenus et l'amélioration des conditions d'offre devraient favoriser la reprise.

Le marché du travail demeure robuste. Le taux de chômage est resté à son niveau historiquement bas de 6,5 % en mai et de nombreux nouveaux emplois sont créés, en particulier dans le secteur des services. Cela étant, les indicateurs prospectifs laissent entrevoir un relâchement de cette tendance au cours des prochains mois, qui pourrait devenir négative dans le secteur manufacturier.

Alors que la crise énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une réponse de politique monétaire plus forte. Le Conseil des gouverneurs accueille favorablement la déclaration de l'Eurogroupe du 13 juillet 2023 sur l'orientation budgétaire de la zone euro, qui est conforme à cette évaluation ¹. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à rendre notre économie plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Des politiques de renforcement de la capacité d'offre de la zone euro peuvent contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant la transition écologique, qui est aussi soutenue par le programme *Next Generation EU*. La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue avant fin 2023.

Inflation

L'inflation a de nouveau décéléré en juin, revenant à 5,5 % après 6,1 % en mai. Les prix de l'énergie ont encore baissé, le recul s'établissant à 5,6 % en glissement annuel. La hausse des prix des produits alimentaires a poursuivi son ralentissement, même si elle reste forte, à 11,6 %.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est légèrement accélérée, à 5,5 % en juin, les biens et services suivant des tendances divergentes. La hausse des prix des biens s'est encore ralentie, ressortant à 5,5 % après 5,8 % en mai. À l'inverse, les prix des services ont augmenté de 5,4 %, contre 5,0 % en mai, en raison des

¹ Cf. « [Eurogroup statement on the euro area fiscal stance for 2024](#) ».

dépenses élevées consacrées aux vacances et aux voyages ainsi que d'effets de base haussiers.

Les déterminants de l'inflation évoluent. Les sources externes s'affaiblissent. Mais les tensions d'origine interne sur les prix, tenant notamment aux hausses de salaire et au maintien de marges bénéficiaires élevées, deviennent un moteur de plus en plus important de l'inflation.

Si certaines mesures diminuent, l'inflation sous-jacente reste globalement forte, en particulier du fait des effets persistants des hausses passées des prix de l'énergie sur les prix dans l'ensemble de l'économie. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, certains indicateurs restent élevés et doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

Évaluation des risques

Les perspectives de croissance économique et d'inflation restent très incertaines. Les risques à la baisse pour la croissance incluent la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'une aggravation des tensions géopolitiques globales, qui sont de nature à fragmenter les échanges commerciaux au niveau mondial et donc à peser sur l'économie de la zone euro. La croissance pourrait aussi pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, qui freinerait la demande d'exportations adressée à la zone euro. En revanche, la croissance pourrait être plus soutenue que projeté si la solidité du marché du travail, la hausse des salaires réels et le recul des incertitudes stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises.

Les risques d'une inflation accrue comprennent d'éventuelles nouvelles tensions à la hausse sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires, en lien également avec la décision unilatérale de la Russie de se retirer de l'Initiative céréalière de la mer Noire. Des conditions météorologiques défavorables, au vu de l'évolution de la crise climatique, pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse au-delà des niveaux projetés. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de l'objectif du Conseil des gouverneurs, ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient aussi alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. À l'opposé, une contraction de la demande, due par exemple à une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. En outre, l'inflation se tasserait plus vite si le recul des prix de l'énergie et le ralentissement des hausses des prix des produits alimentaires se répercutaient sur les prix d'autres biens et services plus rapidement qu'anticipé actuellement.

Conditions financières et monétaires

Le resserrement de notre politique monétaire reste fortement transmis aux conditions de financement globales. Les taux d'intérêt sans risque sur les échéances de court à moyen terme ont augmenté depuis la réunion de juin et les financements sont devenus plus chers pour les banques, en partie sous l'effet de l'extinction progressive en cours des opérations ciblées de refinancement à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) de la BCE. L'important remboursement au titre des TLTRO effectué en juin s'est bien déroulé, car les banques étaient bien préparées. Les taux moyens des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires ont de nouveau crû en mai, à respectivement 4,6 % et 3,6 %.

La hausse des taux d'emprunt et les réductions associées des projets de dépenses ont entraîné une nouvelle baisse sensible de la demande de crédits au deuxième trimestre, comme l'a montré l'enquête de juillet 2023 sur la distribution du crédit bancaire. De plus, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages ont encore été resserrés, car les banques s'inquiètent davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés et sont moins disposées à les assumer. Le durcissement des conditions de financement renchérit également les logements, qui deviennent en outre des investissements moins attrayants et la demande de prêts hypothécaires s'est contractée pour le cinquième trimestre consécutif.

Dans ce contexte, le taux de croissance annuel des prêts a de nouveau diminué en juin, à 3,0 % pour les entreprises et 1,7 % pour les ménages, les taux annualisés revenant à respectivement 0,0 % et - 0,2 % au deuxième trimestre. En lien avec cette faible activité de prêt et la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large a diminué, à 0,6 %, en juin, le taux annualisé s'établissant à - 1,1 % au deuxième trimestre.

Décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Dès lors, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été relevés à respectivement 4,25 %, 4,50 % et 3,75 % à compter du 2 août 2023.

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

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

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

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des TLTRO, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de leurs remboursements en cours à son orientation de politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 %. Ce changement entrera en vigueur à partir du début de la période de constitution de réserves débutant le 20 septembre 2023. Cette décision ne préjuge pas des résultats de l'examen en cours du cadre opérationnel de la BCE.

Conclusion

L'inflation continue de se ralentir, mais devrait toujours rester trop forte pendant une trop longue période. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé, lors de sa réunion du 27 juillet 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base.

Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire, pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Il maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer le degré et la durée appropriés de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

En toute hypothèse, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire.

1 Environnement extérieur

L'activité économique mondiale au deuxième trimestre 2023 est demeurée résiliente, mais les données disponibles montrent un certain ralentissement. La divergence observée au niveau mondial entre le secteur des services et le secteur manufacturier s'est encore accentuée en juin, sous l'effet des récentes performances médiocres du secteur manufacturier dans les économies avancées. Dans le même temps, les perspectives mondiales à court terme sont assombries par la faiblesse des échanges de marchandises, en particulier dans les économies avancées, tandis que les échanges de services continuent de s'améliorer. L'inflation totale dans les économies de l'OCDE a continué de baisser à mesure que les pressions sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie s'atténuent, tandis que l'inflation sous-jacente (core) demeure à des niveaux élevés.

L'activité mondiale est demeurée résiliente au deuxième trimestre, mais les données d'enquêtes disponibles ont commencé à montrer des signes de ralentissement. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a baissé en juin pour la première fois cette année, dans un contexte de modération tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services (graphique 1, partie a). L'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services a légèrement baissé, tout en restant au-dessus du seuil neutre et proche de sa référence historique. Dans le même temps, l'indice PMI relatif à la production dans le secteur manufacturier a baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction, en particulier dans les économies avancées. Cette faiblesse de l'industrie manufacturière, peut-être due à une plus grande sensibilité au durcissement des conditions financières et à la réorientation de la demande de services, a conduit ces derniers mois à un découplage entre l'activité dans le secteur manufacturier et celle dans le secteur des services.

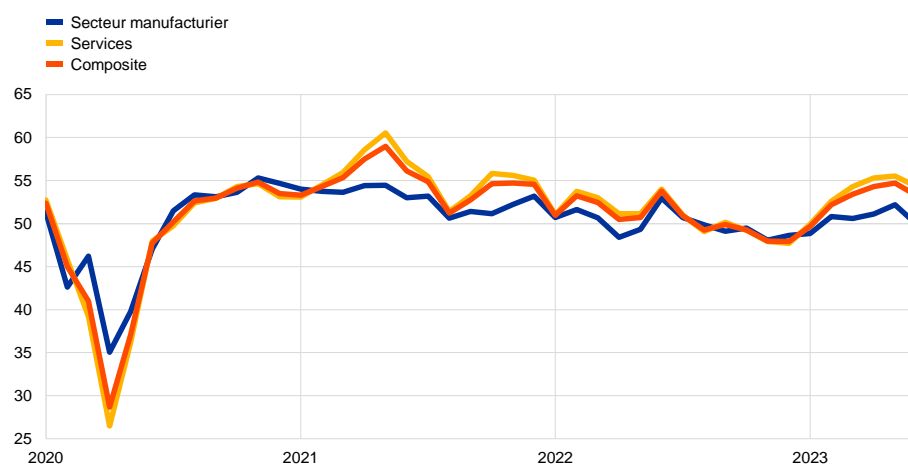
La divergence observée au niveau mondial entre le secteur des services et le secteur manufacturier s'est encore accentuée en juin. Les données du PMI suggèrent que la divergence est actuellement due à la récente médiocre performance du secteur manufacturier dans les économies avancées. Plus tôt dans l'année, le rebond de la demande de services en Chine – à la suite de la réouverture de l'économie chinoise – a été le principal facteur à l'origine de cette divergence (graphique 1, partie b). À l'avenir, alors que la faiblesse du secteur manufacturier pourrait se répercuter sur les services à travers une baisse de la demande agrégée, les données des comptes nationaux des principales économies montrent que la consommation de services reste inférieure aux références pré-pandémiques, contrairement à la consommation de biens, ce qui laisse une possibilité d'améliorations supplémentaires au cours des prochains mois.

Graphique 1

Indices composites mondiaux (hors zone euro) des directeurs d'achats (PMI)

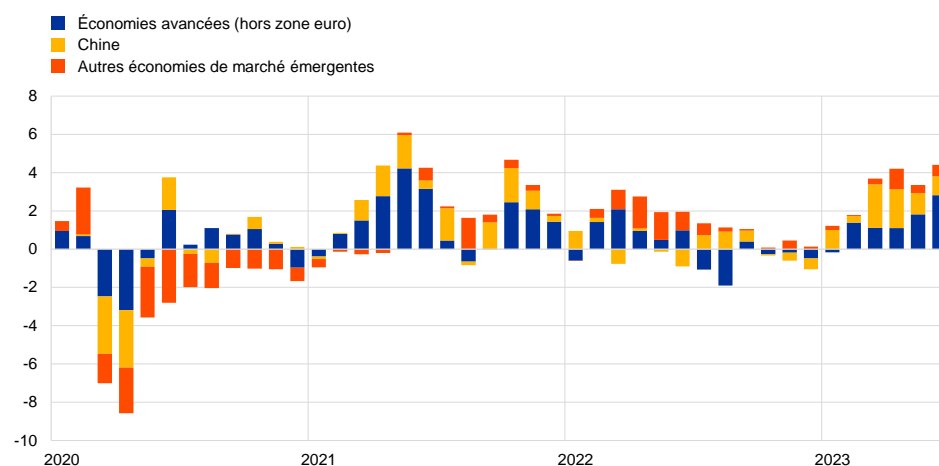
a) Indice PMI pour la production par secteur

(indices de diffusion agrégés)



b) Différence entre la production dans le secteur manufacturier et l'activité dans les services par contributions régionales

(différence entre les indices de diffusion)



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

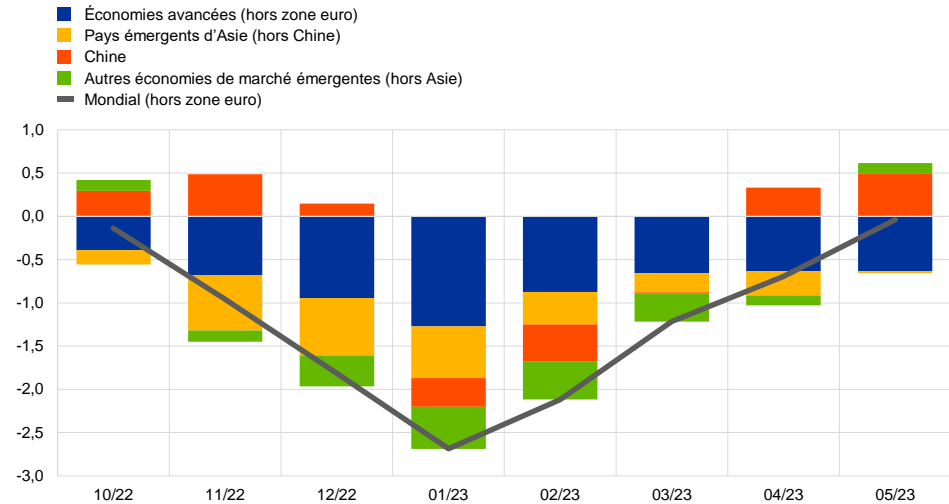
Notes : La partie a) montre les indices de diffusion de la production composite, de la production manufacturière et de l'activité des services, tandis que la partie b) montre la différence entre l'activité des services et la production manufacturière au niveau mondial. Les dernières observations se rapportent à juin 2023.

Les perspectives à court terme du commerce mondial demeurent assombries par la faiblesse des échanges de marchandises, tandis que les échanges de services continuent de s'améliorer. Au début du deuxième trimestre, la dynamique du commerce de marchandises s'est progressivement améliorée dans un contexte de poursuite de la dissipation des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la réouverture en Chine, mais elle est restée modérée en raison de la faiblesse des publications de données, en particulier dans les économies avancées (graphique 2). La demande mondiale de biens continue de s'affaiblir en raison d'une dynamique de croissance inégale entre les biens et les services et indique des échanges de marchandises modérés, comme cela ressort également des valeurs les plus récentes de l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation, qui font état d'une contraction. En revanche, les échanges de services

restent solides, en particulier le tourisme qui continue de progresser vers ses niveaux d'avant la pandémie.

Graphique 2 Dynamique des échanges de marchandises

(importations en volume, variations en pourcentage en glissement sur trois mois)



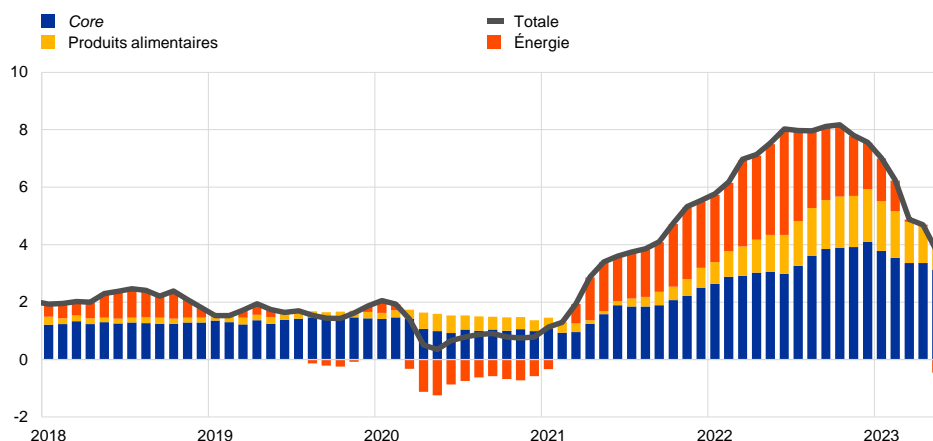
Sources : CPB et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

L'inflation totale dans les pays de l'OCDE a continué de baisser, les pressions sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie s'atténuant, tandis que l'inflation core est restée à des niveaux élevés. En mai, l'inflation annuelle totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays de l'OCDE (à l'exclusion de la Turquie) a fortement diminué, revenant de 7,4 % en avril à 6,5 %, principalement en raison de la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que d'effets de base. En revanche, l'inflation core n'a diminué que légèrement pour s'établir à 6,9 % (graphique 3). De même, la dynamique de l'inflation core reste élevée et n'a que légèrement diminué, ce qui indique des tensions persistantes sur les prix. En effet, alors que les prix à la production diminuent fortement, les salaires continuent d'exercer des pressions à la hausse.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : L'agrégat de l'OCDE exclut la Turquie et est calculé en utilisant les pondérations annuelles de l'IPC pour l'OCDE.

Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

Les prix du pétrole ont augmenté de 13 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, à la suite de la prolongation d'un mois de la réduction de la production par l'Arabie saoudite (graphique 4).

L'Arabie saoudite a annoncé qu'elle réduirait sa production d'un million de barils par jour en juillet, et cette réduction a été reconduite au mois d'août. Dans le même temps, la Russie a annoncé une réduction de 0,5 million de barils par jour pour le mois d'août. Ces réductions devraient exercer de nouvelles tensions sur le marché pétrolier à un moment où l'on s'attendait déjà à ce qu'il passe d'une situation excédentaire à une situation déficitaire. Du côté de la demande, au cours des derniers mois, la forte demande de pétrole liée aux activités de voyage et de transport en Chine a contrebalancé la faiblesse de la demande industrielle dans les économies avancées. Mais plus récemment, l'amélioration du sentiment à l'égard du risque reflétant en partie les bonnes surprises relatives aux données économiques américaines et les résultats en baisse de l'inflation totale ont apporté une contribution positive aux prix du pétrole. Les prix du gaz en Europe ont baissé de 16 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, après une courte période de volatilité. Les prix du gaz ont augmenté de 33 % pendant les deux jours précédant la réunion du Conseil des gouverneurs en juin, principalement en raison d'interruptions de la production de gaz en Norvège. Les baisses des prix depuis lors reflètent le fait que les stocks de gaz restent élevés et la demande faible. Les prix internationaux des matières premières alimentaires ont augmenté de 3 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, la Russie s'étant retirée de l'accord de la mer Noire sur les céréales ukrainiennes. Depuis l'année dernière, l'Ukraine a trouvé d'autres itinéraires qu'elle pourrait éventuellement utiliser pour une partie des exportations de céréales habituellement acheminées via la mer Noire, mais à des coûts plus élevés. Par conséquent, les perturbations de l'approvisionnement en céréales devraient être moins importantes qu'au début de l'invasion russe, ce qui implique que des hausses de prix comparables à celles observées au printemps 2022 sont peu probables. Toutefois, l'évolution des conditions météorologiques fait peser des risques

supplémentaires sur les prix des matières premières alimentaires, car les risques à court terme de sécheresse dans l'hémisphère nord restent élevés. Dans le même temps, sur les marchés des métaux, la faiblesse de l'activité dans le secteur industriel et dans le secteur du développement immobilier en Chine a été contrebalancée par l'amélioration du sentiment à l'égard du risque.

Graphique 4 Évolutions des prix du pétrole

(en dollars par baril)



Source : Refinitiv.

Notes : Les lignes représentent les événements suivants : 10 mars 2023 : faillite de Silicon Valley Bank, 2 avril 2023 : annonce de la réduction de la production par l'OPEP+, 15 juin 2023 : réunion du Conseil des gouverneurs de juin, 3 juillet 2023 : annonce de l'extension de la réduction de la production par l'Arabie saoudite et la Russie. Les dernières observations se rapportent au 26 juillet 2023.

Aux États-Unis, l'activité économique a mieux résisté que prévu. La croissance pour le premier trimestre 2023 a été révisée à la hausse, à 2,0 %, en rythme annualisé. En outre, les indicateurs mensuels pour le deuxième trimestre, y compris la construction non résidentielle, l'emploi et les données d'inventaires, ont été plus élevés que prévu. En particulier, bien qu'il se ralentisse progressivement, le marché du travail américain est dynamique et continue de soutenir la croissance. Le taux de chômage demeure à des niveaux très bas, l'emploi continue de croître et les postes vacants ne diminuent que lentement. Toutefois, malgré la résilience passée, des risques de baisse de l'activité subsistent. Par exemple, le PMI pour le secteur manufacturier américain a continué d'afficher une contraction pendant la majeure partie des derniers mois. En outre, les impayés sur les cartes de crédit et les prêts automobiles ont augmenté rapidement au cours des derniers mois, ce qui laisse présager un ralentissement de la consommation. La hausse annuelle de l'IPC total a diminué en juin pour s'établir à 3,0 % tandis que les tensions inflationnistes sous-jacentes restent élevées, avec une inflation core à 4,8 %. Dans le même temps, la croissance annuelle des salaires nominaux ressort toujours à 4,7 %, soit un niveau supérieur à celui considéré comme compatible avec l'objectif de l'inflation.

En Chine, la croissance s'est nettement ralentie au deuxième trimestre.

Bien que la croissance du PIB en glissement annuel ait atteint 6,3 % au deuxième trimestre, reflétant des effets de base dus aux confinements liés à la COVID-19 il y a

un an, elle s'est ralentie à 0,8 % en glissement trimestriel, contre 2,2 % au premier trimestre. La reprise tirée par la consommation semble avoir été de courte durée, en raison d'un nouveau recul du secteur du logement et d'une décélération des dépenses de consommation. Les exportations ont également fortement diminué, reflétant la faiblesse de la demande extérieure, en particulier en produits manufacturés. Cela s'explique par la réorientation de la demande mondiale des produits manufacturés vers les services après la pandémie. Le ralentissement de la dynamique de la croissance devrait inciter à un soutien supplémentaire de la politique monétaire et budgétaire à l'avenir. En effet, à la mi-juin, la Banque populaire de Chine a abaissé à 2,65 % le taux de la facilité de prêt à moyen terme à un an.

Au Japon, les indicateurs récents laissent présager une certaine modération de la croissance économique au deuxième trimestre. La confiance des consommateurs, malgré de nouvelles baisses des salaires réels, devrait soutenir la reprise de la consommation privée, qui est restée relativement faible jusqu'à présent. En outre, les indicateurs relatifs au climat des affaires indiquent une dynamique de croissance solide, mais modérée. L'inflation totale a légèrement augmenté pour atteindre 3,3 % en juin, reflétant les augmentations des prix réglementés de l'électricité. L'inflation *core* (excluant les prix de l'énergie et des produits alimentaires) est restée inchangée par rapport au mois précédent, à 2,6 %, ce qui implique une solide dynamique sous-jacente des prix. En ce qui concerne les salaires, les résultats définitifs des négociations salariales annuelles de printemps (Shunto) font état d'une augmentation de 3,6 %, la plus élevée depuis le début des années 1990.

Au Royaume-Uni, un flux de données positives suggère une résilience plus forte que prévu de l'économie, alors que l'inflation reste élevée. Le PIB réel mensuel a diminué moins que prévu, de 0,1 % en mai, après une augmentation en avril, car la demande intérieure est demeurée résiliente, favorisée par un marché du travail robuste malgré l'aggravation de la crise du coût de la vie. La croissance devrait encore s'accélérer au troisième trimestre, mais le durcissement des conditions financières pèse sur la consommation privée et l'investissement. L'inflation totale a reflué à 7,9 % en juin, tandis que l'inflation *core* a diminué à 6,9 % en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des services. Les résultats sont inférieurs aux attentes du marché, mais en ligne avec les prévisions du rapport sur la politique monétaire de la Banque d'Angleterre de mai 2023. À l'avenir, l'inflation totale devrait continuer à diminuer, principalement en raison de la diminution de la contribution des prix de l'énergie. Néanmoins, les tensions sur les prix devraient rester élevées en raison des tensions sur le marché du travail, de la résilience de la demande et de la persistance de la hausse des prix des produits alimentaires.

2 Activité économique

L'activité dans la zone euro a stagné au premier trimestre 2023, dans un contexte de recul de la demande intérieure, et s'est modérément améliorée au deuxième trimestre, conformément aux projections macroéconomiques de juin pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème². Les conditions continuent de différer d'un secteur à l'autre de l'économie et au sein des secteurs : les secteurs manufacturier et de la construction ont été particulièrement affectés par le fléchissement de la demande et le durcissement des conditions de financement, tandis que les services ont été plus résilients, en particulier les activités de loisir. Toutefois, la dynamique se ralentit dans le secteur des services et l'économie devrait demeurer atone à court terme. Les revenus des ménages bénéficient de la vigueur du marché du travail, soutenus par la croissance robuste de l'emploi, ainsi que par le ralentissement de l'inflation. Néanmoins, les perspectives de croissance économique restent très incertaines. Même si la baisse de l'inflation, la hausse des revenus et l'amélioration des conditions d'offre devraient soutenir une reprise, le fléchissement de la demande mondiale et l'impact croissant du durcissement des conditions de financement devraient peser sur l'activité économique.

Après avoir été stationnaire au premier trimestre, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est modérément améliorée au deuxième trimestre.

Après avoir enregistré une contraction de 0,1 % en glissement trimestriel fin 2022, le PIB en volume de la zone euro a été stationnaire au premier trimestre 2023, selon la publication pour plusieurs pays de la zone euro de données actualisées pour ce trimestre, notamment une révision à la hausse significative du PIB de l'Irlande (de – 4,6 % à – 2,8 %) (graphique 5). Pour le deuxième trimestre 2023, les données disponibles suggèrent une légère amélioration de la croissance du PIB. Selon les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème, le PIB devrait croître de 0,3 % en glissement trimestriel. Les services nécessitant de nombreux contacts devraient avoir soutenu l'activité économique au deuxième trimestre, tandis que la production dans le secteur manufacturier s'est probablement encore contractée. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro s'est contracté en juin, reflétant des évolutions hétérogènes entre les secteurs. L'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services s'est établi en moyenne à 54,4 au deuxième trimestre, continuant d'indiquer une croissance (graphique 6, partie b), malgré une modération en juin. Toutefois, les anticipations relatives aux nouvelles commandes et à l'activité dans le secteur des services ont également commencé à diminuer, même si elles sont toujours cohérentes avec la croissance en cours. En revanche, l'indice PMI pour la production industrielle a continué de diminuer en juin, s'étant contracté à 46,4 au deuxième trimestre. L'activité en cours s'est détériorée, reflétant une croissance de la production soutenue, mais qui se ralentit, parallèlement à une diminution des nouvelles commandes (graphique 6, partie a). La faiblesse de la production industrielle à la fin du premier trimestre a entraîné un acquis de croissance négatif au deuxième trimestre, bien que ce dernier ait été largement contrebalancé par un

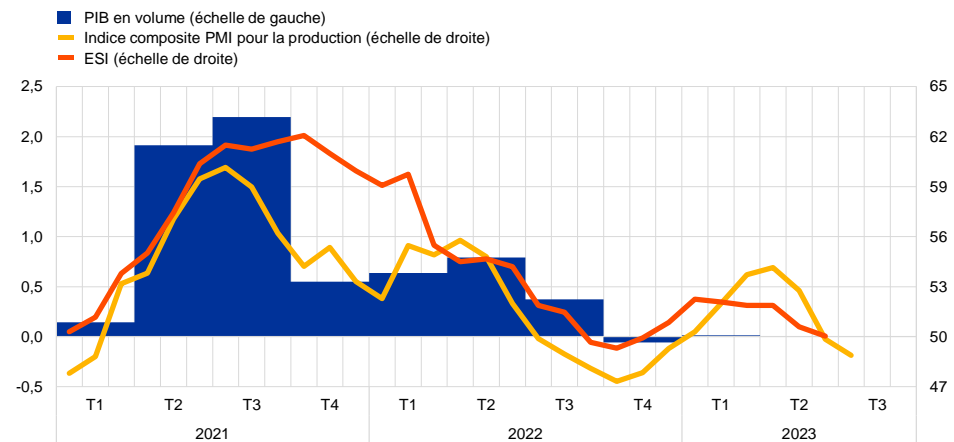
² Selon l'estimation rapide publiée par Eurostat le 31 juillet, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre 2023. Cette estimation n'était pas disponible au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet.

acquis de croissance positif lié à la production de services. En outre, même s'il s'est redressé en avril et en mai, le niveau moyen de production industrielle (hors construction) au cours de ces deux mois a été inférieur de 1,5 % à celui du premier trimestre 2023. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a continué de diminuer en juin et a été cohérent avec une croissance modérée au deuxième trimestre (graphique 5).

Graphique 5

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

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



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

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

La production dans la zone euro devrait croître modérément au troisième trimestre, soutenue principalement par le secteur des services.

L'activité dans le secteur manufacturier devrait rester atone, dans le contexte de l'impact croissant de la faiblesse du commerce mondial et de renforcement de la transmission de la politique monétaire. Toutefois, la demande anticipée demeure robuste dans les services nécessitant de nombreux contacts, en particulier les services liés aux voyages, comme l'indique l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs. Cela est cohérent avec les principales conclusions des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières (encadré 3), qui indiquent un degré élevé d'hétérogénéité intersectoriel et intra-sectoriel en ce qui concerne l'activité attendue, avec une demande qui demeure forte et devrait soutenir l'activité au troisième trimestre dans les secteurs liés au tourisme. Même si l'indice PMI pour les services a continué de s'améliorer en juillet, le rythme était bien plus lent que plus tôt dans l'année, suggérant que l'affaiblissement du secteur manufacturier commence à se transmettre au secteur des services. Pour les trimestres à venir, les perspectives d'activité continueront de bénéficier des effets favorables générés par l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, le ralentissement des prix de l'énergie et la résilience des marchés du travail. Ces facteurs de soutien amortiront le fléchissement de la

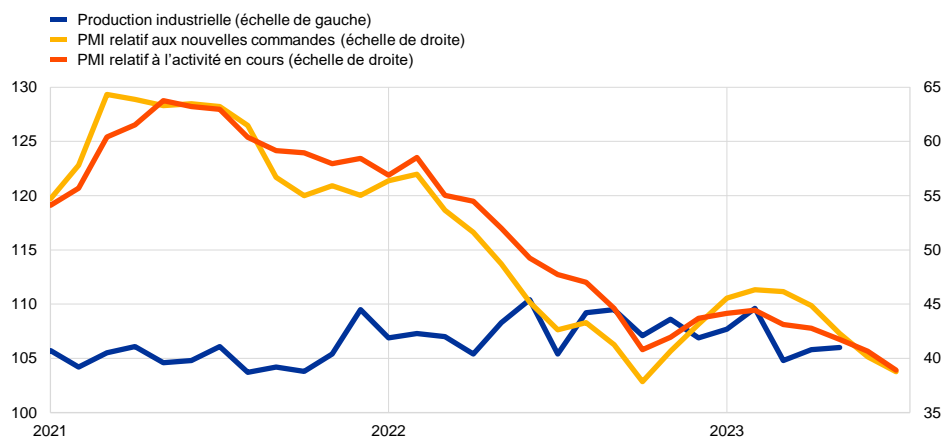
demande mondiale et l'impact croissant du durcissement des conditions de financement.

Graphique 6

Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie

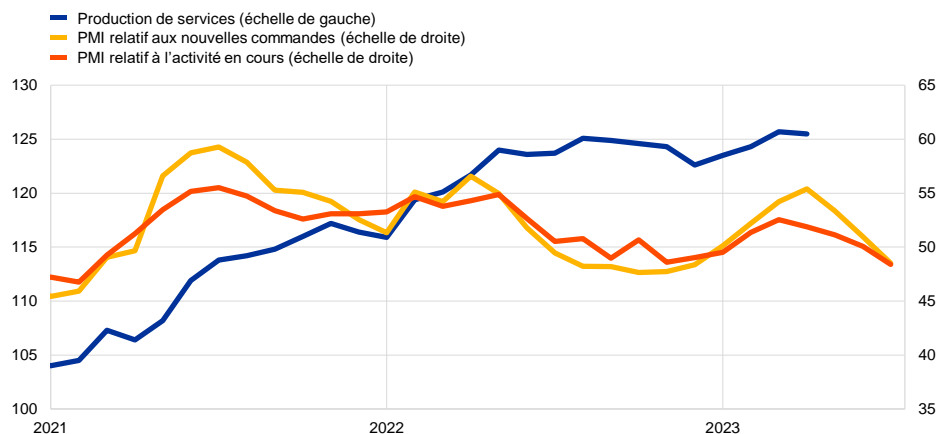
a) Secteur manufacturier

(indices, indices de diffusion)



b) Services

(indices, indices de diffusion)



Sources : Eurostat et S&P Global Market Intelligence.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023 pour la production de services, à mai 2023 pour la production industrielle et à juillet 2023 pour les indices des directeurs d'achat (PMI).

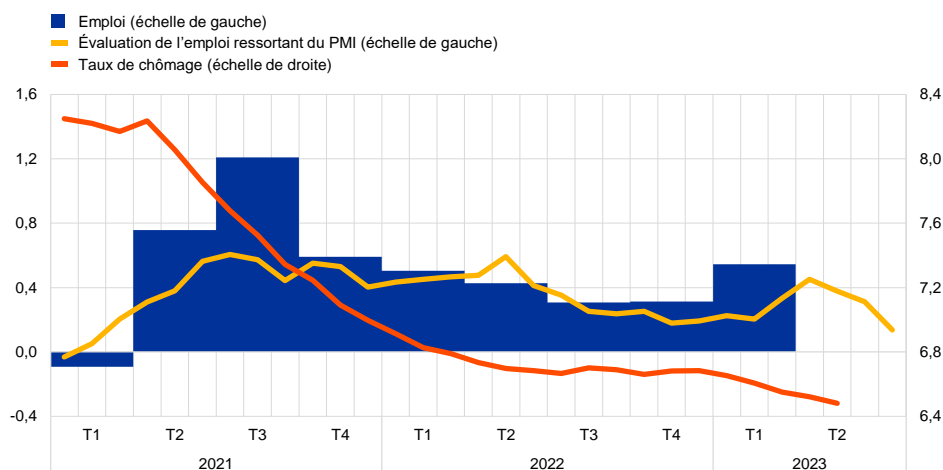
Le marché du travail demeure robuste, soutenu par le secteur des services, même si les indicateurs plus récents suggèrent des signes de faiblesse.

Après la forte croissance de 0,5 % enregistrée par l'emploi au premier trimestre 2023 (graphique 7), les données mensuelles récentes suggèrent un léger fléchissement de la dynamique du marché du travail au deuxième trimestre. Même si le taux de chômage est resté inchangé à 6,5 % en mai, soit une baisse de 0,2 point de pourcentage depuis mai 2022, la dynamique positive de l'emploi continue d'être soutenue par un accroissement de la population active. Plus spécifiquement, la dynamique de la main-d'œuvre en ce qui concerne les jeunes travailleurs, les travailleurs peu qualifiés et les travailleurs étrangers est supérieure à sa tendance de long terme et semble être largement à l'origine de cette tendance positive.

Graphique 7

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 : en pourcentage de la population active)



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

Notes : Les deux lignes indiquent les évolutions mensuelles tandis que les barres représentent des données trimestrielles. L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour l'emploi, à juillet 2023 (estimation rapide d'Eurostat) pour l'indice PMI relatif à l'emploi et à mai 2023 pour le taux de chômage.

Même si l'indice PMI relatif à l'emploi suggère un ralentissement de la dynamique de l'emploi, il indique toutefois une croissance de l'emploi au deuxième trimestre. Même si l'indice PMI relatif à l'emploi s'est inscrit en baisse à 53,1 en juin, il a continué d'indiquer une expansion de l'emploi. Toutefois, l'indice PMI agrégé relatif à l'emploi masque un clivage sectoriel prononcé. L'expansion en juin s'est limitée au secteur des services, la composante secteur manufacturier affichant une contraction pour la première fois depuis janvier 2021. À 49,8, l'indice suggère un renforcement des risques à la baisse pour la croissance de l'emploi, en particulier dans les pays où le secteur manufacturier représente une plus grande proportion de l'emploi. Les données provisoires relatives aux indices PMI pour juillet indiquent une nouvelle décélération de la dynamique de l'emploi, suggérant une croissance de l'emploi relativement modérée (voire stationnaire) au troisième trimestre.

La consommation privée devrait avoir été atone au deuxième trimestre, malgré la résilience de la consommation dans le secteur des services, reflétant une nouvelle contraction des biens. La consommation privée s'est contractée de 0,3 % au premier trimestre, sous l'effet d'une baisse des dépenses de biens. Les données disponibles indiquent une nouvelle baisse de la consommation de biens au deuxième trimestre, tandis que la consommation de services devrait être restée résiliente. L'anticipation d'un fléchissement des dépenses consacrées aux biens de consommation est étayée par les évolutions récentes des ventes au détail. Entre avril et mai, les ventes au détail ont été inférieures de 0,3 % en moyenne à leur niveau du premier trimestre. Cela masque toutefois une augmentation des ventes de produits non alimentaires et une diminution des ventes de carburants et de produits alimentaires. Dans le même temps, au deuxième trimestre, les nouvelles

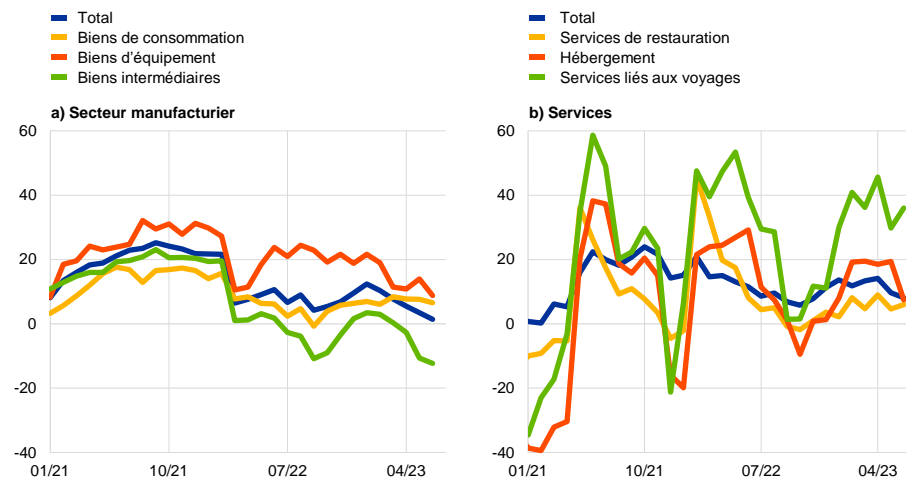
immatriculations de voitures particulières ont été inférieures de 1 % à leur niveau du premier trimestre, malgré un assouplissement des conditions d'offre. En revanche, la consommation de services devrait être restée résiliente, bénéficiant de la persistance des effets de réouverture post-pandémie, comme le suggère l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services nécessitant de nombreux contacts, qui, malgré une modération en juin, a continué d'afficher une expansion au deuxième trimestre.

Les données disponibles suggèrent que les perspectives sont plus favorables pour les services nécessitant de nombreux contacts que pour les dépenses de consommation consacrées aux biens, en particulier à court terme. Les résultats de l'enquête réalisée en juin par la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs suggèrent qu'au cours de ce mois, la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts est restée au-dessus de son niveau historique (graphique 8, partie b). L'enquête de juin de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) et les contacts récents de la BCE avec le secteur non financier font également état d'une demande anticipée relativement forte pour les services nécessitant de nombreux contacts. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a continué d'augmenter en juin et en juillet, reflétant principalement l'amélioration des anticipations des ménages quant à leur situation financière et économique générale. La forte croissance du revenu nominal du travail et hors travail a jusqu'à présent soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Toutefois, le durcissement des conditions de financement et la hausse des taux d'intérêt devraient accroître l'incitation à épargner pour les ménages, et peser sur la consommation privée. Les données de l'enquête CES montrent que les anticipations des consommateurs concernant les taux d'intérêt appliqués aux prêts hypothécaires et aux comptes d'épargne ont augmenté, conformément aux évolutions des taux d'intérêt effectifs (encadré 2). En cohérence avec ce constat, le taux d'épargne des ménages a légèrement augmenté au premier trimestre 2023, à 14,1 % du revenu disponible.

Graphique 8

Production manufacturière anticipée et demande de services anticipée

(soldes en pourcentage)



Source : Commission européenne.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2023.

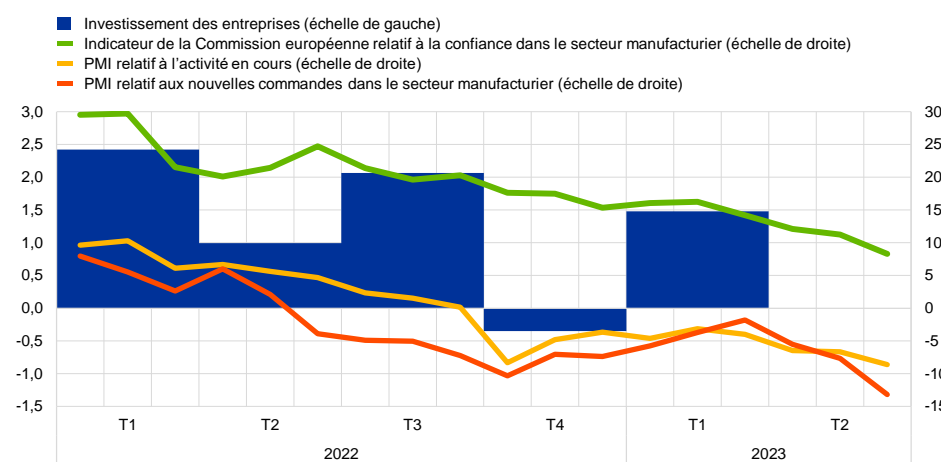
Malgré sa résilience au début de l'année, l'investissement des entreprises devrait avoir fléchi au deuxième trimestre, à mesure que l'activité s'est ralentie en réponse au durcissement de plus en plus important des conditions de financement.

En glissement trimestriel, l'investissement total hors construction est resté stationnaire au premier trimestre 2023, mais il aurait été plus élevé si la contribution volatile des investissements incorporels en Irlande avait été exclue. Bien que la production de biens d'équipement ait rebondi en avril et en mai, les données d'enquête suggèrent un fléchissement de l'investissement des entreprises pour le trimestre actuel. Au deuxième trimestre, le PMI pour la production s'est inscrit en baisse à un niveau inférieur au seuil de croissance nulle. Malgré une amélioration des délais de livraison des fournisseurs, les indices PMI relatifs aux nouvelles commandes et à l'activité en cours dans le secteur manufacturier et des biens d'équipement ont continué de diminuer au deuxième trimestre, demeurant en territoire négatif, et la confiance des entreprises dans ce secteur s'est également détériorée (graphique 9). L'enquête de juillet 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que la demande des entreprises pour des prêts à long terme et des prêts à des fins d'investissement fixe a nettement reculé ces derniers trimestres et devrait continuer ainsi au deuxième trimestre. Lors des épisodes précédents de récession, cette tendance a précédé d'importantes diminutions de l'investissement des entreprises, mais cela ne se reflète pas dans la croissance annuelle globalement stationnaire observée jusqu'à présent. Conformément aux informations tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, l'enquête d'octobre 2022/mars 2023 sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) suggère qu'un plus grand nombre d'entreprises prévoit une détérioration de la disponibilité des prêts bancaires au cours des six prochains mois, malgré une légère amélioration. L'enquête SAFE indique également que les entreprises anticipent une augmentation de leur chiffre d'affaires aux deuxième et troisième trimestres, le financement interne devenant de plus en plus important, contrebalançant ainsi partiellement les effets négatifs de la hausse des coûts

d'emprunt sur l'investissement des entreprises. En outre, les données fournies par l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*, CTS) en juillet 2023 suggèrent que les investissements verts et numériques, qui sont également les principaux bénéficiaires des fonds *Next Generation EU* (NGEU), continuent de bien résister. Le financement interne et les fonds NGEU sont essentiels pour soutenir la poursuite de l'investissement en capital.

Graphique 9 Investissement des entreprises et indicateurs relatifs aux biens d'équipement

(variations en glissement trimestriel, écarts par rapport à la moyenne)



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

Notes : L'investissement des entreprises est approximé par l'investissement hors construction et exclut les droits de propriété intellectuelle en Irlande. Les indices des directeurs d'achat (PMI) relatifs à l'activité en cours et aux nouvelles commandes sont exprimés comme un écart par rapport à 50, et l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans le secteur manufacturier est exprimé comme l'écart par rapport à sa moyenne de long terme. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023 pour l'investissement et à juin 2023 pour les autres variables.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait s'être contracté au deuxième trimestre, dans un contexte de détérioration de la demande de logements et des conditions de financement.

Après avoir enregistré une augmentation de 1,3 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2023, grâce à d'importants arriérés de commandes et des conditions météorologiques favorables, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué au deuxième trimestre, selon des indicateurs quantitatifs et qualitatifs. En ce qui concerne les indicateurs quantitatifs, le nombre de permis de construire émis pour des logements, qui constitue un indicateur avancé de l'activité dans la construction, s'est effondré l'année dernière, atteignant, en mars 2023, son plus bas niveau depuis sept ans (en excluant les confinements liés à la pandémie en avril et mai 2020). En avril et en mai, la production dans la construction de bâtiments s'est établie 1,2 % au-dessous de sa moyenne au premier trimestre. S'agissant des indicateurs qualitatifs, le PMI pour la production dans la construction résidentielle a enregistré une contraction plus forte jusqu'à juin, malgré d'importantes améliorations des délais de livraison des fournisseurs et la baisse des prix des consommations intermédiaires. L'indice de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers trimestres a enregistré sa cinquième baisse consécutive au deuxième trimestre, le recul de la demande, le durcissement des conditions

financières et les pénuries de main-d'œuvre continuant d'exercer une influence importante sur la production dans ce secteur. Les indicateurs prospectifs suggèrent également une modération de l'activité au troisième trimestre, la hausse des taux hypothécaires et les coûts de construction élevés pesant respectivement sur l'accessibilité à l'immobilier résidentiel et sur la rentabilité, comme le confirment les dernières enquêtes de la BCE. Selon l'enquête CES, la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement a atteint un point bas en janvier, tout en restant médiocre en juin (encadré 2). Dans la dernière enquête téléphonique auprès des entreprises, celles-ci ont fait état d'une baisse de l'activité et des commandes, en particulier dans la construction d'immeubles résidentiels, en raison des tensions élevées sur les coûts et de la hausse des taux d'intérêt.

Les volumes d'exportations dans la zone euro devraient croître à un rythme modéré au deuxième trimestre en raison du ralentissement du commerce mondial et de l'appréciation du taux de change de l'euro.

La dynamique de croissance des exportations de biens hors zone euro (sur la base des taux de croissance en glissement sur trois mois) s'est modérément ralentie en mai, l'atonie du commerce mondial freinant la demande de biens de la zone euro et les effets de l'appréciation de l'euro depuis l'automne dernier pesant sur la compétitivité.

Le regain des exportations de produits manufacturiers lié à l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre semble s'essouffler, les entreprises indiquant que les arriérés de commandes étaient revenus à des niveaux normaux.

Les exportations de services, en particulier ceux liés aux voyages, ont soutenu les exportations totales de la zone euro. La dynamique de croissance des volumes d'importations de la zone euro s'est stabilisée, mais elle reste négative, signe l'atonie de la demande intérieure. Cela s'est traduit par une réduction des stocks par les entreprises, et par une baisse des importations d'énergie. Les indicateurs prospectifs continuent d'indiquer des perspectives modérées à court terme en ce qui concerne les volumes d'exportations de la zone euro. Les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont enregistré une contraction plus forte en juin et le commerce mondial de biens demeure atone, même si la baisse des prix de l'énergie a atténué une partie des tensions sur la compétitivité des exportateurs de la zone euro. Dans le même temps, l'indice PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation dans les services s'est ralenti. En revanche, le tourisme devrait être dynamique cet été, en raison d'une forte augmentation des réservations plus tôt cette année.

À plus long terme, la croissance du PIB devrait progressivement se renforcer.

D'une part, l'économie devrait renouer avec la croissance dans les trimestres à venir à mesure que les prix de l'énergie se modèrent, que la demande extérieure se renforce et que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se résorbent.

En outre, les revenus réels devraient s'améliorer, soutenus par un marché du travail robuste, le chômage atteignant de nouveaux points bas historiques et l'inflation se ralentissant. D'autre part, le resserrement de la politique monétaire de la BCE se transmet de plus en plus à l'économie réelle et, conjugué au retrait progressif du soutien budgétaire, cela pèsera sur la demande intérieure sur les tensions sur les prix à moyen terme.

3 Prix et coûts

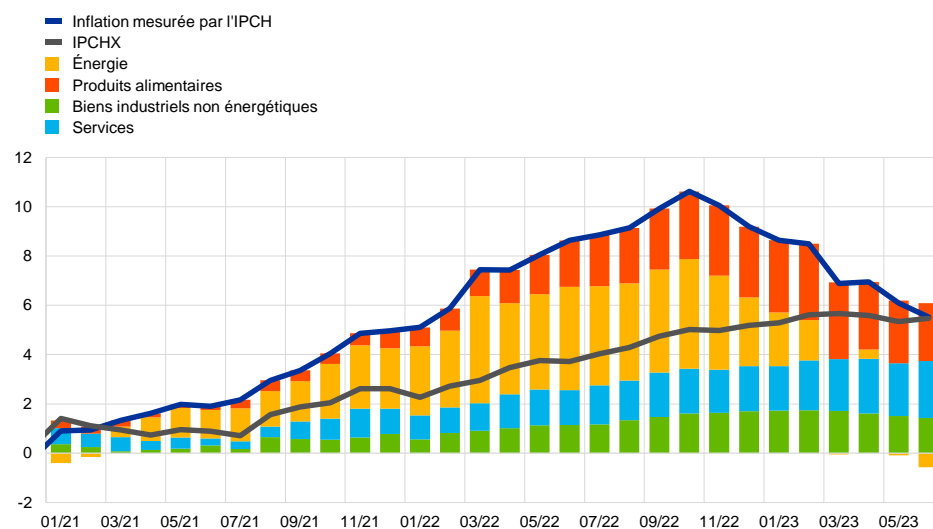
L'inflation a de nouveau décéléré en juin 2023, revenant à 5,5 % après 6,1 % en mai. Les prix de l'énergie ont encore baissé, le recul s'établissant à 5,6 % en glissement annuel. La hausse des prix des produits alimentaires a poursuivi son ralentissement, même si elle reste forte, à 11,6 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est légèrement accélérée, de 5,3 % en mai à 5,5 % en juin en raison des dépenses élevées consacrées aux vacances et aux voyages, reflétant des effets de base haussiers et une accentuation de la hausse des prix des services qui a atteint 5,4 %. Les sources externes de l'inflation s'affaiblissent, tandis que les tensions d'origine interne sur les prix, tenant notamment aux hausses de salaire et au maintien de marges bénéficiaires élevées, deviennent un moteur de plus en plus important de l'inflation. Si certaines mesures diminuent, l'inflation sous-jacente reste globalement forte, en partie du fait des effets persistants des hausses passées des prix de l'énergie sur les prix dans l'ensemble de l'économie. Si la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, certains indicateurs restent élevés.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) a continué de se ralentir en juin dans la zone euro. La nouvelle baisse, à 5,5 % après 7,0 % en avril et 6,1 % en mai, a été déterminée en grande partie par l'évolution des prix de l'énergie, qui ont poursuivi leur tendance baissière, s'inscrivant à - 5,6 % en juin après - 1,8 % le mois précédent. Les taux d'inflation pour les autres biens (produits alimentaires et biens industriels non énergétiques) ont également poursuivi leur baisse en juin. De fait, les services ont été la seule grande composante à enregistrer une hausse, qui est ressortie à 5,4 % contre 5,0 % en mai. Cela implique une accélération de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), qui s'est établie à 5,5 % après être revenue à 5,3 % en mai. La hausse soutenue des prix des services reflète la vigueur du tourisme, des loisirs et de la demande latente, ainsi que l'augmentation des coûts salariaux. Toutefois, la hausse observée en juin a résulté essentiellement d'effets de base haussiers liés à l'introduction temporaire du ticket de transport public à 9 euros en Allemagne l'année dernière (graphique 10).

Graphique 10

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 2023.

La hausse des prix de l'énergie demeure négative, principalement en raison d'effets de base baissiers, mais également d'un nouveau fléchissement du niveau des prix à la consommation de l'énergie en juin. Depuis son pic atteint en octobre 2022, ce niveau a diminué de 14 %, principalement en raison de la baisse des prix des carburants et du gaz. Dans le même temps, si ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation de l'électricité s'est ralentie en rythme annuel, elle demeure supérieure de 40 % au niveau observé avant la pandémie ; toutefois, elle n'exerce pas de nouvelle pression sur la hausse globale des prix à la consommation de l'énergie. Les tensions en amont sur les prix de l'énergie ont continué de se réduire, la croissance annuelle des prix à la production de l'énergie revenant à - 13,3 % en mai 2023, après un pic à 117,3 % en août 2022 (graphique 11).

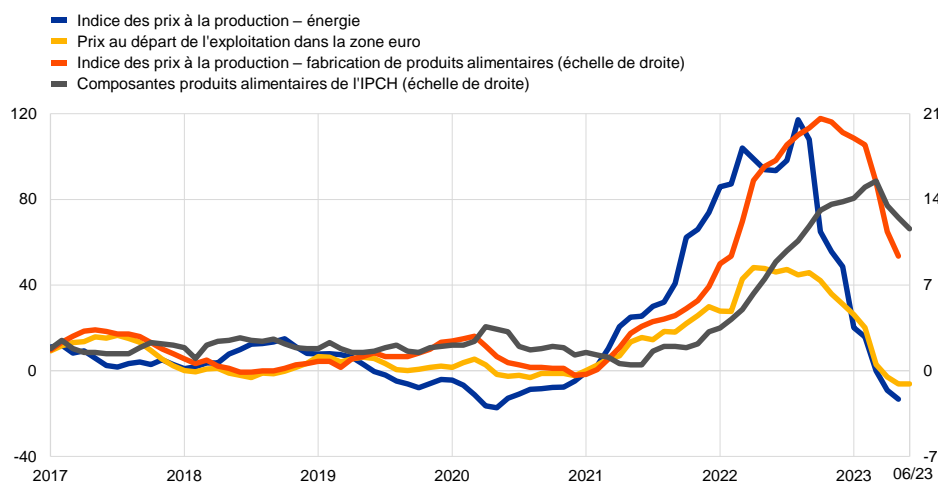
En dépit d'un ralentissement, la hausse des prix des produits alimentaires reste élevée, les précédents chocs sur les coûts continuant de se répercuter.

La hausse des prix des produits alimentaires est revenue de 12,5 % en mai à 11,6 % en juin, celle des prix des produits alimentaires transformés s'établissant à 12,4 % contre 13,4 % en mai. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est également ralentie, revenant de 9,6 % en mai à 9,0 %. Même si le pic semble être passé, la hausse des prix des produits alimentaires demeure élevée, en particulier pour les produits alimentaires transformés, et elle continue de peser sur le pouvoir d'achat des ménages (graphique 11). Si les effets des chocs antérieurs sur les coûts, comme avec les prix de l'énergie, devraient s'atténuer progressivement, une contribution plus importante à l'augmentation des prix des produits alimentaires pourrait être apportée par le renforcement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, la décision unilatérale de la Russie de mettre fin à l'Initiative céréalière de la mer Noire et les conditions météorologiques extrêmes dans certains pays, les sécheresses et les inondations pouvant impliquer des tensions à la hausse.

Graphique 11

Prix des produits alimentaires mesurés par l'IPCH et coûts de l'énergie et des consommations intermédiaires alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

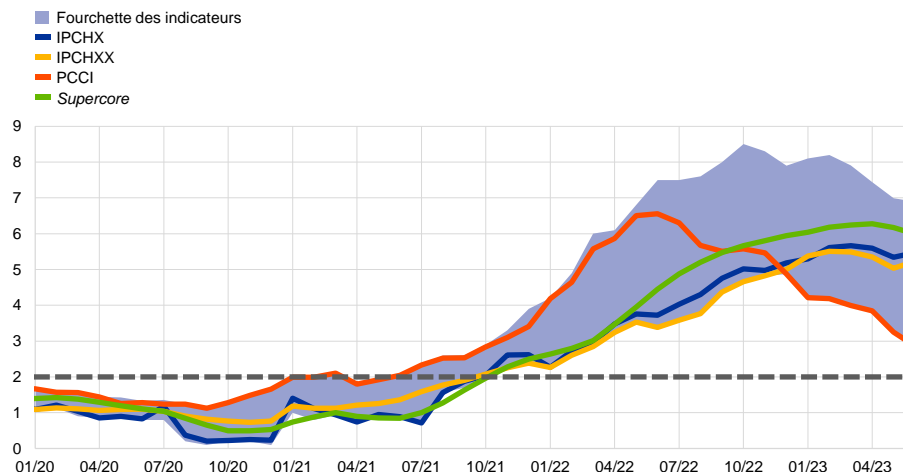
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2023 pour les rubriques « Indice des prix à la production – énergie » et « Indice des prix à la production – fabrication de denrées alimentaires » et à juin 2023 pour les autres rubriques.

Si certaines mesures montrent des signes d'atténuation, l'inflation sous-jacente demeure élevée dans l'ensemble (graphique 12). Cette situation est liée, entre autres, à l'impact persistant des hausses passées des prix de l'énergie sur les prix dans l'ensemble de l'économie. La hausse de l'IPCHX a atteint 5,5 % en juin contre 5,3 % en mai, en raison d'effets de base haussiers dans les services, à savoir ceux liés au ticket de transport public allemand mentionnés précédemment. Ces effets de base haussiers ont également affecté d'autres indicateurs, en particulier l'IPCHXX (c'est-à-dire l'IPCHX moins les postes volatils liés aux voyages, à la chaussure et à l'habillement) qui a également augmenté en juin. En revanche, d'autres indicateurs suivis régulièrement ont poursuivi la trajectoire baissière amorcée en avril. L'indicateur relatif à l'inflation domestique, qui exclut les postes ayant un contenu en importations élevé, est resté globalement inchangé en juin. L'indicateur *Supercore*, qui intègre des composantes de l'IPCH sensibles au cycle, a fléchi, revenant à 6,0 % contre 6,2 % en mai. La mesure de la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) fondée sur un modèle, qui est exprimée en taux annualisé, a de nouveau diminué en juin (que l'énergie soit incluse ou non). Globalement, les évolutions récentes de ces mesures suggèrent un point de retournement pour les tensions inflationnistes sous-jacentes. Toutefois, la fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente suivies demeure large et à un niveau élevé, reflétant l'incertitude toujours importante et soulignant la nécessité de suivre attentivement un large éventail de données (cf. encadré 5).

Graphique 12

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des indicateurs de l'inflation sous-jacente inclut l'IPCH hors énergie, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, l'IPCHX, l'IPCHXX, les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI (composante persistante et commune de l'inflation) et une médiane pondérée. La ligne grise en pointillés représente la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme. Les dernières observations se rapportent à juin 2023.

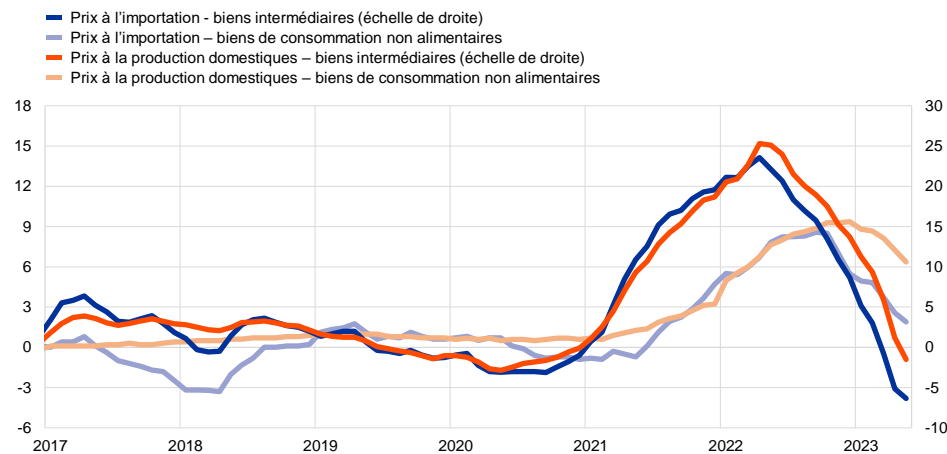
La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est de nouveau ralentie, ressortant à 5,5 % en juin contre 5,8 % en mai.

Les indicateurs relatifs aux tensions en amont vont dans le sens d'une poursuite du processus de modération en cours. En amont de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production des biens intermédiaires et celle des prix à l'importation de ces biens se sont de nouveau ralenties en mai. Plus en aval, la hausse des prix à la production pour les biens de consommation non alimentaires s'est ralentie, revenant de 7,2 % en avril à 6,4 % en mai – soit le cinquième mois consécutif de baisse en rythme annuel, confirmant l'atténuation progressive des tensions accumulées en amont de la chaîne des prix s'agissant des biens de consommation. Dans le même temps, si les taux de croissance annuels des prix à l'importation et à la production des biens de consommation non alimentaires s'inscrivent en baisse, ils demeurent à des niveaux élevés, même si dans le cas des prix à l'importation, la récente appréciation du taux de change devrait apporter un soutien (graphique 13).

Graphique 13

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 2023.

La croissance des salaires s'est redressée et devient une source de plus en plus importante de tensions inflationnistes. La croissance annuelle des salaires négociés s'est établie à 4,3 % au premier trimestre 2023, après 3,9 % au quatrième trimestre 2022. Les informations prospectives émanant des négociations salariales qui se sont achevées récemment suggèrent que les tensions sur les salaires nominaux resteront fortes au-delà du premier trimestre 2023. La croissance effective des salaires, qui est mesurée en termes de rémunération par tête et de rémunération horaire, a continué de s'accroître. Les taux de croissance annuels de ces deux mesures des salaires ont été révisés à la hausse par rapport à la première publication, s'établissant à 5,4 % et 4,9 %, respectivement, au premier trimestre 2023, contre 4,8 % et 4,1 % au quatrième trimestre 2022. Si la croissance des bénéfices unitaires est restée relativement élevée au premier trimestre 2023, elle s'est ralentie dans différents secteurs industriels, en particulier dans les services à plus forte intensité de contacts.

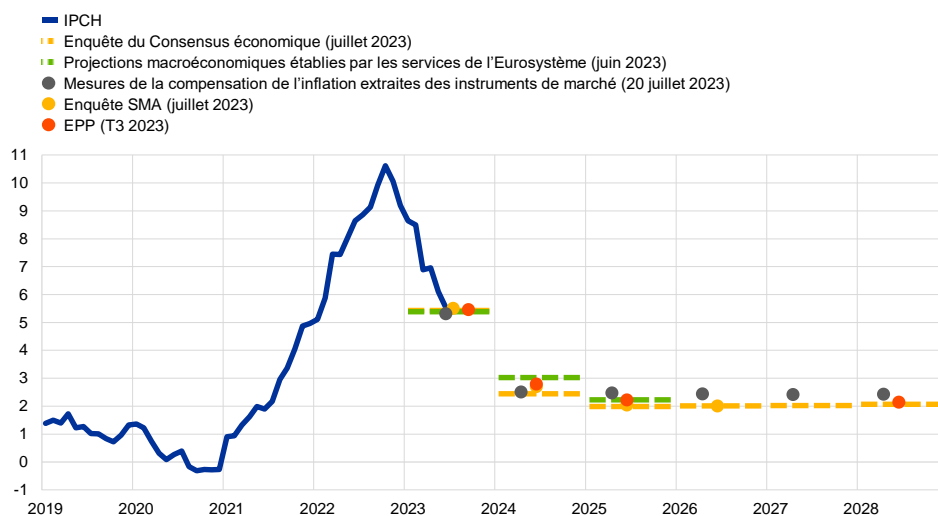
La plupart des indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro restent plus ou moins inchangés, à 2 % environ, globalement en ligne avec les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché corrigées des primes de risque (graphique 14). Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2023, la moyenne des anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2028 actuellement) et la médiane sont restées inchangées à 2,1 % et 2,0 %, respectivement. Dans l'enquête de juillet 2023 du Consensus économique, les anticipations d'inflation pour 2028 sont également restées inchangées par rapport à avril, à 2,1 %. Dans l'enquête réalisée en juillet 2023 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA), les anticipations médianes à plus long terme sont demeurées inchangées à 2,0 %. Dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) pour juin 2023, les anticipations médianes à trois ans sont revenues à 2,3 % contre 2,5 % en mai, poursuivant leur

trajectoire baissière après le pic enregistré en octobre 2022³. Globalement, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, qui sont basées sur l'IPCH hors tabac, ont augmenté sur l'ensemble des échéances, en particulier à court terme. De fait, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a augmenté de 14 points de base et s'est établi à 2,5 % environ à la fin de la période sous revue. Sur la partie longue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a également achevé la période sous revue à un niveau légèrement supérieur, s'établissant à près de 2,6%. Toutefois, il convient de noter que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas une mesure directe des véritables anticipations d'inflation des intervenants de marché, ces mesures incluant des primes de risque sur l'inflation qui compensent les risques pesant sur l'inflation. Dans l'ensemble, après déduction des primes de risque, la valorisation des marchés continue d'indiquer un scénario plus optimiste pour l'inflation au cours des deux prochaines années que celui qui était suggéré par les projections macroéconomiques de juin 2023 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème.

Graphique 14

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Refinitiv, enquête du Consensus économique, enquête EPP, Projections macroéconomiques de juin 2023 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, enquête SMA et calculs de la BCE.

Notes : Les séries relatives aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se fondent sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans un an, dans 2 ans et dans 3 ans. Pour les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 20 juillet 2023. Pour le troisième trimestre 2023, l'EPP a été réalisée entre le 30 juin et le 5 juillet 2023. L'enquête SMA présente des prévisions trimestrielles. La date d'arrêt pour les prévisions à long terme du Consensus économique est juillet 2023. La date d'arrêt des données incluses dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème est le 31 mai 2023. La dernière observation relative à l'IPCH se rapporte à juin 2023.

Des risques à la hausse et à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation.

Les risques d'une inflation accrue comprennent d'éventuelles nouvelles tensions à la hausse sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires, en raison de la décision unilatérale de la Russie de se retirer de l'Initiative céréalière de la mer Noire

³ Cf. « Résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – juin 2023 », communiqué de presse, BCE, Francfort-sur-le-Main, 8 août 2023.

et de ses attaques militaires contre des terminaux céréaliers et les ports ukrainiens ; des conditions météorologiques défavorables, qui pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse au-delà des niveaux projetés ; et d'une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de notre cible ou des hausses des salaires ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé, qui pourraient toutes deux accentuer l'inflation à moyen terme. À l'opposé, une contraction de la demande, due par exemple à une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. En outre si le recul des prix de l'énergie et le ralentissement des hausses des prix des produits alimentaires se répercutaient sur les prix d'autres biens et services plus rapidement qu'anticipé actuellement, l'inflation se tasserait plus vite.

4 Évolutions sur les marchés financiers

Au cours de la période sous revue (du 15 juin au 26 juillet 2023), les évolutions des marchés financiers ont été dans une large mesure déterminées par les révisions des perspectives d'inflation et les implications attendues pour la politique monétaire. À la suite de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les anticipations des marchés relatives aux taux directeurs à court terme de la zone euro ont augmenté sous l'effet d'une communication des banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique indicative d'un resserrement de l'orientation de la politique monétaire. Depuis mi-juillet, cependant, celles-ci ont retrouvé des niveaux seulement légèrement supérieurs à ceux qui prévalaient mi-juin, dans le contexte d'une inflation plus faible que prévu aux États-Unis et de la réévaluation associée de la politique monétaire. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, sans impact visible de la fin des réinvestissements au titre du programme d'achat d'actifs (APP) de la BCE à fin juin. Dans l'ensemble, les valorisations des actifs risqués de la zone euro sont demeurées globalement inchangées, dans un contexte de volatilité en cours de période, due à la sensibilité des marchés à la communication sur la politique monétaire et aux nouvelles macroéconomiques. Les spreads des obligations du secteur des entreprises de la zone euro ont évolué sans réelle tendance. Malgré une certaine volatilité en cours de période, les prix des actions sont demeurés globalement inchangés, dans un contexte d'évolution de la réévaluation par les marchés de la politique monétaire et des perspectives macroéconomiques. Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain et en termes pondérés des échanges commerciaux.

Après avoir enregistré des mouvements au cours de la période, les taux sans risque à court terme de la zone euro ont terminé globalement en ligne avec les niveaux observés avant la réunion de juin du Conseil des gouverneurs.

Le taux à court terme de l'euro (€STR) s'est établi en moyenne à 337 points de base au cours de la période sous revue et a étroitement suivi les évolutions du taux de la facilité de dépôt. L'excédent de liquidité a diminué de 526 milliards d'euros environ pour s'établir à 3 618 milliards, reflétant principalement les remboursements dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), basée sur le taux de référence €STR, s'est déplacée vers le haut pour les échéances à court et moyen terme à la suite de la décision de politique monétaire prise en juin par le Conseil des gouverneurs de relever le taux de la facilité de dépôt de 25 points de base. Cela reflète les anticipations des intervenants de marché selon lesquelles les taux directeurs resteront à des niveaux élevés pendant plus longtemps que prévu précédemment. Les taux d'intérêt à court terme ont nettement reculé depuis mi-juillet et ont retrouvé des niveaux proches de ceux atteints mi-juin. À la fin de la période sous revue, la courbe à terme des taux OIS intégrait une nouvelle hausse des taux de 25 points de base pour la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, et un taux maximum de 3,9 % pour décembre 2023. Les anticipations relatives au taux terminal ressortant de la courbe à terme la plus récente ont légèrement augmenté par rapport à la courbe à terme des taux OIS qui prévalait avant la réunion du

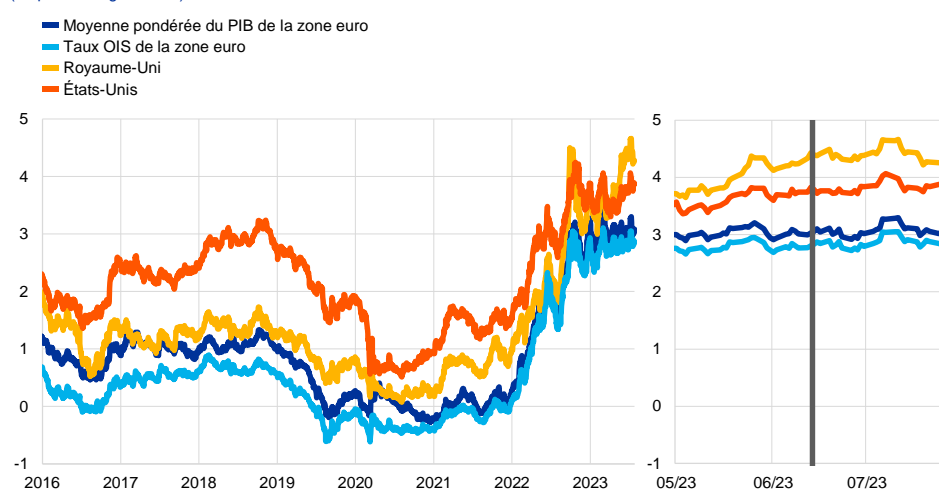
Conseil des gouverneurs de juin, tandis qu'une première réduction des taux d'intérêt a été jugée comme reportée au deuxième trimestre 2024.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, dans un contexte de stabilité des *spreads* sur les obligations souveraines (graphique 15). Le 26 juillet, le rendement moyen des obligations souveraines à dix ans de la zone euro pondéré par le PIB s'est établi à environ 3,1 %, soit juste quelques points au-dessous de son niveau enregistré au début de la période sous revue et, dans l'ensemble, au-dessous du niveau observé avant les perturbations dans le secteur bancaire plus tôt cette année. Les rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque à long terme, sans impact apparent de la fin des réinvestissements au titre de l'APP en juillet. En dehors de la zone euro, le rendement des obligations souveraines à dix ans a légèrement augmenté aux États-Unis pour s'établir à 3,9 %, tandis qu'au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines a diminué de 10 points de base, à 4,3 %.

Graphique 15

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (15 juin 2023). Les dernières observations se rapportent au 26 juillet 2023.

Les variations des *spreads* sur obligations d'entreprises ont été limitées, avec quelques évolutions divergentes entre le compartiment des obligations à rendement élevé (*high-yield*) et celui des obligations bien notées (*investment-grade*). Les *spreads* sur obligations d'entreprises bien notées se sont resserrés de 7 points de base et ceux sur obligations émises par les sociétés financières ont enregistré la plus forte baisse, de 12 points de base, achevant la période sous revue à un niveau légèrement inférieur à celui d'avant les perturbations

du secteur bancaire observées plus tôt cette année ⁴. La réévaluation volatile de la politique monétaire et des perspectives macroéconomiques a eu une incidence sur les *spreads* sur obligations d'entreprises à rendement élevé, qui se sont accrus de 25 points de base au cours de la période sous revue.

Malgré une certaine volatilité au cours de la période, les cours des actions de la zone euro sont demeurés globalement inchangés, dans un contexte d'évolution de la réévaluation par les marchés de la politique monétaire et des perspectives macroéconomiques. Le recul des cours des actions dans la zone euro a été généralisé, à l'ensemble des pays et des secteurs, sur la première moitié de la période sous revue, mais il a eu tendance à s'inverser lors des deux dernières semaines. Globalement, les cours composites des actions de la zone euro ont légèrement augmenté, de 0,2 % à la fin de la période sous revue, en raison de prévisions de bénéfices plus élevées, tandis que les mesures prospectives de la volatilité des cours des actions ont diminué après une hausse temporaire enregistrée lors de la première semaine de juillet. Dans l'ensemble, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) ont diminué d'environ 0,9 %, tandis que ceux des banques de la zone euro ont augmenté d'environ 7,4 %, rebondissant après les perturbations observées dans le secteur bancaire en mars. Malgré les hausses récentes, les cours des actions bancaires demeurent inférieurs à leurs niveaux d'avant les perturbations. Aux États-Unis, les cours des actions des SNF ont augmenté d'environ 2,9 % pendant de la période sous revue, tandis que les cours des actions des banques ont enregistré une hausse d'environ 8,6 %, légèrement plus rapide que celle des actions correspondantes en Europe, mais toujours inférieure aux niveaux d'avant mars.

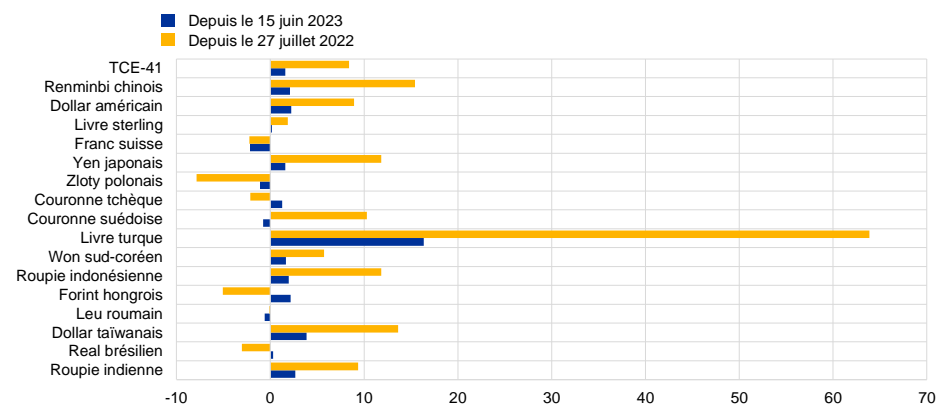
Sur les marchés de changes, l'euro a continué de s'apprécier vis-à-vis du dollar américain et en termes pondérés des échanges commerciaux (graphique 16). L'euro s'est apprécié de 2,2 % vis-à-vis du dollar américain dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque. Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est également apprécié de 1,6 % au cours de la période sous revue. Cette évolution est intervenue dans un contexte d'appréciation généralisée vis-à-vis d'autres grandes monnaies, dont le yen japonais (de 1,6 %) et le renminbi chinois (de 2,1 %), ainsi que vis-à-vis des monnaies d'autres grandes économies émergentes, notamment la livre turque (de 16 %). En revanche, l'euro s'est déprécié par rapport aux monnaies de certains pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

⁴ Pour des informations sur les déterminants changeants de la valorisation des obligations sur le marché des obligations d'entreprises de la zone euro, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 16

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes: Le « TCE-41 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux monnaies des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 26 juillet 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

Le resserrement de la politique monétaire de la BCE a continué de se transmettre fortement aux conditions de financement au sens large. Les coûts de financement des banques ont continué d'augmenter, reflétant de nouvelles hausses des taux appliqués aux dépôts et l'arrêt en cours des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Leurs remboursements des fonds empruntés dans le cadre de la troisième série de ces opérations (TLTRO III) – environ 500 milliards d'euros en juin – se sont déroulés sans heurts, les banques étant bien préparées. Ces remboursements ont également contribué à une réduction de l'excédent de liquidité. En mai 2023, les taux débiteurs des banques ont continué d'augmenter, atteignant leurs plus hauts niveaux depuis 2008 pour les entreprises et 2012 pour les ménages. Sur la période allant du 15 juin au 26 juillet 2023, le coût du financement par émissions d'actions est resté pratiquement inchangé pour les sociétés non financières (SNF), tandis que celui du financement par endettement de marché a légèrement diminué. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que les banques ont encore durci leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts et que la demande de prêts des entreprises et des ménages a enregistré une nouvelle forte baisse au deuxième trimestre 2023, signe d'un fléchissement en cours de la dynamique de prêt. Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en juin 2023 dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de recul de la demande de prêts en raison de réductions des projets de dépenses et de durcissement des critères d'octroi. Au cours du même mois, la dynamique monétaire s'est encore ralentie, sous l'effet de ses composantes les plus liquides, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

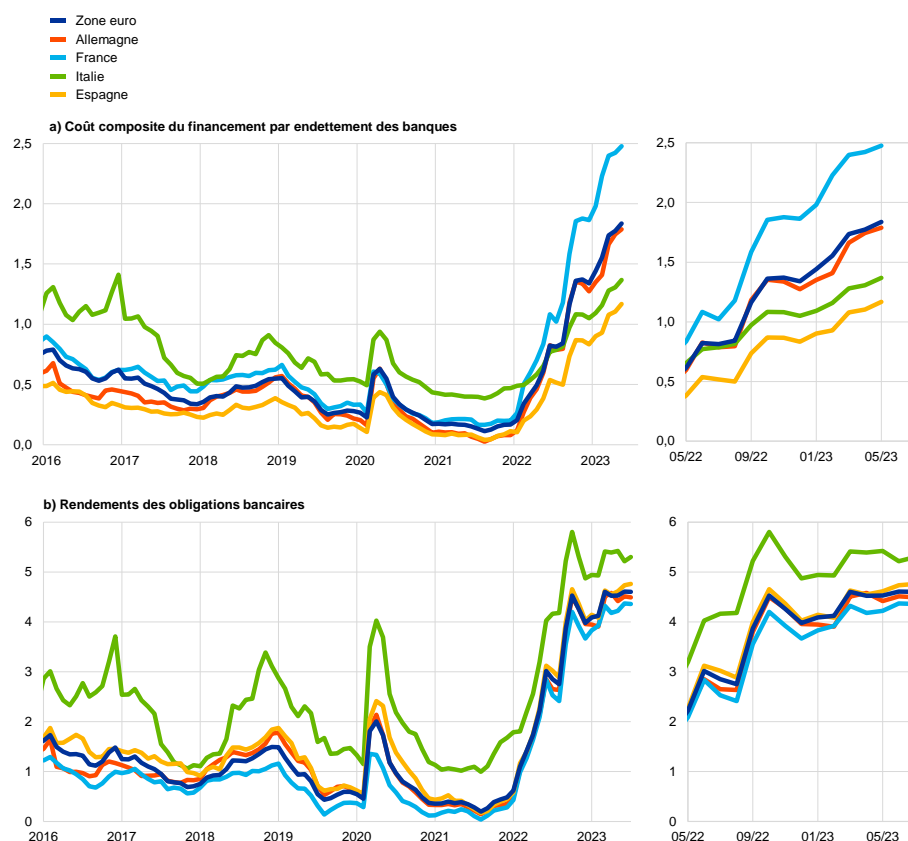
Les coûts de financement des banques de la zone euro ont continué d'augmenter, reflétant de nouvelles hausses des taux appliqués aux dépôts.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a encore augmenté en mai 2023, atteignant ainsi son plus haut niveau depuis plus de dix ans (graphique 17, partie a). Cette augmentation reflète la hausse des taux appliqués aux dépôts et la stabilité des rendements des obligations bancaires (graphique 17, partie b). Les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse régulière, avec quelques variations d'un instrument à l'autre. Les déposants réagissent à cet élargissement de l'écart entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue en réorientant leurs fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme et vers d'autres instruments offrant une rémunération plus élevée. La transmission des hausses des taux directeurs de la BCE au taux des dépôts a varié significativement d'une banque à l'autre et s'est accompagnée d'une redistribution des dépôts entre les banques. Les épargnants ont réaffecté leurs dépôts des banques offrant une rémunération moins attrayante vers les banques ayant plus rapidement augmenté les taux appliqués aux dépôts. Les émissions d'obligations bancaires rémunérées à un taux supérieur aux taux appliqués aux dépôts et aux taux directeurs de la BCE ont augmenté depuis septembre 2022, dans un contexte de réduction progressive des TLTRO et de diminution des dépôts à vue.

Graphique 17

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

(en pourcentages annuels)



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou ses filiales 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 des encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à mai 2023 pour les taux de financement composites des banques et au 26 juillet 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

Les remboursements par les banques d'environ 500 milliards d'euros des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO III se sont déroulés sans heurts, les banques étant bien préparées, ces remboursements contribuant à une réduction de l'excédent de liquidité et à l'augmentation des coûts de financement. En juin 2023, les banques ont remboursé 506,3 milliards d'euros de fonds empruntés dans le cadre des TLTRO III, dont 29,5 milliards étaient des remboursements volontaires et 476,8 milliards étaient des remboursements obligatoires, en raison de l'arrivée à échéance de la quatrième opération TLTRO III. À la suite du règlement du 28 juin, le montant global des encours des TLTRO III a diminué à 592 milliards d'euros, soit un niveau inférieur de 72 % aux encours d'avant le recalibrage, en octobre 2022, de la rémunération des TLTRO III (2 113 milliards)⁵. Les banques ont satisfait à ce remboursement important en puisant dans l'excédent de liquidité et en cherchant activement à remplacer le financement de marché par

⁵ Cf. « La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme », communiqué de presse, BCE, 27 octobre 2022.

l'émission de montants relativement importants de titres de créance avant la date de remboursement. Outre l'émission importante de titres de créance, les banques disposant d'encours de TLTRO sont entrées en concurrence plus acharnée pour les dépôts que les autres banques. Néanmoins, la participation aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a modérément augmenté, reflétant le fait que les banques ont disposé de suffisamment de temps pour préparer leurs remboursements des fonds TLTRO.

Les taux débiteurs des banques pour les entreprises et les ménages ont encore augmenté, atteignant leurs plus hauts niveaux depuis décembre 2008 pour les entreprises et juin 2012 pour les ménages. La hausse des taux directeurs de la BCE est en train de se transmettre aux conditions d'octroi des prêts bancaires, les taux débiteurs augmentant et les critères d'octroi se durcissant fortement. La hausse des taux débiteurs demeure plus importante pour les entreprises que pour les ménages pour l'ensemble des pays et des périodes de fixation (graphique 18). Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux SNF ont augmenté pour s'établir à 4,57 % en mai, soit leur plus haut niveau depuis fin 2008. Par comparaison, ils étaient de 4,39 % en avril 2023 et 1,83 % en juin 2022, avant le début du cycle de resserrement. Cette hausse a été généralisée à l'ensemble des pays et des périodes de fixation, les hausses les plus importantes ayant été enregistrées pour les prêts ayant une période de fixation inférieure ou égale à un an. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux ménages pour l'achat d'un logement ont également de nouveau augmenté en mai, pour s'établir à 3,58 %, après 3,48 % en avril 2023 et 1,97 % en juin 2022. L'augmentation enregistrée en mai résulte de la hausse des taux sur les prêts hypothécaires à taux fixe et variable, dans un contexte d'hétérogénéité entre pays. D'après les résultats de [l'enquête de mai 2023 sur les anticipations des consommateurs](#), les consommateurs prévoient que les taux hypothécaires se stabiliseront vers les niveaux actuels au cours des douze prochains mois. Toutefois, un pourcentage net important de participants à l'enquête ont perçu un durcissement des critères d'octroi et prévoient qu'il sera plus difficile d'obtenir un prêt au logement au cours de cette même période.

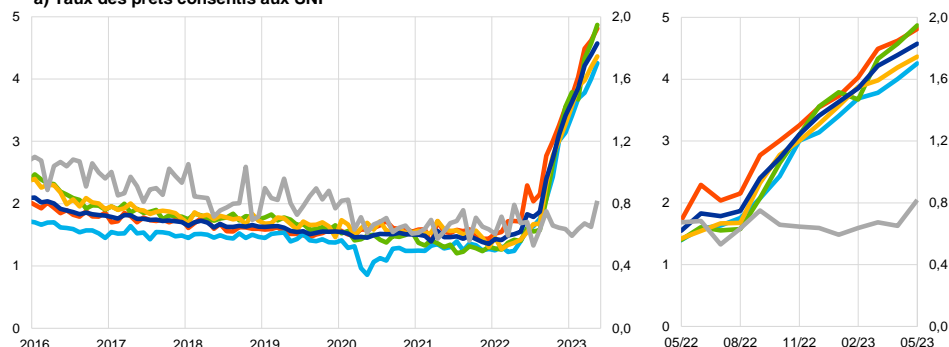
Graphique 18

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

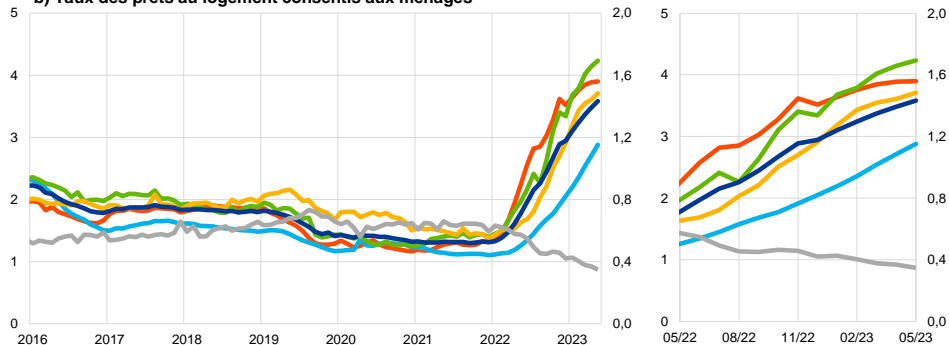
(en pourcentages annuels ; écart type)

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

a) Taux des prêts consentis aux SNF



b) Taux des prêts au logement consentis aux ménages



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

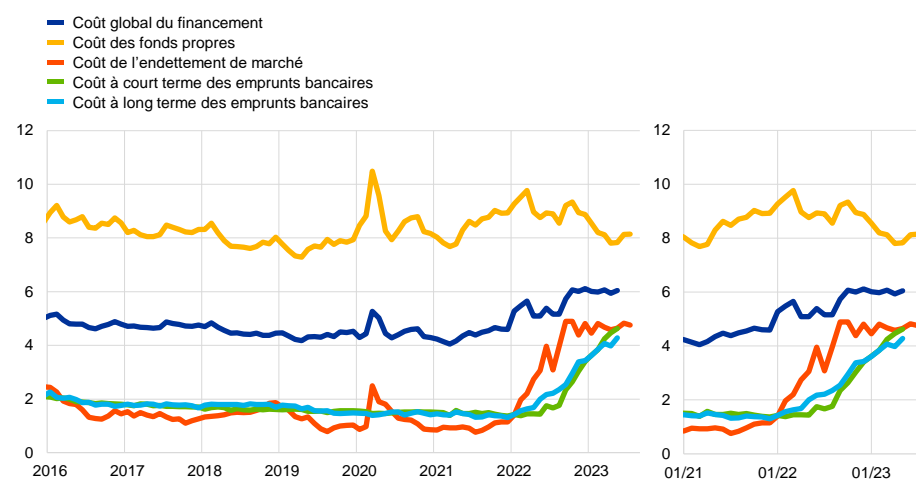
Globalement, les taux débiteurs ont augmenté plus rapidement que lors des cycles de relèvement précédents, reflétant principalement le rythme plus élevé des relèvements des taux directeurs. Les taux directeurs de la BCE ont considérablement augmenté sur une période courte, soit de 425 points de base au total depuis juillet 2022, et à un rythme plus lent depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 mai 2023. Cela se reflète dans les premiers signes de modération du rythme des augmentations des taux débiteurs au deuxième trimestre 2023 relativement au premier trimestre 2023 et au quatrième trimestre 2022. Cette dispersion entre pays des taux débiteurs appliqués aux entreprises a légèrement augmenté à partir de niveaux bas, tandis que la dispersion des taux débiteurs appliqués aux ménages est restée à des niveaux bas en mai 2023 (graphique 18). Dans un contexte historique, l'écart entre les taux pratiqués par les banques sur les prêts d'un montant faible et ceux d'un montant élevé consentis aux entreprises de la zone euro est resté stable à des niveaux bas en mai, même s'il a varié dans une certaine mesure d'un pays à l'autre.

Du 15 juin au 26 juillet 2023, le coût du financement par émissions d’actions est resté pratiquement inchangé pour les SNF, tandis que celui du financement par endettement de marché a légèrement diminué. En mai 2023, le coût global du financement pour les SNF – c’est-à-dire le coût composite de l’endettement bancaire, de l’endettement de marché et des fonds propres – s’est établi à 6,1 %, soit environ 10 points de base au-dessus de son niveau du mois précédent (graphique 19)⁶. Cela résulte d’une augmentation généralisée du coût de l’ensemble des composantes du financement des SNF en mai, principalement sous l’effet du coût des emprunts à court et à long terme auprès des banques. Malgré les augmentations récentes, le coût global du financement en mai est resté proche des niveaux élevés atteints en septembre 2022 et déjà observés fin 2011. Au cours de la période sous revue, le coût de l’endettement de marché a légèrement diminué, tandis que le coût des fonds propres est resté pratiquement inchangé. La légère baisse du coût de l’endettement de marché résulte principalement du fait que la compression des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières du compartiment des obligations les mieux notées (*investment-grade*) n’a pas été pleinement compensée par une augmentation mineure du taux sans risques (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans) et un certain élargissement des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières du compartiment des obligations à rendement élevé (*high-yield*). La stabilité du coût des fonds propres au cours de la période sous revue reflète un équilibre entre la légère augmentation des taux sans risques et la diminution, également légère, de la prime de risque sur actions.

Graphique 19

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

(en 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 26 juillet 2023 pour le coût de l’endettement de marché (moyenne mensuelle des données quotidiennes), au 21 juillet 2023 pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à mai 2023 pour le coût total de financement et le coût de l’emprunt auprès des banques (données mensuelles).

⁶ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l’emprunt auprès des banques, le coût global du financement des SNF au 26 juillet 2023 n’a pu être calculé que jusqu’à mai.

Selon l'enquête de juillet 2023 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont encore durcis au deuxième trimestre 2023, même si le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement a été plus faible qu'au trimestre précédent (graphique 20).

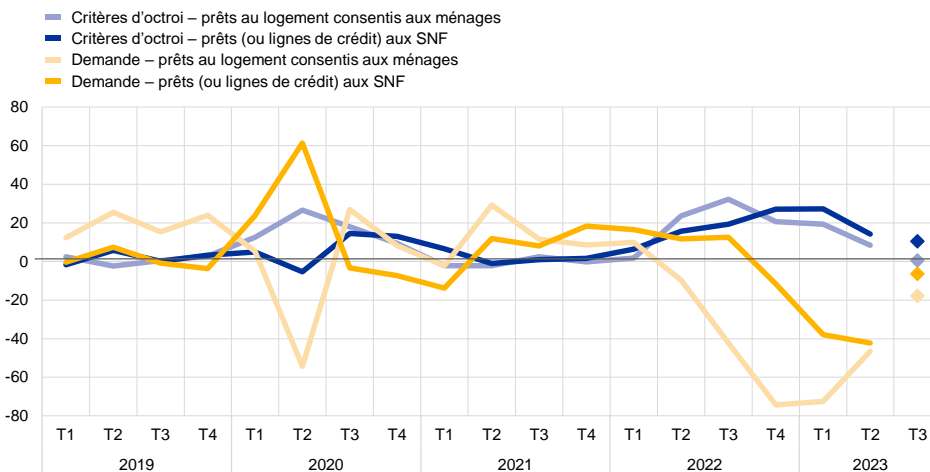
Le resserrement des critères d'octroi a été conforme aux anticipations des banques lors du trimestre précédent, demeurant supérieur à la moyenne historique depuis le début de l'enquête en 2003. Depuis début 2022, le durcissement net cumulé a été considérable, et les résultats de l'enquête ont fourni des indications précoces de l'affaiblissement significatif de la dynamique de prêts observé depuis l'automne dernier. Compte tenu des délais classiques pour que l'impact de la transmission de la politique monétaire se fasse sentir sur l'économie, les risques liés aux perspectives économiques et à la situation spécifique de certaines entreprises sont restés les principaux déterminants du durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises. Une moindre tolérance des banques au risque, la hausse des coûts de financement et la détérioration de la situation bilancielle ont également contribué à ce durcissement, reflétant une augmentation des risques de crédit dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de faible croissance économique. Les banques ont également déclaré que les critères d'octroi des nouveaux prêts aux entreprises s'étaient encore durcis dans l'ensemble des principaux secteurs de l'économie au premier semestre 2023, en particulier dans l'immobilier commercial. Les banques de la zone euro s'attendent à un nouveau durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises au troisième trimestre 2023.

Les banques ont déclaré un nouveau durcissement net des critères d'octroi des prêts aux ménages au deuxième trimestre 2023. Par rapport au trimestre précédent, le durcissement net a été moins prononcé pour les prêts au logement et davantage prononcé pour les crédits à la consommation. S'agissant des prêts au logement, le durcissement net a été globalement conforme aux anticipations des banques lors du trimestre précédent, tandis que pour les crédits à la consommation, il a été nettement plus marqué qu'attendu. La perception plus élevée des risques en lien avec les perspectives économiques et les situations propres aux emprunteurs, la plus faible tolérance au risque ainsi que la hausse des coûts de financement ont contribué au durcissement. Pour le troisième trimestre 2023, les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi des prêts au logement consentis aux ménages restent inchangés, tandis qu'un nouveau durcissement net est attendu pour les crédits à la consommation et les autres prêts aux ménages, mais dans une moindre mesure qu'au trimestre précédent.

Graphique 20

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 des banques ayant répondu « augmentation importante » et « légère augmentation » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « légère diminution » et « diminution importante ». Les losanges représentent les anticipations déclarées par les banques dans la campagne d'enquête actuelle. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Les banques ont fait état d'une forte baisse de la demande de prêts des

entreprises et des ménages au deuxième trimestre 2023. Le recul de la demande de prêts des entreprises a été le plus fort recul observé depuis le début de l'enquête en 2003, tandis que celui de la demande de prêts des ménages a été inférieur à la très forte baisse observée au cours des deux trimestres précédents. Les banques ont indiqué que le niveau général des taux d'intérêt a été le principal déterminant de la contraction de la demande de prêts des entreprises, reflétant l'effet modérateur de la hausse des taux d'intérêt sur la demande de prêts et sur la croissance économique. Une diminution des besoins de financement au titre de l'investissement fixe a également exercé un fort effet modérateur sur la demande de prêts, se reflétant dans une baisse marquée de la demande de prêts à long terme. La contraction de la demande de prêts au logement a principalement résulté de la hausse des taux d'intérêt, de la détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la faible confiance des consommateurs. Pour le troisième trimestre 2023, les banques anticipent une nouvelle diminution (nette) de la demande de prêts des entreprises et de prêts au logement, bien moindre toutefois qu'au deuxième trimestre.

Selon les banques interrogées, l'accès au financement s'est détérioré dans la plupart des compartiments du marché, en particulier celui du financement de détail, et les inquiétudes accrues concernant les prêts non performants (*non-performing loans*, NPL) ont également contribué au durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires. La détérioration nette de l'accès au financement de détail déclarée par les banques pourrait refléter une concurrence accrue en ce qui concerne les dépôts des particuliers dans l'environnement actuel

de hausse des taux d'intérêt et de sorties au titre des dépôts à vue. Pour le premier semestre 2023, les banques ont indiqué que les ratios de NPL avaient entraîné un durcissement net de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les crédits à la consommation, et qu'ils avaient eu une incidence globalement neutre sur les prêts au logement. Comme par le passé, la perception plus élevée du risque par les banques et leur moindre tolérance au risque ont été les principaux facteurs à l'origine de la contribution des ratios de NPL au durcissement des conditions d'octroi de prêts.

Le questionnaire de l'enquête de juillet 2023 comprenait une nouvelle question annuelle *ad hoc* visant à évaluer l'impact du changement climatique sur l'activité de prêt bancaire aux entreprises. Les banques de la zone euro ont indiqué que les risques climatiques des entreprises et les mesures qu'elles prennent pour faire face au changement climatique ont eu un effet de durcissement net sur les critères d'octroi et les modalités et conditions des prêts consentis aux entreprises marron (c'est-à-dire les entreprises qui participent significativement au changement climatique et n'ont pas encore commencé la transition ou ont réalisé peu de progrès) au cours des douze derniers mois ⁷. Toutefois, ils ont eu un effet d'assouplissement net pour les prêts consentis aux entreprises vertes (c'est-à-dire les entreprises qui ne participent pas ou peu au changement climatique) et aux entreprises en transition (c'est-à-dire celles qui participent au changement climatique, mais qui réalisent des progrès considérables dans la transition). Les banques de la zone euro ont également fait état d'une augmentation nette, au cours des douze derniers mois, de la demande de prêts aux entreprises en raison des risques liés au climat, sous l'effet des entreprises en transition et des entreprises vertes, tandis que les entreprises marron ont affiché un recul net de la demande de prêts. Les besoins de financement au titre de l'investissement fixe et de la restructuration d'entreprises ont constitué les principaux facteurs à l'origine de la demande de prêts en lien avec les risques climatiques, mettant en évidence les besoins de financement des entreprises sur la voie d'une économie plus durable. Au cours des 12 prochains mois, les banques de la zone euro prévoient que les risques climatiques exerceront un effet de durcissement net plus fort sur les critères d'octroi des prêts aux entreprises marron, tandis qu'un effet d'assouplissement net est attendu pour les entreprises vertes et les entreprises en transition. De plus, les banques de la zone euro prévoient que l'impact des risques climatiques sur la demande de prêts s'accroîtra en termes nets.

Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de se modérer en juin, dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de fléchissement de la demande de prêts et de durcissement des critères d'octroi.

Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a diminué pour s'établir à 3,0 % en juin, contre 4,0 % en mai (graphique 21, partie a). Les flux mensuels de prêts aux SNF ont été proches de zéro depuis novembre 2022. Le ralentissement a été observé dans l'ensemble des principales économies de la zone euro et reflète la

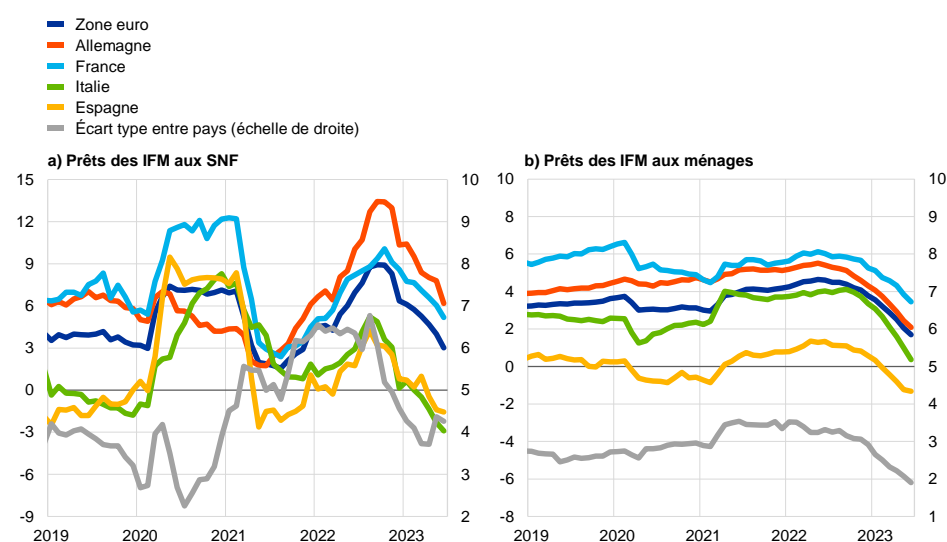
⁷ Les risques de transition liés au climat spécifiques aux entreprises ont été les principaux déterminants de l'effet de durcissement net sur les politiques des banques en matière de prêts, tandis que le risque physique, souvent lié à la localisation géographique de l'emprunteur, a eu en moyenne un effet de durcissement net légèrement moins important, et le soutien budgétaire lié au climat a contribué à assouplir l'approbation des prêts.

forte diminution de la demande de prêts, en partie due à la hausse des taux d'emprunt et aux réductions associées des projets de dépense, ainsi qu'à un nouveau durcissement des critères d'octroi. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu de 2,1 % en mai à 1,7 % en juin (graphique 21, partie b), dans un contexte de perspectives négatives sur le marché de l'immobilier résidentiel, d'un nouveau durcissement des critères d'octroi des banques et d'une hausse des taux débiteurs. La baisse a résulté de l'ensemble des composantes, à savoir les prêts au logement, les crédits à la consommation et les prêts aux entrepreneurs individuels (c'est-à-dire les petites sociétés de personnes).

Graphique 21

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 juin 2023.

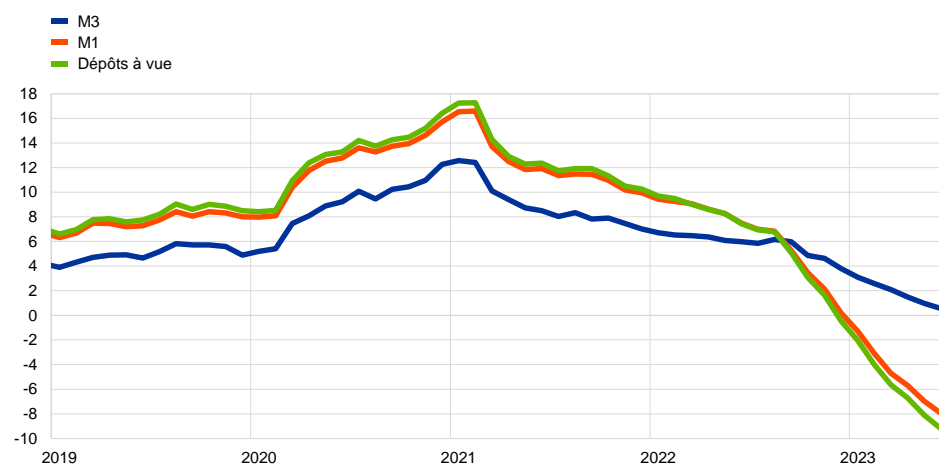
Les dépôts à vue se sont encore contractés en juin, sous l'effet de la réallocation de fonds vers des instruments assortis d'une rémunération plus élevée.

Après une baisse de 8,1 % en glissement annuel en mai, le taux de croissance des dépôts à vue a continué de se ralentir en juin, ramenant le taux de croissance annuel à -9,2 %, soit la plus forte contraction depuis l'introduction de l'Union économique et monétaire en 1999 (graphique 22). Cette évolution a été principalement liée au fait que les ménages et les entreprises ont continué de réorienter leurs dépôts à vue et leurs dépôts remboursables vers les dépôts à terme. La réallocation des portefeuilles a été motivée par l'important écart de rendement entre les dépôts à terme et à vue, reflétant le fait que les taux d'intérêt sur les dépôts à vue s'ajustent plus lentement aux modifications des taux directeurs que ceux des dépôts à terme. Le fait que le resserrement de la politique monétaire de la BCE ait été plus rapide que lors des précédents cycles de resserrement explique les volumes exceptionnels réaffectés.

Graphique 22

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 juin 2023.

La dynamique monétaire a continué de s'essouffler en juin 2023, sous l'effet des composantes les plus liquides, de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction du bilan de l'Eurosystème.

La croissance annuelle de l'agrégat monétaire large (M3) a continué de se ralentir, revenant de 1,0 % en mai à 0,6 % en juin (graphique 22), soit le taux le plus bas depuis juillet 2010. Les variations en glissement mensuel de l'agrégat monétaire large sont devenues positives en juin pour la première fois depuis novembre 2022, en raison des achats d'emprunts publics de la zone euro par les banques et les investisseurs étrangers. L'agrégat monétaire étroit (M1) s'est encore contracté, de 8,0 % en juin après 7,0 % en mai – la réduction de loin la plus importante de l'histoire de l'UEM. Le ralentissement observé depuis mars 2023, parallèlement à l'arrêt des réinvestissements du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du programme d'achats d'actifs en juillet 2023, a entraîné une réduction du portefeuille d'actifs de l'Eurosystème, asséchant par conséquent mécaniquement la liquidité dans le système financier. Enfin, les remboursements au titre des TLTRO contribuent également au ralentissement de la dynamique monétaire, en incitant les banques à émettre des obligations assorties d'échéances plus longues qui ne sont pas incluses dans M3.

Encadrés

1 Pourquoi l'immobilier résidentiel a-t-il perdu son attrait ? Éléments tirés de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs

Niccolò Battistini, Evangelos Charalampakis, Johannes Gareis et
Desislava Rusinova

La détérioration de la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement a précédé la baisse récente de l'investissement dans ce secteur dans la zone euro¹. Dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey, CES*), il est régulièrement demandé aux ménages s'ils considèrent l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un bon ou un mauvais investissement². La proportion de réponses positives à cette question peut alors être utilisée comme une approximation de la demande de logements, qui est un déterminant important de l'investissement immobilier résidentiel³. De fait, la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement a été un indicateur avancé relativement fiable de la faiblesse de l'investissement dans ce secteur qui a débuté au deuxième trimestre 2022, cette perception revenant d'un pic enregistré au deuxième trimestre 2021 à un point bas au premier trimestre 2023 (graphique A). Depuis le début de l'année, cette perception s'est légèrement améliorée, mais demeure à un bas niveau. Cet encadré analyse les facteurs déterminant la perception par les ménages de l'attractivité de l'immobilier résidentiel comme investissement en s'appuyant sur les données de l'enquête CES relatives aux caractéristiques et aux anticipations des ménages, apportant ainsi un éclairage sur les raisons du récent ralentissement de l'investissement résidentiel.

¹ Pour une analyse de la faiblesse de l'investissement immobilier résidentiel dans la zone euro en 2022 et une comparaison avec les États-Unis, cf. l'encadré intitulé « [Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023

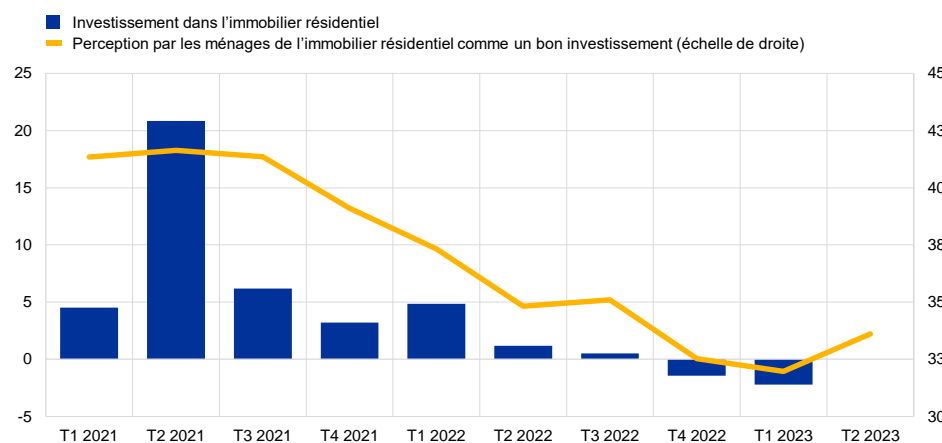
² L'étude utilise les données de l'enquête CES pour la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas.

³ La reprise de la demande de logements durant la pandémie est analysée dans l'encadré intitulé « [La reprise de la demande de logements sous l'angle de l'enquête sur les anticipations des consommateurs](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2021

Graphique A

Investissement immobilier résidentiel et perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme investissement

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : en pourcentage des participants à l'enquête)



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

Notes : La perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme investissement mesure la part des participants à l'enquête considérant l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un « bon » ou un « très bon » investissement. Moyennes trimestrielles des données mensuelles. La valeur pour le deuxième trimestre 2023 correspond à la moyenne des données mensuelles pour avril et mai 2023.

En fonction de leurs caractéristiques démographiques et économiques, les ménages ont une perception différente de l'immobilier résidentiel en tant qu'investissement. Si l'on examine les différentes caractéristiques des ménages interrogés dans le cadre de l'enquête CES, on constate des variations notables s'agissant de la perception de l'attractivité de l'immobilier résidentiel comme investissement entre des groupes spécifiques (graphique B). En moyenne, les consommateurs plus âgés et les hommes se déclarent plus disposés à investir dans l'immobilier résidentiel que les consommateurs plus jeunes et les femmes. Les propriétaires-occupants (en particulier ceux ayant contracté un prêt hypothécaire) et ceux qui affirment avoir plus de connaissances financières sont également plus susceptibles de considérer l'immobilier résidentiel comme un bon investissement que les ménages qui ne sont pas propriétaires d'un logement, qui n'ont pas contracté de prêt hypothécaire ou qui ne se considèrent pas comme très compétents dans le domaine financier⁴. Si ces caractéristiques pourraient en elles-mêmes influencer la perception qu'ont les ménages de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, des caractéristiques économiques différentes entre les segments de ménages pourraient également jouer un rôle important. Les données relatives au revenu des ménages, à la situation professionnelle, à la disponibilité de liquidités suffisantes, à la situation financière perçue et au degré de difficulté pour accéder au crédit montrent que les ménages plus aisés financièrement sont généralement plus susceptibles de considérer l'immobilier résidentiel comme un bon

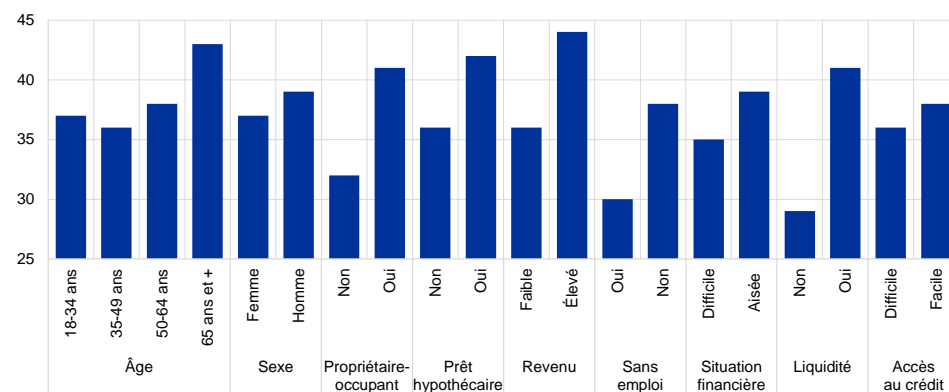
⁴ Dans l'enquête CES, la culture financière est mesurée à l'aide de trois questions élémentaires pour évaluer les connaissances financières, et d'une question sur les emprunts hypothécaires nécessitant davantage de connaissances. Pour la formulation précise, cf., par exemple, l'annexe dans Ehrmann (M.), Georgarakos (D.) et Kenny (G.), « *Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy* », Working Paper Series, n° 2785, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2023.

investissement ⁵. Cela suggère que ces ménages sont soit mieux à même, soit plus désireux de prendre le risque d'un investissement illiquide aussi important que l'immobilier résidentiel ⁶.

Graphique B

Perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement selon leurs caractéristiques démographiques et économiques

(en pourcentage des participants)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Note : Le graphique présente les valeurs moyennes pour la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement, par segment des ménages, en part des participants à l'enquête considérant l'achat d'un bien immobilier dans leur quartier aujourd'hui comme un « bon » ou un « très bon » investissement entre avril 2020 et mai 2023.

Les anticipations des ménages sont un facteur important pour expliquer leur perception de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement ⁷.

Outre les caractéristiques différentes des ménages, leurs anticipations jouent également un rôle important dans leur tendance à considérer l'immobilier résidentiel comme un bon investissement. Cela est dû au fait que l'investissement dans ce secteur est associé à un horizon à long terme pour les décisions en matière de dépenses et d'emprunts, de sorte que les ménages doivent se forger une opinion sur les évolutions économiques futures.

Afin d'évaluer formellement la relation entre la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement et leurs anticipations, nous utilisons un modèle de probabilité linéaire qui prend en compte les multiples facteurs à l'œuvre. Le modèle prend en compte les différentes anticipations affectant l'attractivité de l'immobilier résidentiel comme investissement.

⁵ Dans l'enquête CES, la question relative au caractère suffisant de la liquidité demande aux ménages s'ils disposent de ressources financières suffisantes pour honorer un paiement inattendu égal à un mois de revenu du ménage. La question concernant l'accès au crédit demande s'il est plus facile ou plus difficile pour le ménage d'obtenir un crédit ou des prêts aujourd'hui par rapport à 12 mois auparavant et les réponses sont mesurées sur une échelle de cinq points allant de beaucoup plus difficile à beaucoup plus facile. L'enquête CES demande également aux participants si leur situation financière est nettement moins bonne, légèrement moins bonne, à peu près stable, légèrement meilleure ou nettement meilleure par rapport à 12 mois auparavant.

⁶ Les différences dans les scores moyens pour les groupes relatifs à l'âge, au sexe, aux propriétaires-occupants, aux prêts hypothécaires, au revenu, au chômage, à la situation financière, à la liquidité et à l'accès au crédit sont statistiquement différentes de zéro au niveau de significativité de 1 %.

⁷ Pour un examen de la littérature récente sur les déterminants des anticipations relatives au marché de l'immobilier résidentiel tirées d'enquêtes, cf. Kuchler (T.), Piazzesi (M.) et Stroebel (J.), « *Housing market expectations* », *NBER Working Paper*, n° 29909, National Bureau of Economic Research, avril 2022.

Celles-ci recouvrent les anticipations des ménages concernant la croissance du revenu personnel, l'inflation, la croissance économique, la hausse des prix des logements et les taux hypothécaires pour les 12 prochains mois, tout en tenant compte des caractéristiques des ménages telles que leur revenu, la situation professionnelle, la situation financière, la disponibilité de liquidités, l'accès au crédit et les effets fixes individuels, par campagne d'enquête et/ou par pays ⁸.

Le modèle montre que des anticipations plus élevées pour la croissance économique, la croissance du revenu personnel et la hausse des prix des logements sont associées à des perceptions accrues par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement (graphique C).

En revanche, des anticipations plus élevées concernant l'inflation et le taux hypothécaire sont associées à des perceptions plus faibles par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement. Cela peut s'expliquer par les effets négatifs de l'accélération de l'inflation sur le revenu réel qui, comme les effets sur les flux de trésorerie exercés par les coûts accrus du service de la dette, pèsent sur la demande de logements ⁹. En ce qui concerne les variables de contrôle, la disponibilité de liquidités et la situation financière sont statistiquement significatives ; une liquidité abondante est positivement associée avec la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme investissement, tandis qu'une situation financière difficile lui est négativement associée.

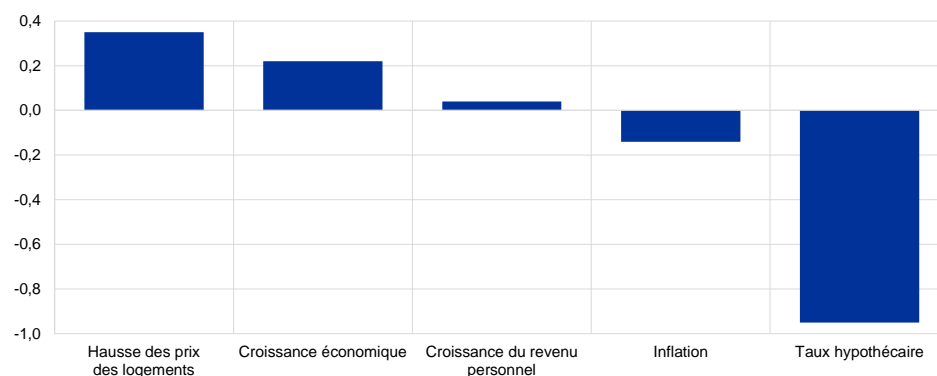
⁸ Le choix de variables spécifiques pour les anticipations des ménages s'inspire d'études macroéconomiques qui modélisent la demande de logements, telles que Kohlscheen (E.), Mehrotra (A.) et Mihaljek (D.), « *Residential Investment and Economic Activity: Evidence from the Past Five Decades* », *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n° 6, décembre 2020.

⁹ Dans l'ensemble, ces résultats correspondent globalement à ceux présentés dans Qian (2023) pour les États-Unis. En particulier, les résultats relatifs aux anticipations d'inflation sont conformes à l'interprétation d'une inflation du côté de l'offre soulignée dans Candia *et al.* (2020) et corroborent les conclusions de Bachmann *et al.* (2015) pour les États-Unis. Cependant, les résultats contredisent les conclusions de Duca *et al.* (2018) pour la zone euro, qui constatent qu'une anticipation de variation plus forte de l'inflation est associée à une probabilité plus élevée que les ménages effectuent des achats importants. De plus, les résultats présentés dans cet encadré mettent également en évidence le rôle mineur de l'immobilier résidentiel comme couverture contre l'inflation, contrairement aux conclusions de Malmendier et Steiny Wellsjo (2023), qui se concentrent sur les expériences d'inflation à long terme plutôt que sur les anticipations d'inflation à court terme. Cf. Qian (W.), « *House price expectations and household consumption* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 151, 104652, juin 2023 ; Candia (B.), Coibion (O.) et Gorodnichenko (Y.), « *Communication and the Beliefs of Economic Agents* », *NBER Working Paper*, n° 27800, National Bureau of Economic Research, septembre 2020 ; Bachmann (R.), Berg (T.O.) et Sims (E.R.), « *Inflation expectations and Readiness to Spend: Cross-sectional evidence* », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n° 1, p. 1-35 ; Duca (I.A.), Kenny (G.) et Reuter (A.), « *Inflation expectations, consumption and the lower bound: micro evidence from a large euro area survey* », *Working Paper Series*, n° 2196, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2018 ; Malmendier (U.) et Steiny Wellsjo (A.), « *Rent or Buy? Inflation Experiences and Homeownership within and across Countries* », *Journal of Finance*, à paraître, 2023.

Graphique C

Coefficients de régression estimés

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients estimés des anticipations des ménages dérivés d'un modèle de probabilité linéaire dans lequel la perception individuelle par un ménage de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement est régressée sur ses anticipations relatives à la croissance du revenu personnel, à l'inflation, à la croissance économique, aux prix des logements et aux taux hypothécaires pour les 12 prochains mois. Le modèle prend également en compte le revenu des ménages, la situation professionnelle, la situation financière, la liquidité, l'accès au crédit et les effets fixes individuels, par campagne d'enquête et/ou par pays. Un coefficient de 1 signifie que, pour une augmentation de 1 point de pourcentage des anticipations des ménages, la probabilité que les participants à l'enquête considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement augmente de 1 point de pourcentage. Tous les coefficients estimés sont statistiquement différents de zéro au niveau de 1 %. L'échantillon concerne la période allant d'avril 2020 à mai 2023.

Les anticipations par les ménages d'une hausse des taux hypothécaires, d'une inflation plus élevée et d'un ralentissement de la croissance économique ont fortement pesé sur leur perception de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement depuis mi-2021 (graphique D).

En utilisant les paramètres estimés du modèle pour les anticipations des ménages relatives à la croissance du revenu personnel, à l'inflation, à la croissance économique, à la hausse des prix des logements et aux taux d'intérêt hypothécaires, ainsi que les anticipations moyennes des ménages interrogés dans le cadre de l'enquête CES à chaque moment considéré, nous pouvons calculer un indicateur fondé sur les anticipations relatif à la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement¹⁰. Cet indicateur a fortement baissé en 2022, mais s'est stabilisé depuis fin 2022, une évolution globalement en ligne avec la part effective des ménages considérant que l'immobilier résidentiel est un bon investissement. La baisse de cet indicateur fondé sur les anticipations est principalement due à la hausse des anticipations relatives aux taux d'intérêt hypothécaires, qui a été accentuée par l'augmentation des anticipations d'inflation à court terme début 2022, la baisse des anticipations de croissance économique et le recul des anticipations de hausse des prix des logements fin 2022. L'effet modérateur des anticipations relatives aux taux d'intérêt hypothécaires s'est intensifié début 2023, parallèlement à une détérioration des anticipations de hausse des prix des logements, tandis que les

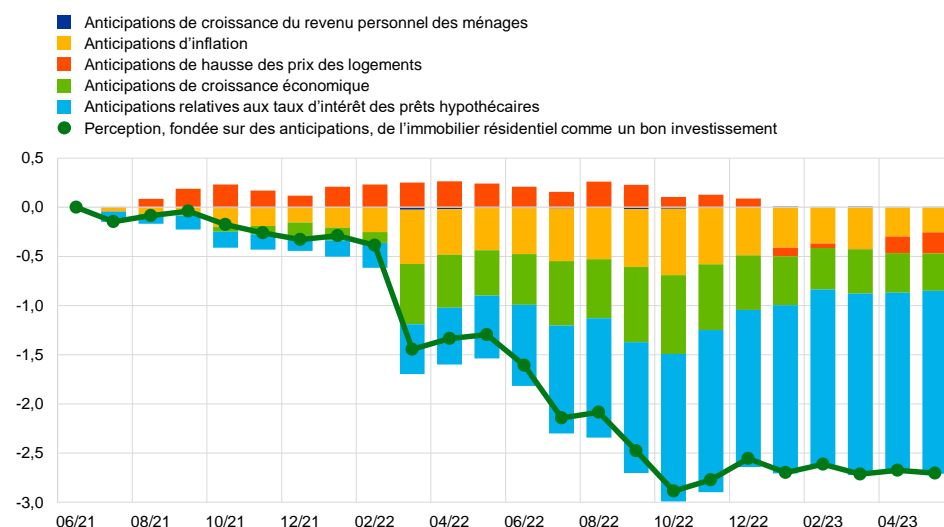
¹⁰ L'indicateur fondé sur les anticipations mesure les variations de la probabilité que les ménages considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement, en supposant qu'il n'y a pas de changement dans leurs caractéristiques démographiques et économiques. Cet indicateur explique environ 80 % de la volatilité observée au fil du temps s'agissant de la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme investissement, ainsi que le montre le graphique A.

anticipations d'inflation ont diminué et ont donc exercé un effet restrictif moindre ¹¹. Globalement, les anticipations d'une hausse des taux hypothécaires ont conduit les ménages à considérer l'immobilier résidentiel comme un investissement nettement moins attrayant, reflétant l'impact du resserrement de la politique monétaire et des conditions financières en général ¹².

Graphique D

Indicateur fondé sur les anticipations relatif à la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme investissement

(variations en points de pourcentage de la probabilité que les ménages considèrent l'immobilier résidentiel comme un bon investissement depuis juin 2021)



Sources : Enquête CES et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la variation depuis juin 2021 de l'indicateur fondé sur les anticipations relatif à la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement. Il combine les coefficients estimés du modèle de probabilité linéaire présentés dans le graphique C et les anticipations moyennes des ménages relatives à la croissance du revenu personnel, à l'inflation, à la croissance économique, à la hausse des prix des logements et aux taux d'intérêt hypothécaires, telles qu'elles ressortent de l'enquête CES à chaque moment considéré.

¹¹ En dépit de leur significativité statistique, les anticipations relatives à la croissance du revenu personnel ne semblent pas être des déterminants quantitativement importants de la récente détérioration de l'indicateur fondé sur les anticipations relatif au fait de considérer l'immobilier résidentiel comme un bon investissement, les fluctuations de cette variable depuis juin 2021 ayant été relativement faibles.

¹² Pour une analyse de l'immobilier résidentiel en tant que composante de la transmission de la politique monétaire à l'économie, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

2 Anticipations de taux d'intérêt des consommateurs dans un cycle de resserrement de la politique monétaire

Evangelos Charalampakis et Virginia Di Nino

Les anticipations des consommateurs peuvent permettre d'évaluer rapidement la transmission de la politique monétaire à l'activité économique. En utilisant les données de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES), cet encadré documente a) la mesure dans laquelle les anticipations des consommateurs relatives aux taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires et les dépôts bancaires se sont ajustées au resserrement de l'orientation de politique monétaire ; b) la manière dont les différents groupes de ménages perçoivent le resserrement de la politique monétaire ; et c) la mesure dans laquelle ces évolutions ont affecté les anticipations des ménages concernant leurs dépenses futures ¹. Il s'agit d'éléments importants dans l'évaluation en cours de la transmission du resserrement de la politique monétaire aux dépenses des ménages.

En ligne avec l'évolution effective des taux d'intérêt, les anticipations de taux d'intérêt des consommateurs ont augmenté. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt appliqués aux prêts hypothécaires et aux comptes d'épargne à 12 mois ont augmenté de près de 2,0 points de pourcentage et de 1,5 point de pourcentage, respectivement, depuis le début de l'année 2022 (graphique A, partie a). La part des participants qui s'attendent à ce qu'il soit plus difficile d'obtenir un crédit (quelle qu'en soit la catégorie) a augmenté régulièrement entre début 2022 et octobre 2022 et oscille autour de 30 % depuis.

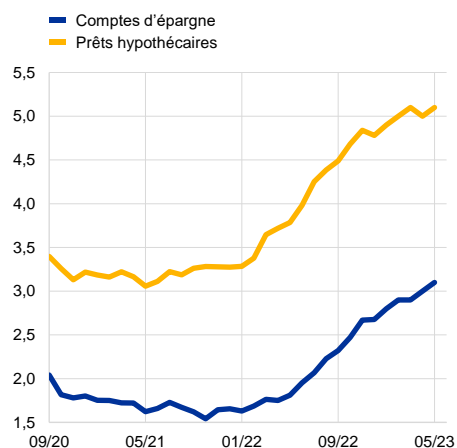
¹ L'enquête CES est une enquête de panel mensuelle rotative comptant plus de 14 000 participants issus des six plus grands pays de la zone euro c'est-à-dire la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas.

Graphique A

Anticipations des ménages relatives aux taux d'intérêt et à l'accès au crédit

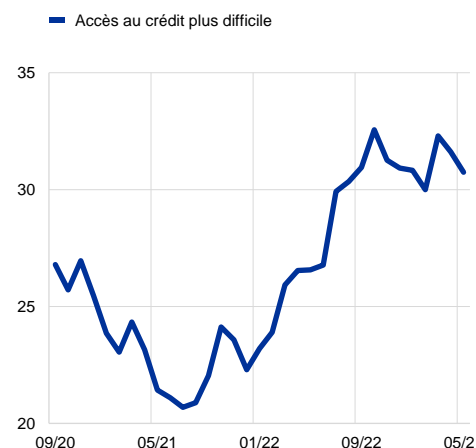
a) Taux d'intérêt attendu à 12 mois

(en pourcentages)



b) Part des participants qui anticipent un accès plus difficile au crédit

(en pourcentages)



Source : Enquête CES.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

Depuis juin 2022, une part croissante des participants, en particulier parmi ceux ayant un prêt hypothécaire à taux variable est favorable à une baisse des taux d'intérêt. En juin 2022, la part des participants indiquant qu'une baisse des taux d'intérêt serait meilleure pour l'économie de leur pays avait déjà dépassé la part des personnes favorables à une hausse des taux d'intérêt (graphique B, partie a) ². De même, à l'automne 2022, la part des consommateurs estimant que des taux d'intérêt plus bas seraient plus avantageux pour leur propre ménage a dépassé la part des consommateurs déclarant préférer des taux d'intérêt plus élevés. La préférence croissante pour des taux d'intérêt plus bas est particulièrement visible chez les ménages ayant souscrit un prêt hypothécaire à taux variable, qui sont, de ce fait, plus directement touchés par la hausse des taux d'intérêt. À l'inverse, les ménages ayant contracté un prêt hypothécaire à taux fixe, qui ne sont pas aussi exposés – ou du moins pas aussi immédiatement – à une hausse des taux d'intérêt ont beaucoup moins changé d'avis sur l'évolution des taux.

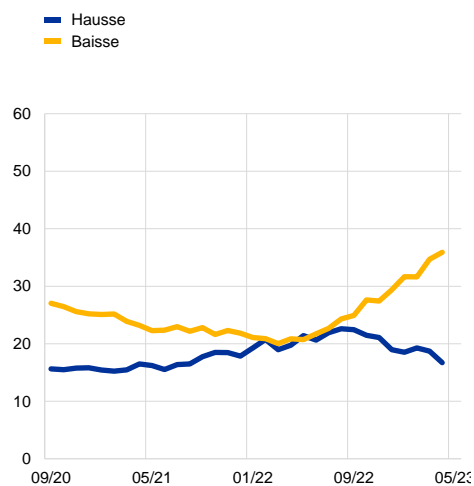
² L'enquête CES demande aux participants d'indiquer leurs préférences qualitatives relatives aux taux d'intérêt qu'ils pensent être les meilleurs pour l'économie du pays dans lequel ils vivent et pour leur propre ménage. Il leur est demandé d'indiquer s'ils préféreraient que les taux d'intérêt montent, baissent ou restent stables, ou s'ils sont indifférents à tout mouvement des taux d'intérêt.

Graphique B

Préférences des ménages en ce qui concerne les évolutions des taux d'intérêt

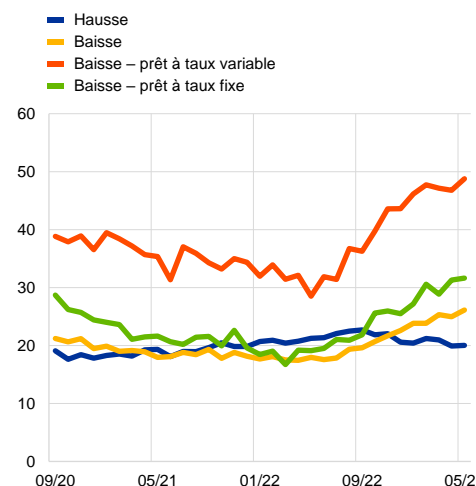
a) Part des participants favorables à une hausse/baisse des taux d'intérêt pour l'économie de leur pays

(en pourcentages)



b) Part des participants favorables à une hausse/baisse des taux d'intérêt pour leur propre ménage

(en pourcentages)



Source : Enquête CES.

Notes : La partie b) montre les résultats de l'enquête pour tous les ménages, ainsi que pour les ménages ayant un contracté un prêt hypothécaire à taux variable et ceux ayant un contracté un prêt hypothécaire à taux fixe. Cf. également la note de bas de page n° 3 pour plus de détails. Les dernières observations se rapportent à mai 2023.

Il existe des divergences considérables entre les participants ayant contracté les différents types de prêts hypothécaires en ce qui concerne leurs anticipations quant à la situation financière de leur ménage.

La part des ménages ayant souscrit un prêt hypothécaire à taux variable et qui déclarent qu'ils s'attendent à rencontrer des difficultés pour faire face à leurs paiements hypothécaires au cours du prochain trimestre a considérablement augmenté, en particulier au premier semestre 2023. En revanche, les anticipations concernant les difficultés à faire face aux paiements futurs sont restées globalement stables parmi les ménages ayant souscrit un prêt hypothécaire à taux fixe³. En ligne avec cette divergence, la part des ménages titulaires d'un prêt hypothécaire à taux variable qui ont l'intention de demander un refinancement hypothécaire au cours de l'année prochaine a augmenté lors des deux premiers trimestres de 2023 (graphique C), tandis que pour les ménages ayant un prêt hypothécaire à taux fixe cette part a régulièrement diminué au cours de la même période.

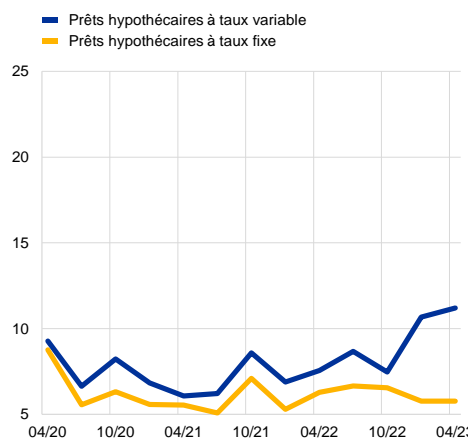
³ En utilisant les observations disponibles pour notre modèle de régression, 12,6 % des ménages ont un prêt hypothécaire à taux fixe et 7,3 % ont un prêt hypothécaire à taux variable. La part des participants qui sont propriétaires et dont le bien n'est pas hypothéqué (*outright owners*) et la part de ceux qui louent leur logement sont de 43 % et 37,1 % respectivement.

Graphique C

La charge de taux d'intérêt plus élevés, selon le type de prêt hypothécaire

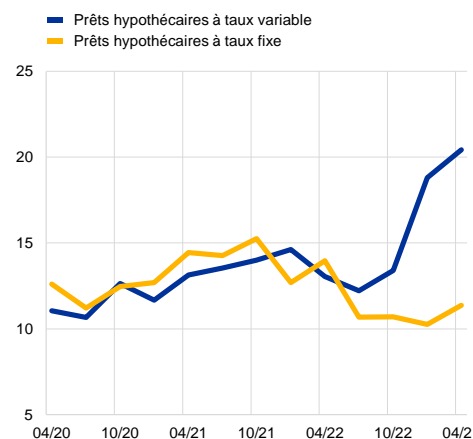
a) Part des emprunteurs qui anticipent un retard dans leurs remboursements de prêts hypothécaires

(en pourcentages)



b) Part des emprunteurs qui veulent refinancer leur contrat de prêt hypothécaire dans l'année à venir

(en pourcentages)



Source : Enquête CES.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

Les anticipations de dépenses des ménages ayant un prêt hypothécaire à taux variable sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêt attendus.

En moyenne, les participants ont tendance à réduire la croissance attendue de leurs dépenses réelles lorsqu'ils augmentent leurs anticipations concernant les taux hypothécaires futurs (la croissance prévue des dépenses diminuant de $-0,05$ point de pourcentage en réponse à une augmentation de $1,0$ point de pourcentage concernant les anticipations des taux hypothécaires). En établissant une distinction entre les locataires, les propriétaires dont le bien n'est pas hypothéqué, les détenteurs d'un prêt hypothécaire à taux fixe et ceux qui détiennent un prêt hypothécaire à taux variable, l'analyse empirique montre que les ménages de ce dernier groupe prévoient de réduire la croissance de leur consommation trois fois plus que le ménage moyen de la population, en ligne avec une exposition plus élevée aux taux d'intérêt des ménages détenteurs d'un prêt à taux variable. À l'autre extrême, la croissance attendue de la consommation des ménages détenant un prêt à taux fixe ne semble pas être affectée par une augmentation des anticipations de taux d'intérêt (graphique D)⁴. Globalement, les résultats de l'enquête CES suggèrent qu'au cours de l'année écoulée, les consommateurs ont progressivement intégré l'impact de la hausse des taux d'intérêt dans leurs décisions de dépenses, ce qui reflète la transmission en cours du resserrement de la politique monétaire à l'activité économique⁵.

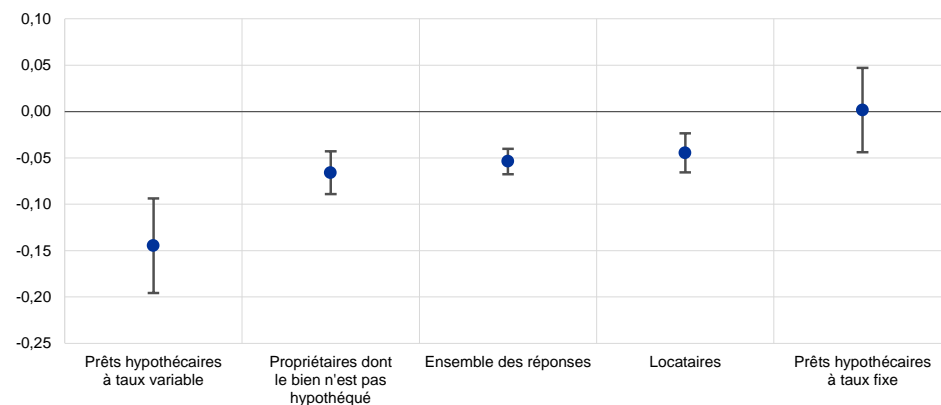
⁴ Les propriétaires ayant un prêt hypothécaire à taux fixe sont, toutes choses égales par ailleurs, moins exposés au risque de taux d'intérêt que les propriétaires dont le bien n'est pas hypothéqué, car ils font correspondre un actif à long terme (le logement) à un passif à long terme (le prêt hypothécaire). Pour plus de détails, cf. Auclert (A.), 2019, « *Monetary Policy and the Redistribution Channel* », *American Economic Review*, vol. 109(6), p. 2333-2367.

⁵ Pour une analyse plus détaillée du rôle spécifique des ménages ayant des prêts hypothécaires dans la transmission de la politique monétaire à la consommation globale, cf. l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*.

Graphique D

Impact des taux hypothécaires anticipés sur la consommation attendue.

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête CES et calculs de la BCE.

Notes : Les points montrent la sensibilité de la consommation attendue à une variation attendue des taux d'intérêt hypothécaires par type de ménage. Ces paramètres sont estimés dans une régression en données de panel de la variation mensuelle des anticipations de croissance de la consommation réelle des ménages à un an (croissance de la consommation nominale moins le taux d'inflation à 12 mois) sur la variation des anticipations des taux d'intérêt hypothécaires qui contrôle également par la croissance attendue du revenu nominal pour l'année à venir et par l'hétérogénéité non observée entre les ménages. Les intervalles de confiance à 95 % des paramètres estimés sont indiqués par les moustaches verticales. La période d'estimation va d'avril 2020 à mai 2023.

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

Catherine Elding, Johannes Gareis, Friderike Kuik et Richard Morris

Cet encadré présente une synthèse des conclusions des contacts récents entre les services de la BCE et les représentants de 73 grandes sociétés non financières opérant dans la zone euro. Ces échanges ont eu lieu entre le 26 juin et le 5 juillet 2023 ¹.

Les sociétés contactées ont continué de décrire une situation cohérente avec une stagnation globale de l'activité dans l'ensemble, mais avec des variations intersectorielles et intra-sectorielles significatives. À cet égard, la situation n'a pas beaucoup changé depuis le début de l'année. Les contacts ont encore largement fait état d'une augmentation ou d'une diminution de l'activité en fonction des retombées des récents chocs (la pandémie de COVID-19 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie) et des changements structurels en cours (transformation numérique et décarbonation) sur l'offre et la demande dans leur secteur.

Dans le secteur industriel, la faiblesse de l'activité s'est essentiellement concentrée dans les secteurs de la construction et des biens intermédiaires, tandis que les évolutions dans les secteurs des biens de consommation et des biens d'équipement ont été plus contrastées. Selon les déclarations, les commandes et la production dans une grande partie du secteur des biens intermédiaires (produits chimiques, acier, papier/emballages et composants électroniques) ont diminué en raison de l'atonie de la demande finale et de la poursuite du déstockage de la part des clients ainsi que, dans certains cas, de l'accroissement de la concurrence des importations. La demande dans le secteur de la construction de nouveaux logements et d'immobilier commercial a enregistré la plus forte baisse, suivie de la demande de machines et équipements industriels. En revanche, l'investissement dans les infrastructures – et généralement tous les investissements liés à la décarbonation – a fait preuve de résilience. De nombreux fabricants de biens d'équipement ont encore d'importants arriérés de commandes à résorber, ce qui a soutenu la production malgré l'atonie de la demande. La production automobile a continué de se redresser à mesure que les contraintes d'offre se sont atténuées, même si certains contacts ont indiqué que des goulets d'étranglement dans la logistique ont freiné la livraison des nouveaux véhicules aux points de vente, et la demande de véhicules à combustion interne a été plus robuste que la demande de véhicules électriques. Dans le secteur des biens de consommation, la principale source de faiblesse a continué d'être la baisse de la demande d'électroménager et de biens de consommation électroniques, reflétant la réorientation des dépenses des biens vers les services et la réduction générale des revenus des ménages (l'augmentation des dépenses nominales consacrées aux

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

produits alimentaires et à l'énergie ayant exercé un effet d'éviction sur les dépenses de biens de consommation durables).

La production dans le secteur des services a été stimulée par la forte demande de voyages et d'activités de loisirs, par une certaine résilience dans le commerce de détail et par la croissance des services numériques, tandis que l'activité dans de nombreux autres secteurs a été stable ou s'est contractée.

Les contacts dans les secteurs des voyages et de l'hébergement ont fait état d'une très forte croissance de l'activité. Le transport aérien de passagers et les réservations d'hôtel se sont redressés ou ont même dépassé leurs niveaux d'avant la pandémie au deuxième trimestre, et les réservations pour l'été sont complètes ou très nombreuses, malgré des prix élevés. Certains commerçants ont été surpris par la résilience des dépenses de consommation. Bien que de nombreux contacts aient continué d'indiquer que les consommateurs optaient pour des produits moins onéreux (*downtrading*), en particulier en ce qui concerne les produits alimentaires et ceux du quotidien, les détaillants de vêtements ont principalement fait état d'une augmentation des ventes et de volumes au moins globalement stables.

La croissance des ventes de marques de vêtements plus onéreuses et d'articles de luxe, tels que les cosmétiques et les bijoux, a été particulièrement dynamique étant donné que les consommateurs à revenus plus élevés ont continué de dépenser. Ces pans du secteur du commerce de détail ont également bénéficié de la reprise du tourisme. La croissance des services numériques a bénéficié d'une combinaison de facteurs structurels et conjoncturels, notamment de la croissance des centres de données et de l'informatique en nuage (en lien avec l'intelligence artificielle) ainsi que de la reprise des services d'itinérance (*roaming*) (via le tourisme). En revanche, la demande de services de transport (maritime et routier) et de logistique (entreposage) a continué de reculer. Les contacts dans les services liés à l'emploi, la sécurité, la publicité et les voyages d'affaires ont fait état d'évolutions globalement stables, même si les voyages d'affaires sont encore demeurés à un niveau très bas.

Les tendances actuelles de l'activité persisteront probablement au troisième trimestre, la balance des risques à un horizon de quelques trimestres étant légèrement orientée à la baisse.

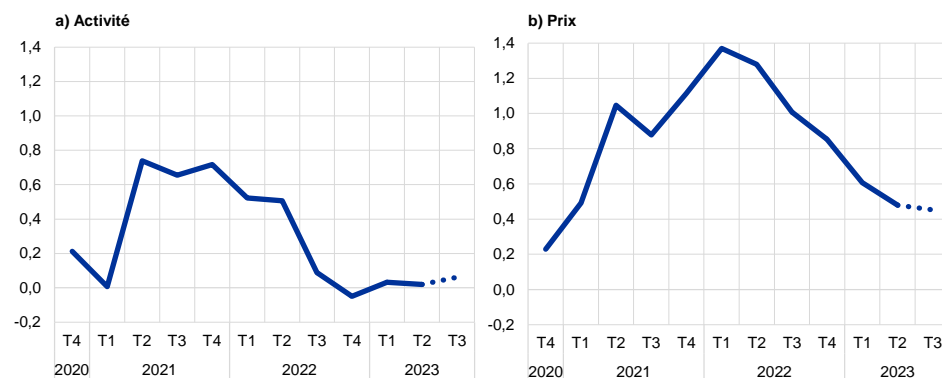
Dans le secteur manufacturier, certains contacts ont anticipé une reprise des commandes plus tard dans l'année avec le retournement du cycle des stocks, mais d'autres ont anticipé une baisse de la production si les commandes ne se redressent pas. Des préoccupations ont été exprimées concernant la reprise plus faible que prévu de l'économie chinoise et ses implications pour les exportations et la concurrence des importations.

Les contraintes de capacité devraient limiter le potentiel de croissance future dans les services liés au tourisme pendant l'été, et des doutes ont été exprimés quant à la soutenabilité des niveaux actuels des dépenses de consommation. Dans ce contexte, de nombreux contacts ont estimé qu'il y avait un risque très élevé de récession, qui serait toutefois modérée, fin 2023 ou en 2024. Dans le même temps, une indication plus claire que l'inflation – et donc la trajectoire des taux d'intérêt – est sous contrôle, contribuerait à réduire l'incertitude et à stimuler la confiance des entreprises.

Graphique A

Synthèse des opinions sur l'activité et les prix : évolutions et perspectives

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



Source : BCE.

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

Les évolutions – et les perspectives à court terme – en ce qui concerne l'emploi ont largement reflété celles de l'activité et ont donc été relativement diverses, mais stables dans l'ensemble.

En ce qui concerne l'emploi, les contacts ont fait état de niveaux croissants, décroissants et stables dans des proportions globalement égales, avec peu de changements par rapport au trimestre précédent. Les entreprises qui souhaitent réduire leurs effectifs y sont généralement parvenues par le biais des départs naturels, même si un petit nombre d'entre elles ont indiqué qu'elles prévoyaient de licencier plus tard dans l'année. Les déclarations des agences pour l'emploi ont été relativement variées et comprenaient un délaissement apparent des postes permanents au profit des postes temporaires, ce qui a été interprété comme le reflet du niveau élevé d'incertitude des entreprises. De nombreux contacts ont continué d'avoir des difficultés de recrutement étant donné les pénuries de diverses compétences, mais quelques signes de sous-utilisation croissante des capacités ont été observés dans certains pans du marché du travail. Lorsqu'on leur a demandé s'ils avaient observé des réductions du nombre d'heures travaillées, les contacts ont largement interprété ces réductions comme s'inscrivant dans un changement structurel de plus long terme en ce qui concerne les préférences en matière d'équilibre entre la vie professionnelle et la vie personnelle et de conditions de flexibilité du travail, en particulier chez les jeunes.

Dans l'ensemble, les augmentations des prix de vente ont continué de décélérer au deuxième trimestre.

Ce tableau d'ensemble masque toutefois des variations significatives. La modération de la croissance des prix ces derniers trimestres a largement reflété l'effet des augmentations passées des prix des matières premières et des diminutions qui ont suivi et se sont transmises le long de la chaîne de valeur, tandis que les prix des consommations intermédiaires sont désormais de plus en plus influencés par la hausse des salaires à laquelle les fournisseurs sont confrontés. Dans l'ensemble, cela a donné lieu à une relative stabilité des coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre (les prix des consommations intermédiaires tendant à baisser en amont de la chaîne de

valeur, mais à augmenter en aval). Parallèlement à l'assouplissement récent des tensions sur les coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre, il a été plus difficile pour les fabricants et les commerçants de biens de consommation d'augmenter leurs prix en raison de la baisse de la demande. Plusieurs d'entre eux ont indiqué qu'ils avaient quand même augmenté leurs prix et qu'ils continueraient à le faire, mais qu'ils devaient être plus prudents et plus sélectifs dans ce processus, tandis que d'autres ont anticipé que les prix continueront de rester globalement stables. La croissance des prix dans le secteur des services a généralement dépassé celle du secteur manufacturier, compte tenu de la part plus élevée des coûts salariaux. En outre, la croissance exceptionnelle des prix dans les secteurs du tourisme et de l'hébergement, soutenue par le fort redressement de la demande post-pandémie, n'a affiché aucun signe de ralentissement. Dans l'ensemble, les contacts ont donc anticipé un taux de croissance des prix pour le troisième trimestre légèrement inférieur à celui du deuxième trimestre. Des signes montrent également qu'un nouveau ralentissement devrait intervenir plus tard dans l'année ou en 2024, un nombre croissant de contacts anticipant une stabilisation ou une diminution des prix dans leur secteur.

Les anticipations salariales indiquent un léger ralentissement de la croissance des salaires l'année prochaine. En prenant une moyenne simple des points médians des indications quantitatives fournies, les contacts ont anticipé une décélération de la croissance des salaires, qui reviendrait d'environ 5,5 % cette année à 4,7 % en 2024. Environ la moitié des contacts prévoient que la croissance des salaires en 2024 sera comparable à celle de 2023, tandis que quatre contacts sur dix pensent que les hausses de salaire seront moins importantes l'année prochaine.

Remédier aux lacunes en matière de données climatiques – les indicateurs liés au changement climatique

Andrew Kanutin

En janvier 2023, la BCE a publié pour la première fois un ensemble d'indicateurs statistiques liés au climat sur son site internet, couvrant la finance durable, les émissions de carbone et les risques physiques.

Ces indicateurs liés au climat, encore à des stades de développement différents, visent à fournir des informations sur les risques liés au changement climatique auxquels le secteur financier de la zone euro fait face et à soutenir les responsables politiques et les investisseurs dans l'élaboration de stratégies efficaces pour répondre à ces défis. Le changement climatique a également des implications potentielles pour les banques centrales en ce qui concerne leurs mandats de maintien de la stabilité des prix, leurs objectifs en matière de stabilité financière et, dans de nombreux cas, la supervision prudentielle des banques. Cet encadré fournit une brève vue d'ensemble des indicateurs liés au climat, y compris leur raison d'être et les réserves qu'il convient d'avoir à leur égard.

La BCE est fermement engagée, dans le cadre de son mandat, à apporter sa contribution à la lutte contre le changement climatique. En juillet 2021, le Conseil des gouverneurs a élaboré un plan d'action visant à intégrer les considérations relatives au changement climatique dans son cadre de politique monétaire ¹. Les risques croissants liés au changement climatique ont mis en évidence l'importance de mieux comprendre l'exposition des établissements financiers aux évolutions liées au changement climatique ainsi que leur rôle dans l'orientation des fonds vers l'économie pour mieux s'adapter à ces risques. Dans le cadre du plan d'action, des indicateurs liés au changement climatique ont été élaborés. Ils visent à étayer l'analyse des questions liées au changement climatique dans le secteur financier. L'empreinte carbone des portefeuilles financiers des établissements financiers est un domaine d'intérêt : en assurant le suivi des émissions de gaz à effet de serre liées aux activités économiques financées directement ou indirectement par les établissements financiers, il est possible d'évaluer les progrès réalisés par ces établissements pour réduire l'empreinte carbone des portefeuilles et comme acteurs dans la transition vers une économie bas carbone. En outre, à mesure que le programme européen d'action pour le climat évolue et que les gros pollueurs sont confrontés à un plus grand nombre de réglementations et de restrictions, certains secteurs et actifs pourraient devenir obsolètes ou faire face à une dévaluation significative, en devenant ce que l'on appelle les « actifs échoués ». Il est important d'évaluer les risques physiques pesant sur les actifs – notamment les actifs utilisés pour la production, comme valeur refuge ou comme collatéral – car ils peuvent avoir une incidence sur la stabilité du

¹ Cf. « [La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire](#) », communiqué de presse, BCE, 8 juillet 2021.

système financier et sur l'économie dans son ensemble. Les indicateurs relatifs aux instruments de finance durable facilitent le suivi des données sur les informations agrégées des émetteurs et des détenteurs de titres de créance verts et d'autres titres de créance durables, renforçant ainsi la transparence des marchés.

Les indicateurs ont été élaborés par le Système européen de banques centrales (SEBC). Les données sources utilisées pour les calculs sont généralement produites par différentes organisations internationales et s'appuient sur des sources de microdonnées du SEBC telles que le registre des données relatives aux institutions et aux filiales (*Register of Institutions and Affiliates Data*, RIAD), les séries données analytiques sur le crédit (*Analytical credit dataset*, AnaCredit), la base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities DataBase*, CSDB) et les statistiques sur les détentions de titres par secteur (*Securities Holdings Statistics by Sector*, SHSS). Un manuel méthodologique, fournissant des informations complètes sur le calcul de ces indicateurs, est disponible sur le site internet de la BCE, mais il est important de souligner que des réserves subsistent en ce qui concerne ces statistiques ². Toutefois, à mesure que les données deviennent plus matures, il devrait être possible de remédier à un grand nombre de ces limitations.

L'ensemble de données sur la finance durable fournit une vue d'ensemble des émissions et des détentions de titres de créance durables dans la zone euro.

Les indicateurs fournissent des informations sur les fonds levés pour financer des projets durables et donc sur les progrès accomplis en matière de transition vers une économie neutre en carbone ³. Dans le contexte de la finance durable, les définitions de ce qui constitue un investissement « vert » ou « durable » peuvent différer d'un intervenant de marché à l'autre, car il n'y a actuellement pas de norme universellement reconnue, même si certaines normes internationales sont largement utilisées, notamment celles de l'International Capital Market Association ou de la Climate Bonds Initiative. L'absence, pour certains concepts, de définitions harmonisées et reconnues au niveau international peut entraîner des limitations dans les séries de données, qui ont par conséquent été désignées comme expérimentales par la BCE.

Les émissions de titres de créance durables, qui peuvent être divisés en quatre catégories de durabilité (les obligations durables, liées à des objectifs de développement durable, vertes et sociales), ont été considérables ces deux dernières années (graphique A) : l'encours total a plus que doublé, partant toutefois d'un niveau bas. Cette augmentation a résulté de l'émission de titres de créance durables appartenant aux catégories obligations vertes et obligations sociales (graphique B), qui représentent la majorité du marché des titres de créance durables. Toutefois, c'est encore un marché naissant, qui représente actuellement environ 5 % du total du marché des titres de créance de la zone euro. Les pouvoirs

² Cf. « *Towards climate-related statistical indicators* », Comité des statistiques du SEBC, BCE, janvier 2023.

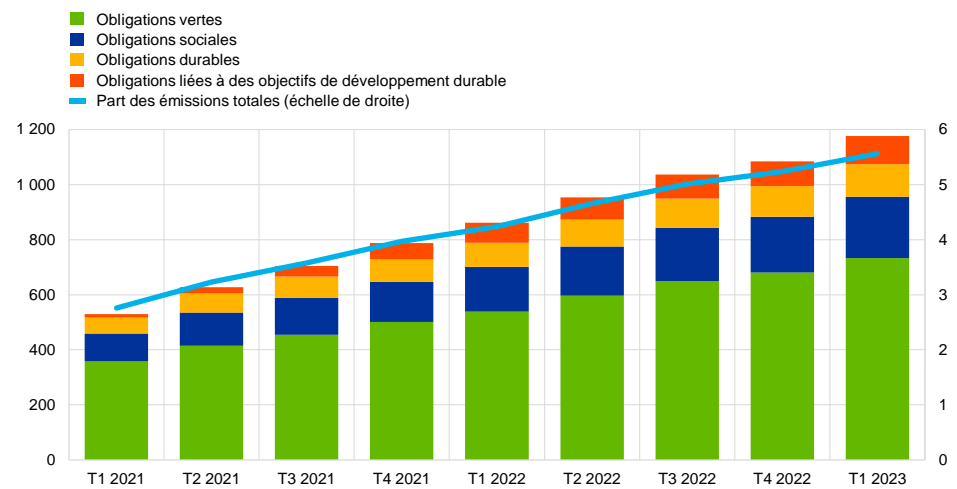
³ Les risques de transition sont associés avec la transition vers une économie bas carbone et peuvent résulter de la mise en place progressive de taxes carbone, d'une tarification des droits d'émission, du changement des comportements et des profils de consommation, ainsi que de réglementations environnementales. Les risques physiques ont tendance à être à la fois graves et chroniques.

publics et les institutions financières monétaires sont les principaux secteurs émetteurs de titres de créance verts dans la zone euro et détiennent des parts de marché très comparables. Les fonds d'investissement sont les principaux investisseurs dans les titres de créance verts, suivis par les banques centrales nationales de la zone euro. Les données provenant de France et d'Allemagne montrent que ces deux pays sont les principaux émetteurs et détenteurs de titres de créance verts dans la zone euro, tandis que certains pays de la zone euro ne sont entrés que de manière hésitante sur ce marché ou ne l'ont pas encore fait.

Graphique A

Émissions de titres de créance durables dans la zone euro

(échelle de gauche : en milliards d'euros, encours en valeur nominale ; échelle de droite : en pourcentages)



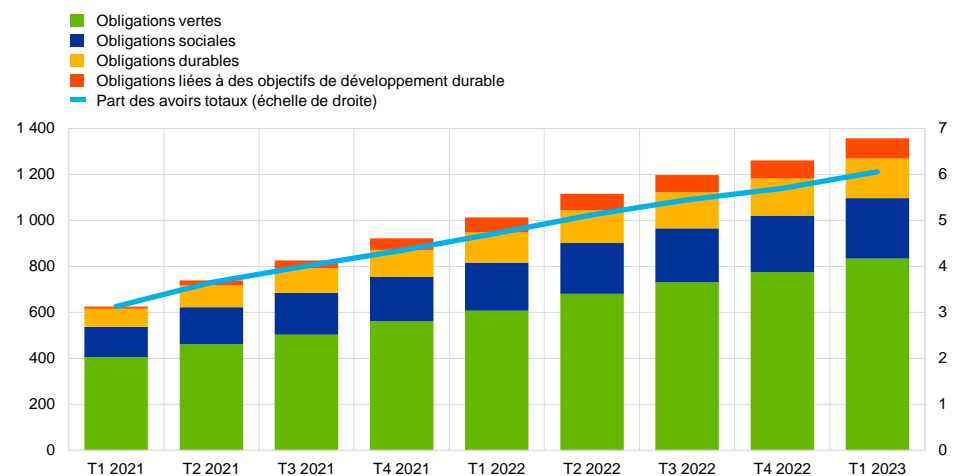
Source : CSDB.

Notes : Les montants observés se rapportent au dernier jour de la période de référence. La part des émissions totales correspond au montant de l'ensemble des titres de créance durables en pourcentage des encours de l'ensemble des titres de créance émis dans la zone euro.

Graphique B

Avoirs en titres de créance durables dans la zone euro

(échelle de gauche : en milliards d'euros, encours en valeur nominale ; échelle de droite : en pourcentages)



Sources : CSDB et SHSS.

Notes : Les montants observés se rapportent au dernier jour de la période de référence. La part des avoirs totaux correspond au montant de l'ensemble des titres de créance durables en pourcentage de l'ensemble des titres de créance détenus dans la zone euro.

Les indicateurs publiés par le SEBC fournissent des données sur les émissions de carbone des sociétés non financières financées par les portefeuilles de prêts et de titres du secteur financier.

Les émissions de carbone, qui sont le principal contributeur au changement climatique, correspondent aux émissions de dioxyde de carbone et d'autres gaz à effet de serre dans l'atmosphère, principalement du fait des activités humaines telles que l'utilisation de combustibles fossiles.

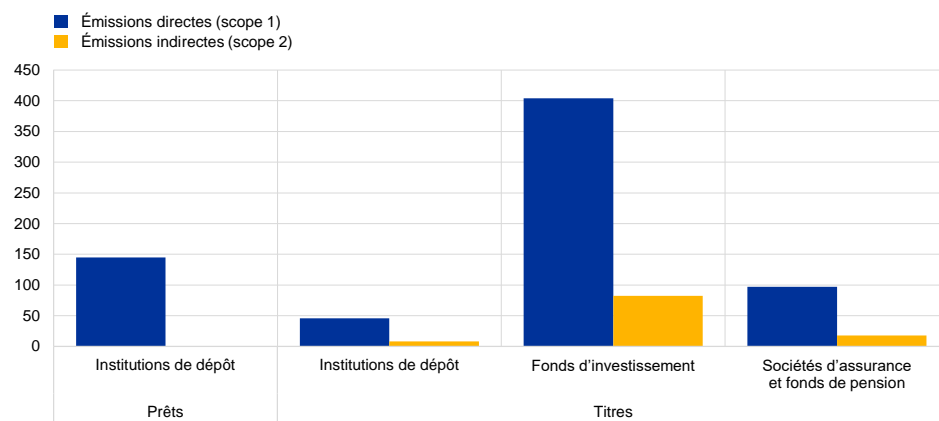
Au stade actuel de son développement, l'ensemble de données sur les émissions de carbone est plus adapté pour identifier les relations structurelles de haut niveau au sein des secteurs financiers que pour observer les tendances au fil du temps.

Les indicateurs pâtissent d'une couverture variable dans le temps et ne sont pas corrigés des effets de valorisation. Cela devrait changer dans la prochaine publication de données. Le graphique C présente les données relatives aux émissions directes et indirectes financées par le secteur financier selon le type d'établissement financier, établies en utilisant des moyennes sur la période 2018-2021 afin de remédier en partie à la variation temporelle. En termes absolus, les fonds d'investissement constituent le principal groupe de financement des émissions directes, comme reflété par la taille importante de leur portefeuille dans la ventilation. Le graphique D, qui normalise les émissions financées à l'aide des recettes financées afin de déterminer le degré d'efficacité des émissions pour produire des biens et des services, montre que les institutions de dépôt tendent à détenir les expositions les plus importantes sur les secteurs les plus émetteurs de carbone. Et ce malgré le fait que les institutions de dépôt financent une part relativement faible des émissions directes en termes absolus par rapport aux fonds d'investissement. Si l'on analyse plus en détail les données sous-jacentes, il ressort que cette relation résulte principalement de leurs avoirs en actions, car celles-ci représentent la majorité des émissions totales de scope 1 pour la zone euro.

Graphique C

Émissions directes et indirectes financées par le secteur financier, ventilées par type d'établissement financier

(zone euro, en millions de tonnes de CO₂, moyennes sur la période 2018-2021)



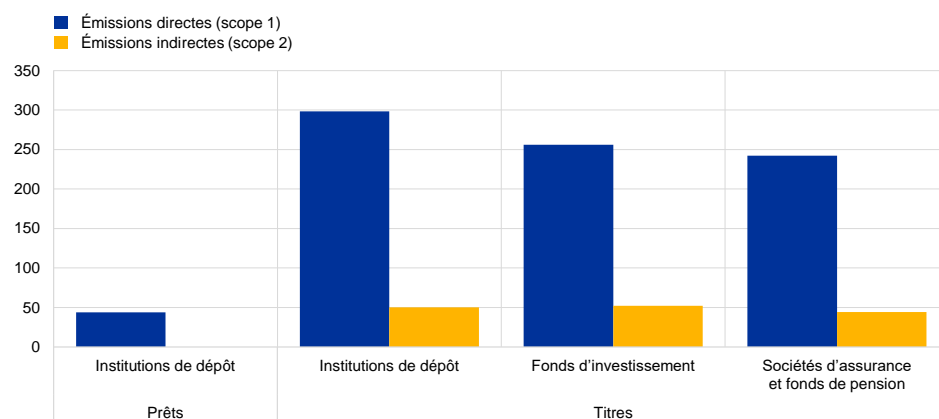
Sources : Calculs du SEBC sur la base des données tirées des sources suivantes : AnaCredit, SHSS, Institutional Shareholder Services (ISS), Refinitiv, Système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE), Eurostat Air Emissions Accounts (AEA) et base de données Orbis du Bureau van Dijk.

Notes : Les prêts sont calculés au niveau de chaque entité. Les titres comprennent les actions cotées et les titres de créance et sont calculés au niveau du groupe. Les « institutions de dépôt » ne comprennent pas les banques centrales. Les « émissions directes » et les « émissions indirectes » correspondent uniquement au volume de financement couvert et seront plus importantes lorsque la couverture aura augmenté. Les effets de composition, de prix et de taux de change ont une incidence sur l'exactitude des données.

Graphique D

Intensité des émissions directes et indirectes financées par le secteur financier, ventilée par type d'établissement financier

(zone euro, en tonnes d'émissions de CO₂ par million d'euros de recettes, moyennes sur la période 2018-2021)



Sources : Calculs du SEBC sur la base des données tirées des sources suivantes : AnaCredit, SHSS, ISS, Refinitiv, SEQE-UE, AEA et base de données Orbis du Bureau van Dijk.

Notes : Les prêts sont calculés au niveau de chaque entité. Les titres comprennent les actions cotées et les titres de créance et sont calculés au niveau du groupe. Les « institutions de dépôt » ne comprennent pas les banques centrales. Les émissions indirectes correspondent uniquement au volume de financement couvert et seront plus importantes lorsque la couverture aura augmenté. Les effets de prix et de taux de change ont une incidence sur l'exactitude des données.

Des efforts sont réalisés au niveau international pour harmoniser les définitions et établir des cadres communs, tels que le règlement de l'UE sur la taxonomie ⁴, qui vise à fournir un langage commun pour les activités durables.

⁴ Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088 (JO L 198 du 22.06.2020, p. 13).

En ce qui concerne les indicateurs relatifs aux émissions de carbone et aux risques physiques, les questions liées à la disponibilité et à la qualité des données ainsi qu'aux différences dans les méthodologies de calcul constituent les principaux facteurs d'incertitude. Les questions telles que les trajectoires futures des émissions de gaz à effet de serre, la variabilité naturelle du climat et les mécanismes complexes de rétroaction peuvent également contribuer à l'incertitude élevée qui entoure les projections climatiques. Pour ces raisons, ces deux ensembles d'indicateurs sont actuellement classés comme étant analytiques.

Les indicateurs relatifs aux risques physiques mesurent les conséquences directes des événements liés au climat tels que les événements météorologiques extrêmes, la hausse du niveau des mers et les changements des températures. Les indicateurs qui ont été élaborés pour les risques physiques examinent la vulnérabilité des différents secteurs économiques financés par le secteur financier aux impacts du changement climatique provenant d'une sélection de risques physiques. Cela couvre actuellement les inondations côtières, les inondations fluviales, les feux de forêt, les glissements de terrain, les affaissements de terrain, les tempêtes de vent et le stress hydrique. En analysant ces indicateurs, la BCE vise à évaluer la vulnérabilité des activités économiques aux risques physiques. Lors de la première publication de données climatiques, la BCE a fourni un ensemble d'indicateurs visant à mesurer et à suivre ces risques physiques dans les portefeuilles de prêts et de titres du secteur financier.

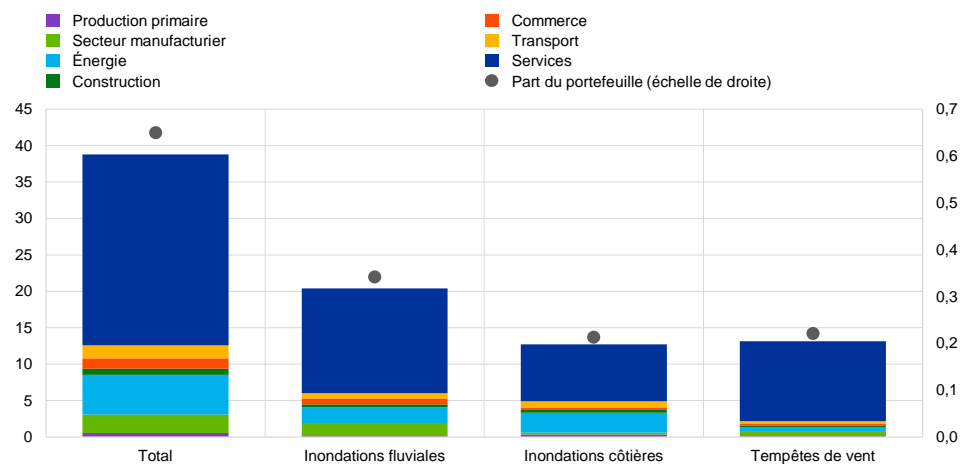
L'indicateur d'exposition au risque normalisée (*normalised exposure at risk, NEAR*) est l'un des indicateurs publiés pour les risques physiques. L'indicateur NEAR combine les pertes annuelles attendues et l'exposition financière des établissements financiers aux entreprises et les rapporte au chiffre d'affaires ou aux actifs totaux des entreprises. Il est exprimé sous la forme d'un montant annuel de l'exposition financière au risque. Comme le montre le graphique E, la distribution entre secteurs reflète largement la part de chaque secteur en termes d'actifs financiers totaux, les services représentant la part la plus importante, à hauteur de 67 % environ. Par rapport aux autres secteurs, le secteur de l'énergie est proportionnellement plus exposé aux inondations, probablement parce que les entreprises de ce secteur détiennent des niveaux relativement élevés d'actifs fixes devant se situer à proximité des cours d'eau. Toutefois, il convient de souligner que les conclusions de cette nature sont sujettes à caution, en raison de la difficulté à obtenir des informations exactes quant à l'emplacement précis des actifs exposés à des risques ⁵.

⁵ Les données disponibles tendent à indiquer la localisation géographique de la société mère qui a contracté le prêt plutôt que celle de l'actif lui-même.

Graphique E

Exposition au risque normalisée (NEAR), ventilée par secteur

(zone euro, échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage des portefeuilles de prêts et de titres)



Sources : Calculs du SEBC sur la base des données tirées des sources suivantes : AnaCredit, SHSS, Joint Research Centre, Copernicus et base de données Orbis du Bureau van Dijk.

Notes : Les informations figurant dans ce graphique s'appuient sur les prévisions de dégâts annuels causés aux actifs physiques des entreprises pour chaque risque. Les mesures de protection, les assurances et garanties ne sont pas prises en compte. Les données d'AnaCredit et SHSS se rapportent à décembre 2020.

Les indicateurs de la BCE relatifs au changement climatique constituent un premier pas vers l'élaboration d'outils de haute qualité pour mesurer et suivre les risques liés au climat pesant sur l'économie de la zone euro.

Ces statistiques portent sur la finance durable, les émissions de carbone et les risques physiques, et permettent aux responsables politiques de prendre des décisions éclairées et d'élaborer des stratégies politiques efficaces. En promouvant la compréhension et la prise en compte de ces risques, la BCE contribue à la mise en place d'un système financier plus durable et plus résilient face aux défis posés par le changement climatique. Les indicateurs sont encore en cours d'élaboration et le SEBC s'emploie activement à obtenir le retour d'expérience des parties prenantes sur leur construction et leur crédibilité. L'élaboration d'un ensemble complet d'indicateurs à disposition des analystes, des responsables politiques et du public est une entreprise complexe, qui exige d'interagir étroitement avec les parties prenantes appropriées et dépend fortement de la disponibilité de données pertinentes et de bonne qualité. Ces dernières devraient s'améliorer grâce aux nombreuses initiatives au niveau international et de l'UE, notamment la Data Gaps Initiative du G20⁶ et les travaux entrepris par le réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier⁷, entre autres. La disponibilité de ces données, dans le respect des délais et du niveau de qualité prévus, constitue un élément essentiel pour continuer d'améliorer les indicateurs liés au changement climatique.

⁶ Cf. le site internet du [Fonds monétaire international](#).

⁷ Cf. le site internet du [Réseau pour le verdissement du système financier \(NGFS\)](#).

5 Les mesures de l'inflation sous-jacente : un guide d'analyse pour la zone euro

Marta Bańbura, Elena Bobeica, Katalin Bodnár, Bruno Fagandini, Peter Healy et Joan Paredes

Les évolutions de l'inflation sous-jacente constituent une donnée clef pour l'évaluation de la politique monétaire de la BCE. En prenant des décisions de politique monétaire dans un environnement d'incertitude élevée, le Conseil des gouverneurs de la BCE a souligné la nécessité d'accorder une attention toute particulière aux implications des données disponibles en matière de perspectives d'inflation, *d'évolutions de l'inflation sous-jacente* et de force de la transmission de la politique monétaire ¹. Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient rendre compte des évolutions plus persistantes et généralisées des différents prix, en faisant abstraction des mouvements de prix relatifs volatils ou idiosyncratiques, et ainsi fournir un signal riche en informations concernant le niveau auquel l'inflation totale s'établira à moyen terme. Dans l'idéal, ces mesures devraient avoir de solides fondements théoriques, une interprétabilité économique et être faciles à communiquer au public.

Professionnels et théoriciens utilisent des définitions différentes de l'inflation sous-jacente, il convient donc d'apporter des clarifications. Parfois, le terme « inflation sous-jacente » est employé de manière interchangeable avec les notions d'« inflation core » et d'« inflation tendancielle ». Dans l'analyse économique de la BCE, on distingue les concepts d'inflation sous-jacente et d'inflation tendancielle en fonction de l'horizon auquel les chocs se dissipent. D'un point de vue conceptuel, l'inflation sous-jacente reflète les évolutions de l'inflation à moyen terme liées au cycle conjoncturel, tandis que l'inflation tendancielle capture des composantes plus persistantes et à plus long terme liées à des facteurs structurels. À la BCE, l'inflation core se rapporte à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires. Dans la mesure où celui-ci exclut les composantes volatiles que sont l'énergie et les produits alimentaires, qui subissent fréquemment des chocs transitoires, il est également considéré comme une mesure spécifique de l'inflation sous-jacente.

L'inflation sous-jacente étant non observable, la BCE se couvre contre cette incertitude intrinsèque en surveillant toute une panoplie de mesures ².

L'inflation sous-jacente est un concept théorique et doit être estimée. Les mesures

¹ Cf. Lane (P. R.), « *Underlying inflation* », conférence, Trinity College Dublin, 6 mars 2023, et Lagarde (C.), « *Déclaration de politique monétaire* », 4 mai 2023. Pour une introduction à l'analyse de l'inflation sous-jacente à la BCE, cf. l'article intitulé « *Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018. L'importance de l'inflation sous-jacente pour la prise de décisions de politique monétaire a été soulignée dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire réalisée en 2021 par la BCE.

² Cet encadré se concentre sur les mesures de l'inflation sous-jacente qui sont fondées sur les données relatives à l'IPCH (désagrégées). Toutefois, un large éventail de variables supplémentaires contenant des informations sur les tensions à moyen terme sur les prix est également évalué régulièrement. Ces variables incluent des indicateurs relatifs aux salaires, aux bénéfices et aux anticipations d'inflation, ainsi que des indicateurs à haute fréquence tels que des indicateurs de suivi des salaires et des enquêtes relatives aux salaires.

estimées visent toutes à éliminer la composante plus transitoire de l'inflation et peuvent être classées selon trois grandes approches d'estimation. Les mesures reposant sur des exclusions permanentes excluent certaines rubriques fixes qui tendent à être plus volatiles, telles que l'énergie et les produits alimentaires. Les mesures reposant sur des exclusions temporaires éliminent les rubriques qui affichent certains mois des dynamiques plus volatiles, sur une base variable dans le temps. Les mesures reposant sur des modèles s'appuient sur les relations économiques pour capturer la composante persistante de l'inflation d'une manière plus rigoureuse au plan théorique. Chacune de ces approches est incluse dans l'évaluation complète de l'inflation réalisée par la BCE. Le tableau A établit la liste des mesures clefs surveillées à la BCE et évaluées dans cet encadré ³. Cette panoplie d'indicateurs est régulièrement révisée et actualisée.

Tableau A

Définitions des indicateurs clefs de l'inflation sous-jacente à la BCE

Méthode d'estimation	Mesure	Définition
Mesures reposant sur des exclusions permanentes	IPCH hors énergie	Ensemble des rubriques de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie
	IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	Ensemble des rubriques de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et de l'énergie (les produits alimentaires transformés sont inclus)
	IPCHX (core)	IPCH hors énergie et produits alimentaires
	IPCHXX	IPCH hors énergie, produits alimentaires, rubriques liées au voyage aérien, habillement et chaussure
Mesures reposant sur des exclusions temporaires	Inflation intérieure	Rubriques de l'IPCHX pour lesquelles l'intensité en importations ne dépasse pas 18 % ¹
	Moyennes tronquées	IPCH à l'exclusion des rubriques enregistrant les variations en glissement annuel les plus élevées ou les plus faibles pour chaque mois, qui représentent 10 % ou 30 % de la pondération de l'IPCH au niveau des queues de la distribution pondérée
	Médiane pondérée	Conserve la rubrique située au point médian de la distribution pondérée chaque mois
Mesures reposant sur des modèles	Composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), PCCI hors énergie	Composante persistante et commune des différentes rubriques de l'IPCH provenant de 12 pays de la zone euro (environ 1 000 séries) extraite sur la base d'un modèle à facteurs dynamiques. Pour la PCCI hors énergie, seules les composantes communes des rubriques hors énergie sont agrégées ² .
	Supercore	Agrège les rubriques de l'IPCHX qui sont sensibles à la sous-utilisation des capacités de production, telles que mesurées par leur performance prédictive dans une courbe de Phillips de forme réduite en utilisant l'écart de production ³

Source : BCE.

1) Cf. l'encadré intitulé « Un nouvel indicateur de l'inflation intérieure pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022

2) La PCCI capture les composantes persistantes et communes des rubriques à quatre chiffres de l'IPCH provenant de la classification européenne des fonctions de consommation des ménages (ECOICOP) pour 12 pays de la zone euro (environ 1 000 séries) ; pour la PCCI hors énergie, seules les composantes communes des rubriques hors énergie sont agrégées. Elle utilise un modèle à facteurs dynamiques pour éliminer les évolutions idiosyncratiques et transitoires des différentes rubriques de l'IPCH et agrège les composantes communes qui en résultent à l'aide des pondérations de l'IPCH. Cf. Bańbura (M.) et Bobeica (E.), « PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area », *Statistics Paper Series*, n° 38, BCE, octobre 2020.

3) Cf. l'encadré 2 dans « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *op. cit.*

Empiriquement, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente fournissent un signal utile pour les évolutions de l'inflation totale à moyen terme dans la zone euro. Leurs propriétés souhaitables sont généralement évaluées au regard d'un ensemble de critères statistiques qui vérifient si une mesure est moins volatile que l'inflation totale, si elle est un estimateur non biaisé de celle-ci et si elle possède

³ Pour plus de détails, cf. « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *op. cit.* et Lane (P. R.), « *Inflation Diagnostics* », *The ECB Blog*, 25 novembre 2022.

un pouvoir prédictif hors échantillon pour l'inflation à moyen terme ⁴. Les mesures de l'inflation sous-jacente se révèlent toutes moins volatiles que l'inflation totale, car elles éliminent une partie du bruit qui affecte ce taux (barres jaunes dans le graphique A). Pour la plupart de ces mesures, la moyenne à long terme est inférieure à celle de l'inflation totale, ce qui signifie qu'il s'agit d'indicateurs légèrement biaisés (barres bleues dans le graphique A). Cela tient au fait que, sur la période d'échantillonnage disponible pour la zone euro, les composantes volatiles telles que l'énergie et les produits alimentaires ont principalement subi des chocs à la hausse et ont augmenté plus rapidement que les autres composantes. La valeur courante des mesures de l'inflation sous-jacente fournit, en moyenne, une meilleure prévision à moyen terme du taux d'inflation totale futur que la valeur courante du taux d'inflation totale lui-même ⁵. C'est ce qu'indique la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (REQM) des mesures pour l'inflation future à 24 mois par rapport à celles de l'inflation totale elle-même (barres rouges dans le graphique A). Il en va de même lorsque l'on prévoit une version plus lisse de l'inflation totale, approximée ici par une moyenne mobile centrée sur deux ans (barres vertes dans le graphique A) ⁶. Quelques mesures tendent à enregistrer de bonnes performances pour les différents critères, à savoir les mesures de la PCCI, l'inflation intérieure et l'IPCHXX. Elles affichent la volatilité la plus faible et la REQM la plus basse ⁷.

⁴ L'inflation totale a tendance à être en avance sur la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente (y compris l'inflation *core*), car elle capture les chocs d'énergie de manière plus directe, alors que les mesures de l'inflation sous-jacente le font avec un décalage dû aux effets indirects. Toutefois, ces mesures peuvent tout de même fournir des indications sur le niveau auquel l'inflation s'établira à moyen terme.

⁵ Cela correspond à une « prévision en marche aléatoire » (« *random walk forecast* »), c'est-à-dire que la prévision est identique à la valeur courante.

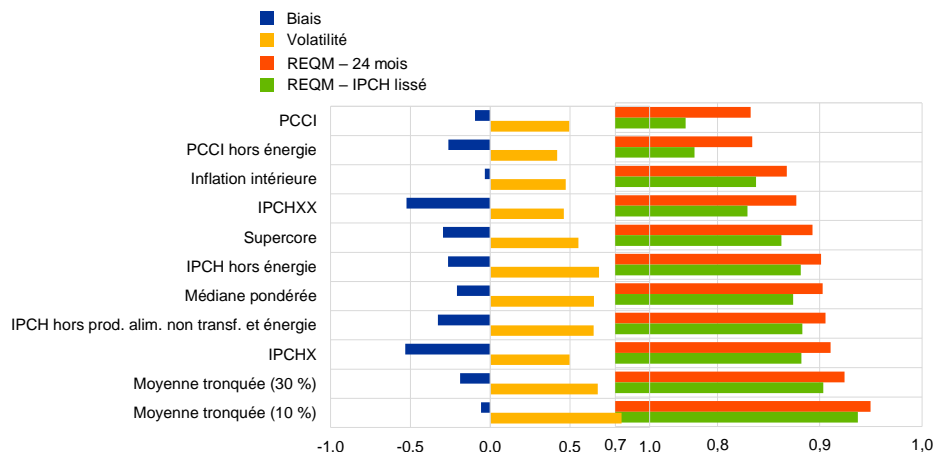
⁶ La dernière évaluation des indicateurs de l'inflation sous-jacente a été réalisée dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire en 2021. Cf., « [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#) », *Occasional Paper Series*, n° 265, BCE, septembre 2021.

⁷ Il convient de noter que les révisions des données ne sont pas prises en compte dans l'analyse. C'est particulièrement pertinent dans le cas de la PCCI. En tant que mesure fondée sur un modèle, elle est révisée à mesure que de nouvelles données sont disponibles et les paramètres du modèle sont réestimés, mais l'estimation de son sens est généralement robuste. Dans un contexte en temps réel, la performance de la PCCI se détériore, mais elle reste compétitive par rapport à d'autres mesures de l'inflation sous-jacente.

Graphique A

Propriétés des mesures de l'inflation sous-jacente

(biais : points de pourcentage ; volatilité : écart type ; REQM : pas d'unités)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

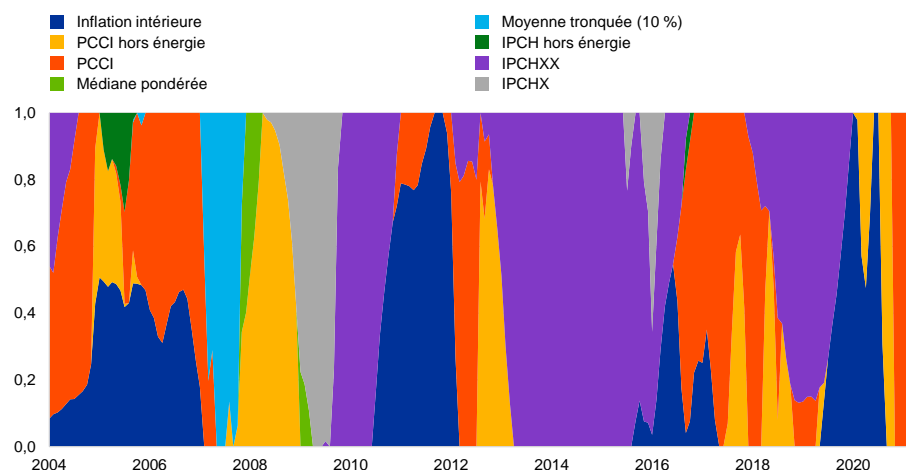
Notes : Le biais est la différence simultanée moyenne vis-à-vis de l'inflation totale. La volatilité est l'écart type de chaque mesure divisé par l'écart type de l'inflation totale. La REQM - 24 mois et la REQM - IPCH lissé sont les REQM de chaque mesure par rapport à l'inflation totale à 24 mois et à la moyenne mobile centrée sur deux ans de l'inflation couvrant deux années de données futures, respectivement, divisées par la REQM de l'inflation totale. Un chiffre inférieur à un indique que la mesure affiche une meilleure performance que l'inflation totale. L'échantillon couvre la période comprise entre avril 2001 et juin 2023. Pour les définitions des indicateurs, cf. tableau A.

La performance prédictive relative des différentes mesures varie dans le temps, mais les mesures de la PCCI, l'inflation intérieure et l'IPCHXX tendent à afficher une meilleure performance. Cela se confirme lorsque l'on utilise un algorithme de combinaison des prévisions conçu pour minimiser la REQM à deux ans. Au fil du temps, l'algorithme tend à choisir une ou plusieurs de ces mesures (graphique B). En parallèle, certains indicateurs reposant sur des exclusions permanentes et certains indicateurs tronqués sont systématiquement absents de la combinaison de prévisions optimale, ce qui suggère qu'ils ne fournissent pas de signaux utiles en plus de ceux fournis par les autres mesures. Il convient de noter que si l'IPCHXX se classe bien en matière de REQM, il affiche cependant un biais négatif plutôt important, comme le montre le graphique A.

Graphique B

Mesures de l'inflation sous-jacente sélectionnées dans une combinaison de prévisions optimale

(pondération attribuée pour minimiser la REQM à 24 mois sur une fenêtre glissante sur trois ans)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Pondérations optimales pour combiner les 11 mesures de l'inflation sous-jacente décrites dans le tableau A afin de prévoir l'inflation totale à 24 mois. Les dernières observations se rapportent à juin 2021 (ce qui correspond à la prévision pour l'IPCH de juin 2023).

En raison des perturbations économiques majeures récemment observées, un élément transitoire important et qui reflue peut-être plus lentement est désormais intégré dans les mesures de l'inflation sous-jacente, les rendant moins riches en informations pour le moyen terme. La forte hausse de l'inflation enregistrée depuis mi-2021 est le produit de chocs exceptionnels sur les prix relatifs liés à la reprise post-pandémie, à des goulets d'étranglement du côté de l'offre et à la hausse des prix de l'énergie résultant en partie de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine. Ces chocs se sont révélés plus importants et leurs effets potentiellement plus persistants que dans le passé. Dans ce contexte, les mesures standard de l'inflation sous-jacente pourraient contenir une importante composante « réversible » qui devrait se dissiper à moyen terme⁸. Une façon de corriger l'impact de ces chocs exceptionnels est d'utiliser un modèle pour évaluer leur impact sur l'inflation au cours des dernières années. Le graphique C présente une fourchette d'inflation sous-jacente contrefactuelle fondée sur un modèle dans lequel les chocs d'énergie (choc sur l'offre de pétrole, sur la demande spécifique au pétrole et sur les prix du gaz) et les chocs liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales sont autant que possible éliminés⁹. Cette élimination indicative des chocs

⁸ Cf. Lane (P. R.), « *Underlying inflation* », *op. cit.*

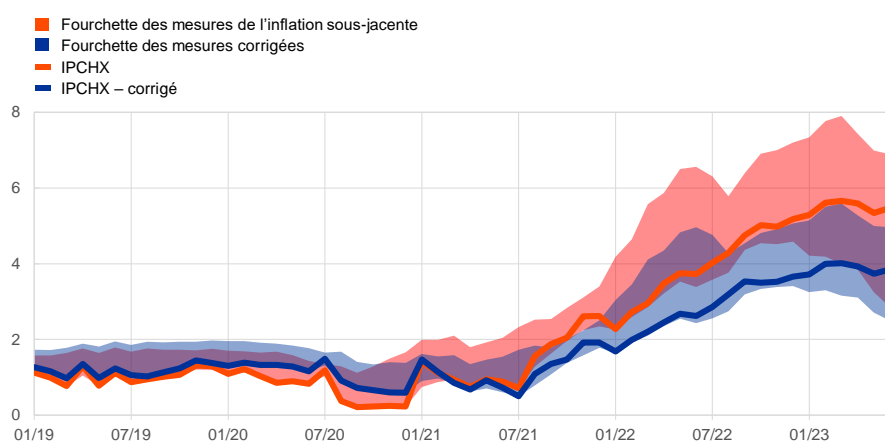
⁹ Un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) de grande taille identifié avec des restrictions à zéro et des restrictions de signe est utilisé pour décomposer les mesures de l'inflation sous-jacente en contributions provenant de divers chocs selon la méthodologie de Korobilis et estimé de janvier 1995 à juin 2023. Cf. Korobilis (D.), « *A new algorithm for structural restrictions in Bayesian vector autoregressions* », *European Economic Review*, vol. 148, septembre 2022 ; et Bańbura (M.), Bobeica (E.) et Martínez Hernández (C.) « *What drives core inflation? The role of supply shocks* » (à paraître). Dans le scénario contrefactuel, la contribution des chocs liés à l'offre de pétrole, à la demande spécifique au pétrole, aux prix du gaz et aux goulets d'étranglement du côté de l'offre est fixée à zéro. Il convient toutefois de noter que, dans le contexte actuel, l'impact de ces chocs peut également inclure des éléments persistants toujours présents à moyen terme. La fourchette contrefactuelle est fondée uniquement sur les mesures de l'inflation sous-jacente pour lesquelles un indice corrigé des variations saisonnières était disponible ; les moyennes tronquées ne sont pas prises en compte.

liés à l'énergie et aux goulets d'étranglement du côté de l'offre abaisse et resserre la fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente, reflétant la contribution importante de ces chocs dans les mesures actuelles. Éliminer d'autres chocs transitoires – tels que les effets de réouverture et les chocs à l'origine d'une part significative de la hausse récente des prix des produits alimentaires – ou permettre des effets non linéaires potentiels déplacerait encore davantage la fourchette vers le bas. De même, si une partie des chocs liés à l'énergie et aux goulets d'étranglement générerait également des tensions inflationnistes à moyen terme, la fourchette se déplacerait vers le haut.

Graphique C

Fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente et des mesures corrigées de l'impact des chocs liés aux goulets d'étranglement du côté de l'offre et à l'énergie

(croissance annuelle en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les corrections sont fondées sur Baribura (M.), Bobeica (E.) et Martínez Hernández (C.), « *What drives core inflation? The role of supply shocks* » (à paraître) et s'appuient sur un modèle BVAR de grande taille prenant en compte de nombreux déterminants de l'inflation (17 variables), identifié avec des restrictions à zéro et des restrictions de signe et estimé de janvier 1995 à juin 2023. Les dernières observations se rapportent à juin 2023.

Les forces inflationnistes intérieures se renforcent, tandis que les tensions extérieures s'atténuent dans une large mesure.

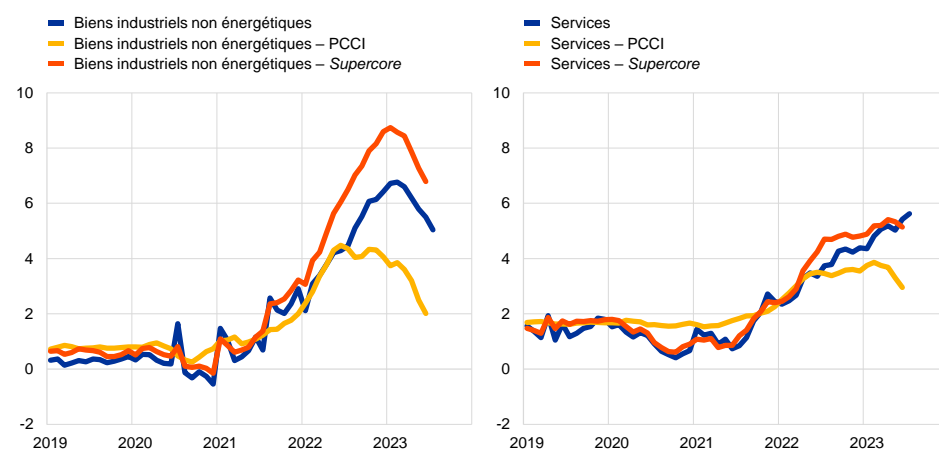
Établir une distinction entre l'inflation dans le secteur des services et l'inflation dans le secteur des biens peut aider à évaluer la composante persistante de l'inflation, en particulier après la pandémie. Les biens ont été davantage affectés par les goulets d'étranglement du côté de l'offre et ont fait l'objet d'une demande relativement plus élevée pendant la pandémie. En conséquence, le renchérissement des biens industriels non énergétiques, qui représentait environ 20 % de l'IPCHX avant la pandémie, y a contribué pour moitié environ début 2023. Avec la dissipation des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la forte hausse de la demande de biens liée à la pandémie, l'augmentation des prix des biens est moins susceptible d'être persistante, tandis que la dynamique du renchérissement des services peut

déterminer la persistance globale de l'inflation totale ¹⁰. La PCCI et l'indicateur *Supercore* calculés séparément pour les biens industriels non énergétiques et les services confirment également que la récente atténuation de l'inflation *core* s'explique principalement par la composante biens industriels non énergétiques plutôt que par les services. Toutefois, la PCCI, qui, par construction, capture mieux la dynamique d'une série, semble avoir commencé à baisser également pour les services (graphique D).

Graphique D

Inflation dans les secteurs des biens et services

(croissance annuelle en pourcentage ; PCCI : moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance en glissement mensuel annualisés)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2023 pour la PCCI et l'indicateur *Supercore* et à juillet 2023 pour l'inflation dans les secteurs des biens industriels non énergétiques et des services.

Bien que la plupart des mesures montrent des signes d'atténuation, l'inflation sous-jacente reste globalement élevée.

Les indicateurs se sont inscrits entre 2,9 % (PCCI) et 6,9 % (IPCH hors énergie) en juin. Les mesures les mieux classées par rapport à l'ensemble des critères pour signaler les évolutions de l'inflation totale à moyen terme (mesures de la PCCI, de l'IPCHXX et de l'inflation intérieure) sont situées dans la moitié inférieure de la fourchette (zone plus foncée dans le graphique E). Les mesures de l'inflation sous-jacente médiane et moyenne suggèrent que l'inflation sous-jacente a probablement atteint un pic au premier semestre 2023, en particulier quand on fait abstraction de l'effet de base haussier causé par l'introduction du ticket à 9 euros dans les transports publics en Allemagne en juin 2022 ¹¹. Les estimations des indicateurs corrigés, qui se sont établies entre 2,5 % et 5,0 % en juin, ont également affiché des signes d'atténuation. Toutefois, la fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente demeure nettement

¹⁰ D'autres grandes banques centrales se sont également concentrées sur l'inflation dans les services récemment. Aux États-Unis, la catégorie des services est elle-même décomposée en services de logement et services de base (*core services*) autres que le logement. Ces derniers « sont peut-être la catégorie la plus importante pour comprendre l'évolution future de l'inflation *core* ». Cf. Powell (J. H.), « *Inflation and the Labor Market* », discours prononcé au *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy*, Brookings Institution, Washington, D.C., 30 novembre 2022.

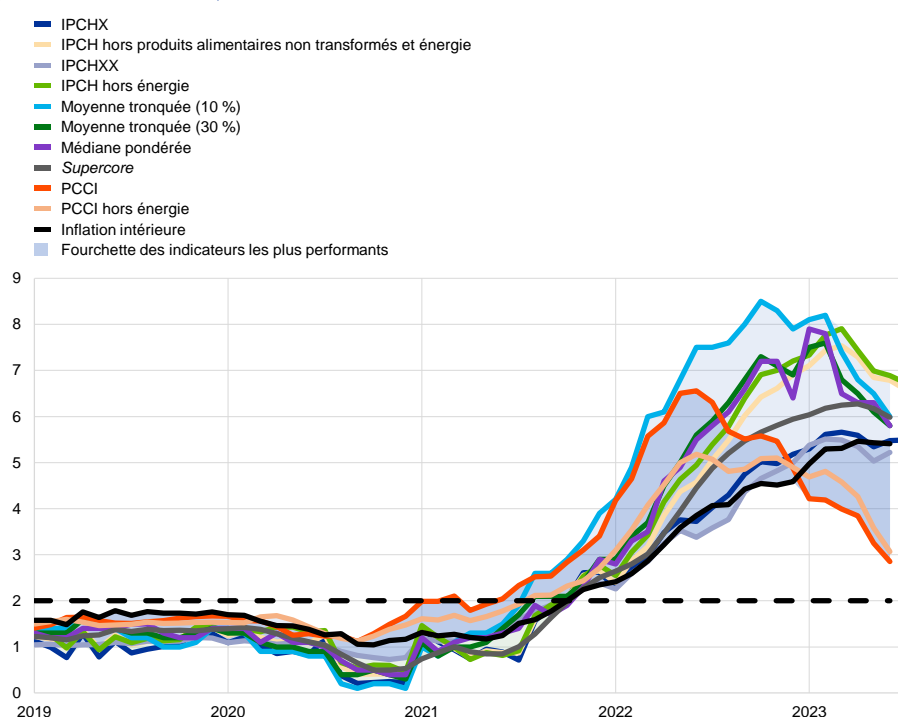
¹¹ Cela a exercé un effet baissier sur les prix des services de voyage entre juin 2022 et septembre 2022 et accru le taux de croissance en glissement annuel de ces rubriques en juin 2023. Plusieurs mesures, en particulier celles situées dans la partie haute de la fourchette et les mesures reposant sur des exclusions permanentes, sont biaisées par cet effet de base.

plus large qu'avant 2022, ce qui suggère la persistance d'un degré élevé d'incertitude concernant le niveau de l'inflation sous-jacente. Dans le même temps, l'atténuation de l'inflation sous-jacente s'accompagne de la poursuite du déplacement des forces inflationnistes de sources extérieures vers des sources intérieures. Ce déplacement se reflète notamment dans la dynamique divergente de la PCCI, qui fléchit rapidement – en partie en raison de sa sensibilité à la baisse rapide des prix de l'énergie –, et dans l'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui n'a pas encore montré de signes de ralentissement ¹².

Graphique E

Indicateurs de l'inflation sous-jacente et indicateurs les plus performants

(croissance annuelle en pourcentage ; PCCI et PCCI hors énergie : moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance en glissement mensuel annualisés)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : La zone la plus foncée couvre les mesures de la PCCI, de l'IPCHXX et de l'inflation intérieure. Les dernières observations se rapportent à juillet 2023 pour l'IPCHX, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie et l'IPCH hors énergie, et à juin 2023 pour le reste.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont mises à jour à chaque publication de l'IPCH et leurs évolutions doivent être soigneusement évaluées par rapport aux perspectives d'inflation sur une base régulière. Avec l'inflation sous-jacente et les indicateurs relatifs à la transmission de la politique monétaire, les données disponibles – également sous la forme d'erreurs de projection et de facteurs spécifiques, tels que des effets de base – peuvent fournir des informations utiles concernant les risques pesant sur l'inflation à moyen terme. À cet égard, le point de

¹² Contrairement à la plupart des autres mesures de l'inflation sous-jacente, la PCCI n'exclut pas a priori l'énergie, mais seulement sa composante transitoire estimée. Les mesures de la PCCI sont estimées sur la base du taux mensuel de variation des prix, plus rapidement disponible, tandis que les autres mesures sont exprimées sous la forme de taux de croissance annuels et tendent à afficher un léger décalage. En raison de cette rapidité de disponibilité, la PCCI apparaît mieux placée pour capturer la dynamique des tensions inflationnistes.

données supplémentaire fourni par l'estimation rapide pour l'inflation mesurée par l'IPCH en juillet confirme l'évaluation des évolutions de l'inflation sous-jacente (graphique E). En particulier, l'IPCHX, qui s'établit à 5,5 %, est resté largement inchangé plutôt que de baisser. Ce résultat était attendu compte tenu des effets de base sources de distorsions mentionnés plus haut.

Suivre en permanence l'inflation sous-jacente peut aider à évaluer si les dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE se vérifient, en particulier dans un environnement d'incertitude élevée. Dans la situation actuelle, la trajectoire essentiellement stable ou décroissante des indicateurs de l'inflation sous-jacente depuis leurs niveaux élevés est globalement en ligne avec les perspectives d'inflation ressortant des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. La trajectoire désinflationniste contenue dans ces projections est cohérente avec la dissipation de la composante réversible – liée à la forte hausse des prix de l'énergie observée l'année dernière et aux goulets d'étranglement du côté de l'offre résultant de la pandémie – qui a contribué aux fortes hausses des mesures de l'inflation sous-jacente. Les différences de fourchette entre les mesures de l'inflation sous-jacente sont également en ligne avec l'évaluation des projections de juin selon laquelle les déterminants extérieurs de l'inflation devraient se dissiper, la dynamique des composantes intérieures de l'inflation déterminant la persistance globale du processus d'inflation. Cette évaluation souligne l'intérêt de compléter le suivi des mesures de l'inflation sous-jacente avec le suivi attentif des facteurs susceptibles de déterminer les tensions sur les prix intérieurs à moyen terme, notamment les données disponibles concernant les salaires, les bénéfices et les anticipations d'inflation.

6 Changements dans la base d'investisseurs en obligations d'entreprises non financières de la zone euro et implications pour la valorisation des marchés

Taneli Mäkinen et Lia Vaz Cruz

Le marché des obligations émises par les sociétés non financières de la zone euro a affiché une forte croissance au cours de la dernière décennie, les émissions répondant à une forte demande des secteurs privé et public.

Cette évolution s'est particulièrement accentuée après l'introduction du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) de la BCE en 2016 ¹. En raison d'émissions nettes positives soutenues, l'encours des obligations éligibles au CSPP a doublé entre 2016 et 2022 pour atteindre un total de 1 500 milliards d'euros. Net des avoirs détenus par l'Eurosystème, il a augmenté d'environ 50 % pour s'établir à 1 100 milliards d'euros en 2022 ². Malgré la croissance importante de ce compartiment, il n'y a pas eu de tendance à la hausse des écarts de *swap* (*swap spreads*) sur les obligations éligibles au cours de la période, ce qui suggère que les nouvelles émissions ont répondu à une forte demande (graphique A) ³. Si la demande en titres éligibles au CSPP a augmenté pour tous les groupes d'investisseurs du secteur privé, leurs avoirs se sont accrus à des rythmes nettement différents, ce qui implique une modification des avoirs relatifs entre 2016 et 2022. Cette hétérogénéité apporte un éclairage sur la façon dont les investisseurs du secteur privé absorbent les augmentations de l'offre ⁴.

¹ Pour une description de la croissance de l'éventail d'obligations éligibles au CSPP, cf. par exemple l'article intitulé « [L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

² L'analyse se limite à l'ensemble des titres éligibles au CSPP, ce qui permet de distinguer la demande du secteur privé de celle du secteur public. L'éventail du CSPP comprend les obligations émises par les institutions financières non bancaires, mais se compose pour l'essentiel d'obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les sociétés non financières et constitue donc une bonne approximation du marché obligataire des sociétés non financières de la zone euro.

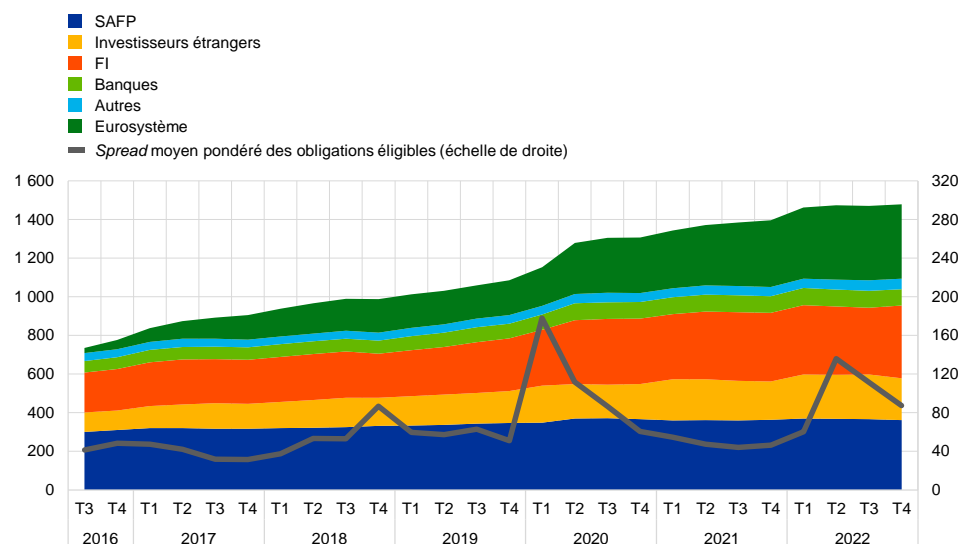
³ Si la part moyenne des obligations dans le financement par la dette a augmenté au fil du temps, les prêts demeurent la principale source de financement pour les entreprises de la zone euro. Un facteur ayant contribué à la diminution de l'importance relative des prêts dans la structure du capital est la réduction du coût du financement par émission de titres de créance par rapport au coût des prêts bancaires, réduction pouvant être attribuée en partie à l'introduction du CSPP. Pour plus de détails sur ces évolutions, cf., par exemple, Groupe de travail sur l'intermédiation financière non bancaire, « [Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities](#) », *Occasional Paper Series*, n° 270, BCE, septembre 2021.

⁴ Pour des analyses complémentaires sur les avoirs en obligations d'entreprises détenus par l'Eurosystème et leurs implications pour le marché, cf. Zaghini (A.), « *The CSPP at work: Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel* », *Journal of Corporate Finance*, vol. 56, juin 2019, p. 282-297 ; Todorov (K.) « *Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance* », *Journal of Financial Economics*, vol. 135, février 2020, p. 340-358 ; Arce (Ó), Mayordomo (S.) et Gimeno (R.), « *Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE* », *Review of Finance*, vol. 25, février 2021, p. 43-84 ; et Zaghini (A.) et De Santis (R.A.), « *Unconventional monetary policy and corporate bond issuance* », *European Economic Review*, vol. 135, juin 2021.

Graphique A

Avoirs en titres éligibles au CSPP dans les différents secteurs

(échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en points de base)



Sources : BCE, Intercontinental Exchange et calculs de la BCE.

Notes : « Eurosysteme » se rapporte aux avoirs en titres éligibles au CSPP dans le cadre du CSPP et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme, PEPP*). Le *spread* est fondé sur l'écart de *swap spread* corrigé des options des obligations éligibles au CSPP, pondéré par la valeur nominale des obligations.

La répartition des obligations éligibles au CSPP dans le secteur privé a significativement évolué à partir de 2016, avec une baisse de la part relative des sociétés d'assurance et des fonds de pension (SAFF).

En 2016, les SAFF de la zone euro étaient les principaux détenteurs d'obligations éligibles au CSPP, avec une part de marché de 41 % (graphique B). Par la suite, la part de marché des SAFF a diminué de façon constante, revenant à 24 % fin 2022⁵. Cette diminution s'explique non seulement par l'augmentation des avoirs détenus par l'Eurosysteme au titre du CSPP, mais aussi par le fait que les fonds d'investissement (FI) et les investisseurs étrangers ont accru leurs avoirs plus rapidement que les SAFF⁶. En conséquence, la base d'investisseurs du secteur privé est devenue moins concentrée, les avoirs détenus par les fonds d'investissement devenant récemment plus importants que ceux détenus par les SAFF.

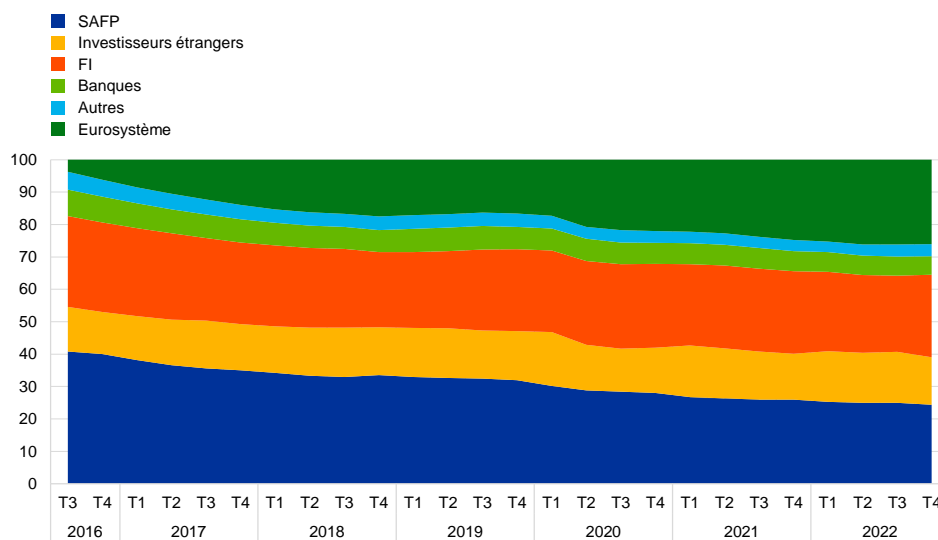
⁵ En excluant les avoirs détenus par l'Eurosysteme, la part de marché des SAFF a diminué, revenant de 43 % en 2016 à 33 % en 2022.

⁶ Les avoirs des SAFF ont moins augmenté en partie parce que leurs actifs sous gestion n'ont pas affiché une croissance aussi importante que ceux d'autres grands groupes d'investisseurs sur la période.

Graphique B

Répartition des avoirs en titres éligibles au CSPP entre les secteurs

(en pourcentages)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre les avoirs de chaque secteur institutionnel en pourcentage du total.

Les modifications de la répartition des avoirs en obligations impliquent, en cas de tensions faibles sur les marchés, une réaction plus forte de la demande du secteur privé pour les obligations des sociétés non financières de la zone euro à des hausses des *spreads*.

On constate que la demande totale du secteur privé, obtenue en agrégeant les demandes des groupes d'investisseurs qui la constituent pondérées par leurs avoirs, réagit positivement à une augmentation concomitante des *spreads* d'obligations. Toutefois, cette réponse agrégée masque une hétérogénéité entre les groupes d'investisseurs : si les SAFF affichent, selon les estimations ⁷, une élasticité négative de la demande d'obligations d'entreprises par rapport aux *spreads* (c'est-à-dire qu'ils réduisent leurs avoirs en titres éligibles au CSPP lorsque les *spreads* augmentent), les FI, les investisseurs étrangers et les banques tendent à accroître leurs avoirs en titres éligibles au CSPP lorsque les *spreads* augmentent (graphique C, partie a) ⁸. Par conséquent, la réduction de la part de marché des SAFF contribue à rendre plus positive l'élasticité agrégée de la demande par rapport aux *spreads*. Ces relations empiriques peuvent toutefois

⁷ La demande d'obligations d'entreprises de chaque groupe d'investisseurs est estimée à l'aide du cadre présenté dans Koijen (R.S.J.) et Yogo (M.), « *A Demand System Approach to Asset Pricing* », *Journal of Political Economy*, vol. 127, n° 4, 2019, p. 1475-1515. Afin de limiter l'influence possible du CSPP sur l'élasticité de la demande de chaque groupe d'investisseurs, la période d'échantillonnage exclut les trimestres où les achats effectués par l'Eurosysteme ont été particulièrement élevés. Pour des éléments connexes relatifs aux élasticités de la demande dans le secteur privé, cf. l'encadré intitulé « *The Eurosystem's asset purchase programme, risk-taking and portfolio rebalancing* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2019.

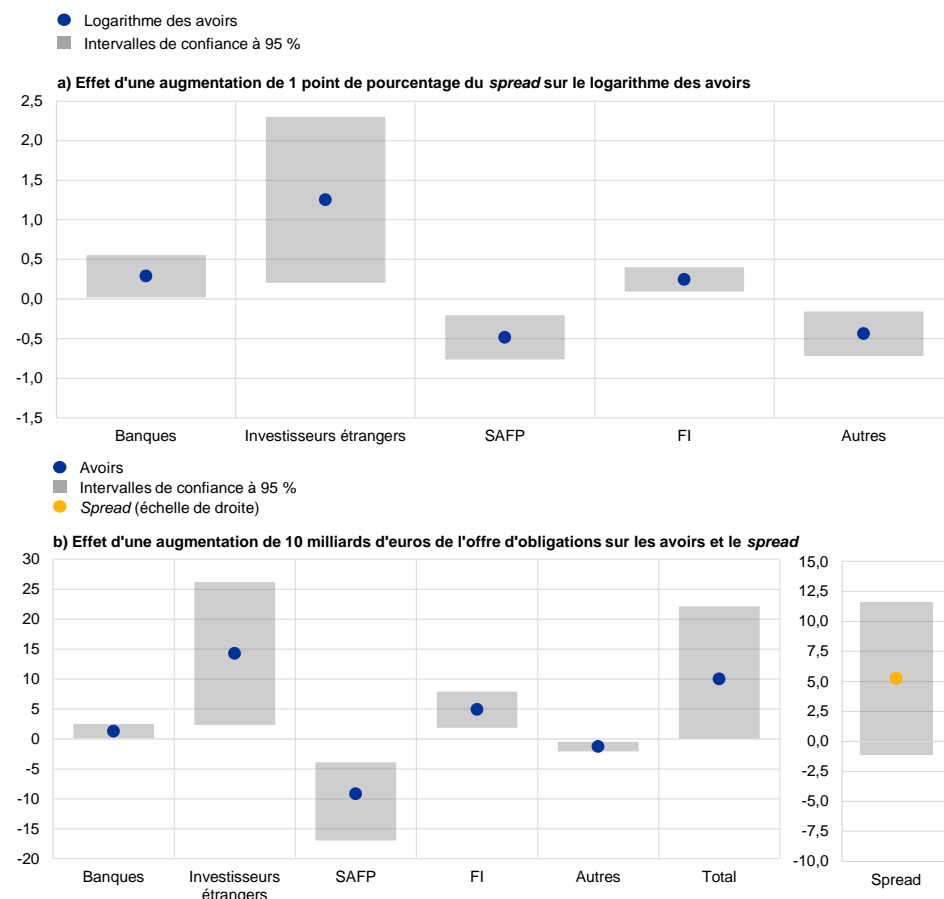
⁸ Les investisseurs du secteur privé de la zone euro autres que les banques, les FI et les SAFF modèrent également la réponse positive, mais seulement légèrement, leurs avoirs en obligations éligibles au CSPP étant relativement faibles. L'élasticité négative de la demande par rapport aux *spreads* de ce groupe d'investisseurs est entièrement imputable au comportement des ménages. Pour des éléments connexes sur la demande d'actifs du secteur des ménages, cf. Gabaix (X.), Koijen (R.S.J.), Mainardi (F.), Oh (S.S.) et Yogo (M.), « *Asset Demand of U.S. Households* », *mimeo*, 2022.

refléter la période d'échantillonnage spécifique caractérisée par des taux d'intérêt faibles et peuvent évoluer à l'avenir ⁹.

Graphique C

Demande du secteur privé pour les titres éligibles au CSPP

(partie a : en milliards d'euros logarithmiques ; partie b : échelle de gauche : en milliards d'euros ; échelle de droite : en points de base)



Sources : BCE, Intercontinental Exchange et calculs de la BCE.

Notes : La partie a) montre les effets estimés d'une augmentation d'un point de pourcentage du spread des obligations éligibles au CSPP sur le logarithme des avoirs de chaque secteur. La partie b) montre l'effet d'une augmentation inattendue de 10 milliards d'euros de l'offre d'obligations éligibles au CSPP sur les avoirs de chaque secteur et sur le total des avoirs du secteur privé (tous deux en milliards d'euros) et sur le spread d'équilibre (en points de base). Les effets sont estimés sur les périodes allant du T2 2017 au T3 2019 et du T1 2022 au T4 2022 à l'aide de variables instrumentales et, pour le secteur des fonds d'investissement, ils sont obtenus après exclusion des avoirs des FI au Luxembourg et en Irlande.

La plus forte réactivité de la demande du secteur privé aux spreads suggère un impact atténué des augmentations de l'offre d'obligations sur les spreads (graphique C, partie b). Les observations de ces dernières années indiquent que les SAFP peuvent amplifier les pressions à la hausse sur les spreads résultant de l'augmentation de l'offre d'obligations, car ils ont tendance à vendre leurs obligations

⁹ Par exemple, en utilisant des rendements décalés (plutôt que les spreads du moment) et un échantillon antérieur allant de 2004 à 2014, Timmer (Y.), « *Cyclical investment behavior across financial institutions* », *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n° 2, août 2018, p. 268-286, conclut que les SAFP agissent de façon contracyclique, c'est-à-dire qu'ils augmentent leurs avoirs lorsque les rendements de la période de détention ont été bas. Dans le même temps, il reconnaît que les éléments empiriques de la littérature sont contradictoires, indiquant un comportement aussi bien procyclique que contracyclique des SAFP, et affirme en particulier qu'un environnement de taux d'intérêt bas peut affaiblir le comportement contracyclique.

lorsque les *spreads* augmentent. Les autres investisseurs du secteur privé doivent absorber l'offre accrue ainsi que les obligations vendues par les SAFF, ce qui implique une nouvelle augmentation des *spreads* pour les y inciter (par rapport à une situation hypothétique dans laquelle les avoirs des SAFF resteraient inchangés) ¹⁰. Lorsque les SAFF détiennent une part plus faible du marché des obligations d'entreprises, cette amplification peut être proportionnellement plus faible. Pour cette raison, en période de faibles tensions sur le marché, la diminution de la part de marché des SAFF a modéré les effets des variations de l'offre d'obligations sur les *spreads* par rapport à la période où les SAFF étaient les principaux détenteurs d'obligations éligibles au CSPP. Cet effet modérateur pourrait toutefois s'affaiblir avec le temps si les élasticité de la demande ou la base d'investisseurs du secteur privé changent, par exemple en réaction à la réduction par l'Eurosystème de ses avoirs en obligations de sociétés non financières de la zone euro ¹¹.

¹⁰ L'amplification est analogue à celle observée sur le marché des obligations d'État, où les SAFF réagissent à des rendements plus élevés en réduisant leurs avoirs, exerçant ainsi une nouvelle pression à la hausse sur les rendements. Ce comportement s'explique par le fait que la durée des passifs des SAFF est plus réactive aux taux d'intérêt à long terme que la durée de leurs actifs. Cela implique que lorsque les rendements des emprunts publics augmentent, l'écart de durée entre les actifs et les passifs des SAFF diminue, ce qui leur permet de vendre des obligations à plus long terme. Cf. Domanski (D.), Shin (H.S.) et Sushko (V.), « *The Hunt for Duration: Not waving but drowning?* », *IMF Economic Review*, vol. 65, Fonds monétaire international, mars 2017, p. 113-153 ; l'encadré intitulé « *Investment strategies of euro area insurers and pension funds: procyclical or countercyclical?* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017 ; Koijen (R.S.J.), Koulischer (F.), Nguyen (B.) et Yogo (M.), « *Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area* », *Journal of Financial Economics*, vol. 140, 2021, p. 1-20 ; et Carboni (G.) et Ellison (M.), « *Preferred habitat and monetary policy through the looking-glass* », *Working Paper Series*, n° 2697, BCE, août 2022.

¹¹ En juin 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à compter de juillet 2023.

Le rôle du patrimoine immobilier dans la transmission de la politique monétaire

Paola Di Casola

La croissance des prix des logements se ralentit dans les économies avancées, en liaison avec le resserrement de la politique monétaire dans le monde et l'essoufflement des augmentations rapides observées durant la pandémie de coronavirus (COVID-19). Ces dernières années, de nombreuses économies avancées ont enregistré une hausse significative des prix réels des logements, hausse qui s'est encore accentuée durant la pandémie. Les tests statistiques font état d'une forte croissance des prix des logements dans de nombreux pays durant la pandémie, certains enregistrant des hausses annuelles supérieures à 10 % (graphique A) ¹. Plusieurs forces ont été à l'œuvre. Premièrement, l'environnement de taux d'intérêt bas de la dernière décennie a engendré une quête de rendement qui a fait augmenter les prix des logements. Deuxièmement, le soutien budgétaire qui a dopé le patrimoine net des ménages, notamment durant la principale période de la pandémie, a permis le maintien d'une croissance élevée des prix des logements. Et troisièmement, l'augmentation de la demande de certains types de logements résultant en partie d'une modification des préférences de mode de vie – en lien avec les nouvelles exigences liées au télétravail et la réduction des besoins de déplacement entre domicile et travail, entre autres – a également contribué à cette évolution ². Ce profil d'évolution des prix des logements s'est inversé en 2022 quand le resserrement de la politique monétaire a débuté à travers le monde, certains pays commençant à enregistrer des hausses plus faibles ou même des baisses des prix réels des logements (graphique A) ³.

¹ L'exubérance de la croissance des prix réels des logements peut être testée à l'aide d'un test de racine unitaire modifié selon l'approche présentée dans Pavlidis (E.) *et al.*, « *Episodes of Exuberance in Housing Markets: In Search of the Smoking Gun* », *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 53, Issue 4, 2016, p. 419-449. Des [estimations actualisées](#) sont fournies par la Federal Reserve Bank of Dallas.

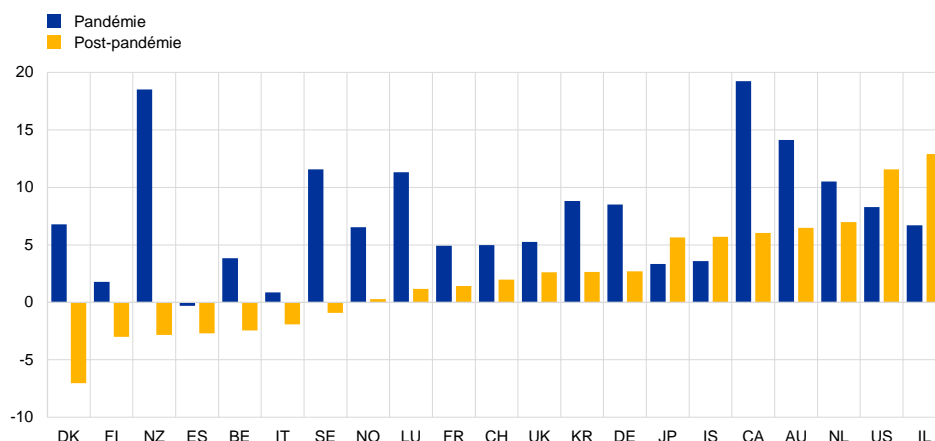
² D'après l'analyse publiée dans l'encadré intitulé « *Drivers of rising house prices and the risk of reversals* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2022, qui utilise des données et des modèles similaires.

³ Pour une vue d'ensemble de l'orientation de la politique monétaire au niveau mondial, cf. le [CFR Global Monetary Policy Tracker](#). Pour une analyse de la dégradation récente de la perception, par les ménages de la zone euro, de l'immobilier résidentiel comme un bon investissement, dégradation principalement liée à des anticipations de hausse des taux d'intérêt hypothécaires, cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*.

Graphique A

Évolutions des prix réels des logements dans les économies avancées

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Federal Reserve Bank of Dallas et calculs de la BCE.

Note : La rubrique « Pandémie » correspond à la période allant du premier trimestre 2020 au premier trimestre 2022 ; la rubrique « Post-pandémie » correspond à la période allant du deuxième trimestre 2022 au troisième trimestre 2022.

L'immobilier résidentiel est un élément important de la transmission de la politique monétaire à l'économie.

Des travaux académiques majeurs ont mis en évidence un lien étroit entre l'immobilier résidentiel et la transmission de la politique monétaire dans des modèles DSGE, par exemple ⁴. Dans ces modèles, la présence d'acquéreurs de logement subissant des contraintes d'emprunt renforce la transmission de la politique monétaire par le biais de canaux supplémentaires au-delà du canal de substitution intertemporelle classique. L'un d'entre eux est le canal du *cash-flow*, dans lequel la hausse des taux d'intérêt, par exemple, accroît le coût des remboursements des emprunts hypothécaires, réduisant ainsi les ressources disponibles pour la consommation ; le second est le canal du collatéral, où la hausse des taux d'intérêt freine les prix des logements qui sous-tendent les garanties des prêts hypothécaires, renforçant ainsi les contraintes ⁵. L'intensité de ces canaux est affectée par les caractéristiques spécifiques du marché hypothécaire d'un pays donné, telles que la part des prêts hypothécaires à taux variable (*adjustable-rate mortgages*, ARM) ou le niveau de la dette des ménages. La recherche académique a mis en évidence une corrélation positive entre la part des prêts hypothécaires à taux variable et la vigueur de la transmission de la politique monétaire ⁶. S'agissant du niveau de la dette des ménages, des éléments vont dans le sens d'une relation

⁴ Cf. Iacoviello (M.), « *House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 3, 2005, p. 739-764 ; Iacoviello (M.) et Neri (S.), « *Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n° 2, 2010, p. 125-164 ; Gerali (A.), Neri (S.), Sessa (S.) et Signoretti (F.M.), « *Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, Issue s1, 2010, p. 107-141.

⁵ Le canal de substitution intertemporelle signifie que, par exemple, la hausse des taux d'intérêt incite les agents à épargner les ressources disponibles aujourd'hui, afin d'accroître la consommation demain.

⁶ Cf. Corsetti (G.), Duarte (J.B.) et Mann (S.), « *One Money, Many Markets* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, Issue 1, 2022, p. 513-548 ; Calza (A.), Monacelli (T.) et Stracca (L.), « *Housing finance and monetary policy* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, Issue s1, 2013, p. 101-122.

avec un effet plus marqué de la politique monétaire sur le PIB ⁷. Par conséquent, les changements structurels concernant le marché hypothécaire et les niveaux de la dette des ménages dans la zone euro constituent de possibles facteurs rendant le cycle actuel de resserrement monétaire différent des précédents. Compte tenu de la dimension temporelle limitée disponible pour étudier ces questions de manière empirique, cet encadré présente des éléments provenant d'une analyse d'un groupe de pays.

L'analyse repose sur des modèles empiriques structurels, en s'appuyant sur la littérature récente et en utilisant des données comparables relatives aux prix des logements ainsi que des taux virtuels pour prendre également en compte la politique monétaire non conventionnelle. Nous estimons des modèles BVAR structurels pour 19 économies avancées pour la période allant du premier trimestre 1995 au premier trimestre 2022 ; l'analyse peut être actualisée chaque fois que de nouvelles données deviennent disponibles. L'échantillon inclut les économies les plus avancées, dont huit sont membres de la zone euro, pour lesquelles des données comparables relatives aux prix des logements sont disponibles ⁸. De fait, les pays de la zone euro s'avèrent relativement dissemblables s'agissant des effets de la politique monétaire sur l'économie en raison de facteurs pouvant être liés au marché de l'immobilier résidentiel. L'analyse d'un groupe de pays comprenant d'autres économies avancées permet de rationaliser ces différences. Le modèle inclut les variables suivantes : la consommation privée, les prix à la consommation, les crédits aux ménages, les prix réels des logements, un taux d'intérêt et le taux de change effectif réel ⁹. S'agissant du taux d'intérêt, nous utilisons le taux directeur ou le taux virtuel (*shadow rate*) calculé par Krippner (cf. note de bas de page), disponible pour de nombreux pays où des achats d'actifs ont été conduits par leur banque centrale respective ¹⁰. Nous incluons également un bloc de variables

⁷ Cf. Gelos (R.G.), Mancini Griffoli (T.), Narita (M.), Grinberg (F.), Rawat (U.) et Khan (S.), « *Has Higher Household Indebtedness Weakened Monetary Policy Transmission?* », *IMF Working Papers*, n° 2019/011, Fonds monétaire international, 2019. Pour une analyse des données suédoises, cf. Di Casola (P.) et Iversen (J.), « *Monetary policy with high household debt and low interest rates* », *Staff Memo*, Sveriges Riksbank, octobre 2019, et Stockhammar (P.), Strid (I.) et Tornese (T.), « *How has the impact of the policy rate on consumption changed when the debt-to-income ratio has risen?* », *Economic Commentary*, n° 9, Sveriges Riksbank, 2022.

⁸ Les données relatives aux prix des logements proviennent de la base de données construite par la Federal Reserve Bank of Dallas. Pour une description de l'ensemble de données, cf. Mack (A.) et Martínez-García (E.), « *A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note* », *Working Paper Series*, n° 99, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, 2011. Nous avons sélectionné toutes les économies avancées dans la base de données, à l'exception de la Suisse, en raison d'une disponibilité des données plus courte, et du Luxembourg en raison de sa nature spécifique.

⁹ Les données relatives à la consommation et aux prix à la consommation proviennent de l'OCDE. Les données relatives aux crédits aux ménages et au taux de change effectif réel proviennent de la BRI. Le taux virtuel est une mesure de l'orientation de la politique monétaire quand les taux d'intérêt sont proches de la borne zéro. Le taux virtuel de Krippner est fondé sur un modèle de structure par terme ; cf. Krippner (L.), « *Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments* », *Economics Letters*, vol. 118, Issue 1, 2013, p. 135-138.

¹⁰ S'il n'est pas disponible, nous utilisons le taux des emprunts publics à court terme (pour la Suède).

étrangères pour prendre en compte les évolutions mondiales ¹¹. L'approche d'identification étend la méthodologie utilisée dans d'autres études pour identifier les chocs de demande de logement, de politique monétaire et d'offre de prêts hypothécaires séparément des chocs de demande agrégée et d'offre agrégée ¹².

L'effet maximal des chocs de politique monétaire sur les prix des logements et la consommation varie fortement entre les économies avancées. L'effet du resserrement de la politique monétaire sur les prix des logements est négatif et plus marqué dans les pays où la dette des ménages est plus élevée. Les chocs de politique monétaire ont un effet plus négatif sur la consommation lorsque la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires est plus importante et la dette des ménages plus élevée (graphique B). Une hausse de 1 % du taux d'intérêt (virtuel) a un effet négligeable sur la consommation privée en Allemagne et en Italie, où la part de propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires est faible ou très faible, alors qu'elle réduit la consommation privée de 2,5 % environ au Danemark et en Norvège. Toutefois, jusqu'à la fin de la période d'échantillonnage, il n'y a que peu d'éléments montrant qu'une part plus importante de prêts à taux variable implique que les chocs de politique monétaire ont un impact plus fort sur la consommation ¹³.

¹¹ Pour tous les pays à l'exception des États-Unis, nous incluons également un bloc de variables étrangères en tant que bloc exogène, afin de capturer l'influence des facteurs extérieurs pour les petites économies ouvertes. Pour le bloc étranger, nous considérons une moyenne de variables relatives aux États-Unis et à la zone euro ou bien seulement les données pour les États-Unis, en fonction des relations commerciales de chaque petite économie ouverte. De plus, pour les grands pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France et Italie), nous incluons le PIB agrégé de la zone euro et les prix à la consommation en tant que bloc endogène afin de prendre en compte le rôle de ces grands pays pour l'agrégat, reflétant l'étude de Ciccarelli (M.), Kuik (F.) et Martínez Hernández (C), « *The asymmetric effects of weather shocks on euro area inflation* », *Working Paper Series*, n° 2798, BCE, 2023. L'importance de prendre en compte le bloc étranger dans les modèles VAR des petites économies ouvertes est présentée, entre autres, dans Corbo (V.) et Di Casola (P.), « *Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 122, 2022.

¹² Pour l'identification du choc, nous utilisons des restrictions à zéro et des restrictions de signe à court terme ainsi que l'approche de la variance de l'erreur de prévision maximum (*Max Forecast Error Variance*, FEV), en étendant la méthodologie définie dans Calza (A.) et al., *op. cit.* et Nocera (A.) et Roma (M.), « *House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs* », *Working Paper Series*, n° 2073, BCE, 2017. L'approche Max FEV a été initialement proposée dans Uhlig (H.), « *What moves real GNP?* », mimeo, 2003. Le choc de demande de logement et le choc d'offre de prêts hypothécaires sont tous deux supposés affecter la consommation, les prêts à la consommation et le taux d'intérêt avec un décalage. Tandis que le choc d'offre de prêts hypothécaires est supposé générer un co-mouvement entre les prix des logements et les crédits aux ménages, le choc de demande de logement est supposé être le choc expliquant la majeure partie de la décomposition de la variance de l'erreur de prévision (*forecast error variance decomposition*, FEVD) des prix des logements sur les horizons à court terme. Le choc de politique monétaire est supposé affecter la consommation et les prix à la consommation avec un décalage. En outre, une hausse des taux d'intérêt est supposée générer une baisse des prix réels des logements et des crédits aux ménages et renforcer la monnaie locale.

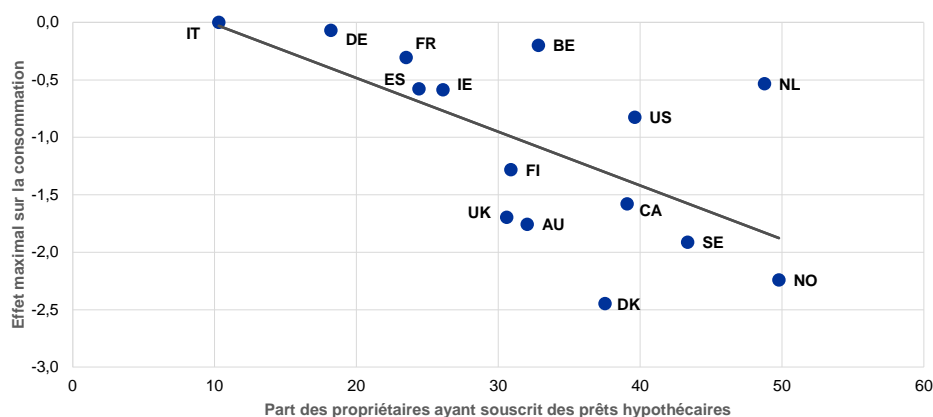
¹³ Les données sont fondées sur les nouveaux prêts hypothécaires, d'après Badarizna (C.), Campbell (J.Y.) et Ramadorai (T.), « *What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages* », *Management Science*, vol. 64, n° 5, 2018, p. 1975-2471. Pour des éléments sur les déterminants de la part des prêts hypothécaires à taux variable dans la zone euro, cf. Albertazzi (U.), Fringuellotti (F.) et Ongena (S.), « *Fixed Rate versus Adjustable Rate Mortgages: Evidence from Euro Area Banks* », *Research Paper Series*, n° 20-99, Swiss Finance Institute, 2023. Pour une analyse plus approfondie de la manière dont la part des prêts hypothécaires à taux variable et le poids de la dette affectent les anticipations des consommateurs en période de resserrement monétaire, cf. également l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Graphique B

Effet maximal d'un choc de politique monétaire de 1 % sur la consommation en fonction de la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires et des niveaux de la dette des ménages

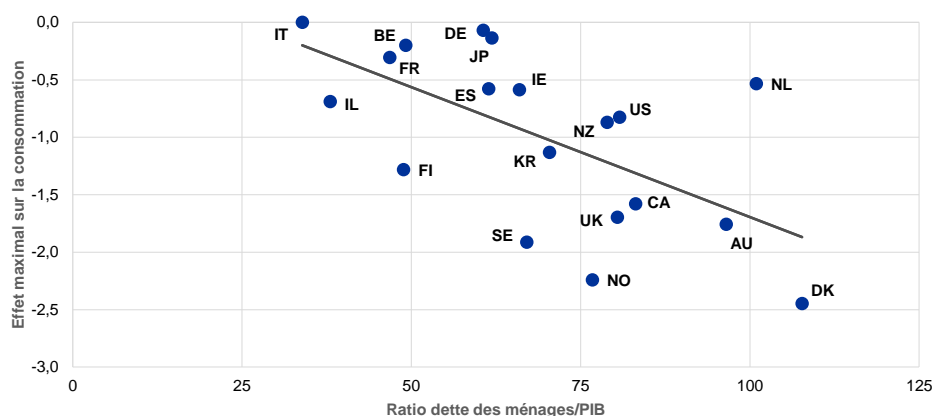
a) Part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires

(en pourcentages)



b) Niveau de la dette des ménages

(en pourcentages)



Sources : OCDE, BRI et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon de pays dépend de la disponibilité des données. Les dernières observations relatives aux effets sur la consommation se rapportent au premier trimestre 2022. Partie a : les dernières observations relatives à la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires se rapportent à 2020 ou avant. Partie b : les dernières observations relatives aux ratios dette des ménages/PIB se rapportent au premier trimestre 2022.

Les canaux du collatéral et du *cash-flow* sont des éléments clés expliquant les différences entre pays en ce qui concerne la puissance du canal de l'immobilier résidentiel pour la transmission de la politique monétaire.

Certaines des différences entre pays s'agissant de l'impact des chocs de politique monétaire pourraient être imputables à leurs effets différents sur les niveaux des prix des logements. Afin de distinguer dans quelle mesure cette hétérogénéité est due au canal du collatéral – reflétant le fait que la valeur des garanties immobilières est différemment affectée d'un pays à l'autre – nous examinons l'effet maximal sur la consommation, normalisé par l'effet maximal sur les prix des logements.

Les résultats montrent qu'après cette normalisation, il demeure vrai que la politique monétaire a un impact plus fort sur la consommation dans les pays où la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires est plus élevée (graphique C,

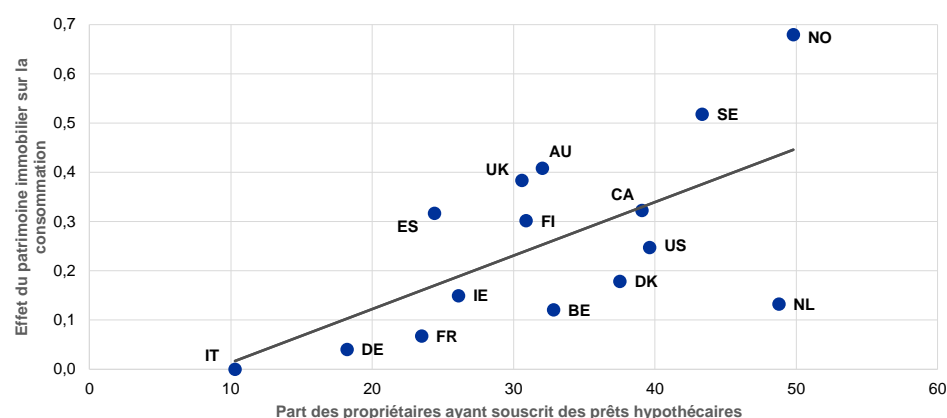
partie a). Ainsi, le principal canal à l'œuvre semble être celui du *cash-flow*. Un ratio dette des ménages/PIB plus élevé implique un impact plus fort sur la consommation, mais la relation est plus faible après conditionnement sur l'effet maximal sur les prix des logements. Enfin, dans les pays où la part des prêts hypothécaires à taux variable est plus élevée, l'effet maximal sur la consommation est plus important (et intervient plus tôt), après normalisation de l'effet maximal sur les prix des logements (graphique C, partie b). Cela conforte encore l'idée selon laquelle le canal du *cash-flow* détermine la relation, même s'il existe d'autres différences structurelles sur les marchés hypothécaires des pays européens susceptibles de jouer un rôle pour expliquer certaines des différences entre pays.

Graphique C

Effet maximal du patrimoine immobilier sur la consommation en fonction de la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires et de la part des prêts hypothécaires à taux variable

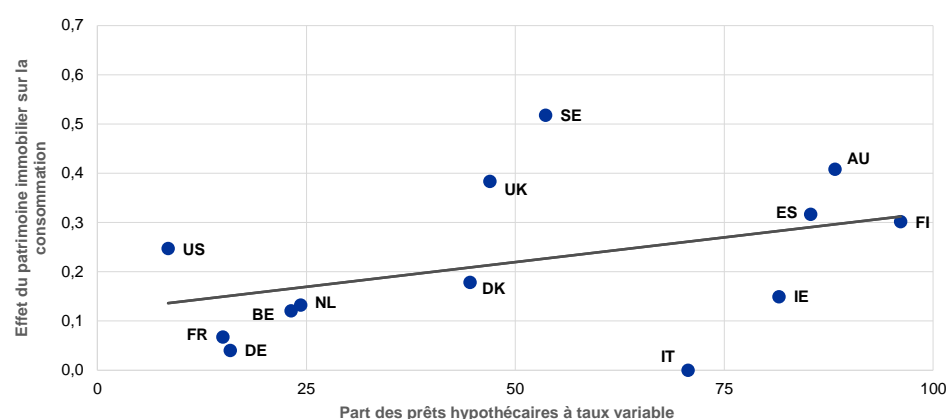
a) Part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires

(en pourcentages)



b) Part des prêts hypothécaires à taux variable

(en pourcentages)



Sources : OCDE, Badariza *et al.**, Corsetti *et al.*** et calculs de la BCE.

Notes : L'effet maximal sur la consommation est normalisé par l'effet maximal sur les prix des logements. Les dernières observations relatives aux effets du patrimoine immobilier se rapportent au premier trimestre 2022. L'échantillon de pays dépend de la disponibilité des données. Partie a : les dernières observations relatives à la part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires se rapportent à 2020 ou avant. Partie b : les dernières observations relatives à la part des prêts hypothécaires à taux variable se rapportent à 2013.

* Badariza (C.), Campbell (J.Y.) et Ramadorai (T.), « *What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages* », *Management Science*, vol. 64, n° 5, 2018, p. 1975-2471.

** Corsetti (G.), Duarte (J.B.) et Mann (S.), « *One money, many markets* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, Issue 1, février 2022, p. 513-548.

Par rapport aux cycles précédents de hausses des taux d'intérêt, les canaux du collatéral et du *cash-flow* peuvent amplifier la transmission de la politique monétaire dans la zone euro via le marché de l'immobilier résidentiel.

Dans l'ensemble, ces conclusions contribuent aux discussions en cours relatives à la transmission de la politique monétaire en soulignant le rôle crucial des canaux du collatéral et du *cash-flow* ¹⁴. En termes relatifs, les grands pays de la zone euro se situent dans la partie inférieure de la distribution s'agissant des parts des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires et des niveaux de la dette des ménages (graphique C), montrant ainsi que le canal du patrimoine immobilier provenant des ménages endettés est plus faible. S'agissant des profils d'évolution dans le temps, la part des prêts hypothécaires à taux variable dans la zone euro a diminué au cours de la dernière décennie, en particulier dans les pays où ces parts sont élevées ¹⁵. Dans le même temps, les parts des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires et les niveaux de la dette des ménages sont plus élevés actuellement que lors des précédents cycles de hausse des taux d'intérêt dans de nombreux pays. Au total, la hausse est modeste et les pays se ressemblent de plus en plus (graphique D). Par conséquent, la transmission de la politique monétaire via le canal de l'immobilier résidentiel pourrait être légèrement plus forte et plus uniforme entre les pays que lors des précédents cycles de hausses des taux d'intérêt. Cette conclusion est également cohérente avec l'analyse de l'effet des chocs de politique monétaire sur l'investissement résidentiel aux États-Unis et dans la zone euro, indiquant un effet plus marqué dans les juridictions où la dette des ménages est plus élevée ¹⁶.

¹⁴ Par exemple, dans sa communication relative à la politique monétaire en septembre 2022, la Sveriges Riksbank a utilisé l'existence de niveaux de dette des ménages plus élevés pour soutenir qu'un resserrement monétaire moins important que par le passé est nécessaire pour obtenir le même effet sur l'économie. En revanche, en juin 2023, la Banque d'Angleterre a utilisé l'argument de la part plus importante de prêts hypothécaires à taux fixe au Royaume-Uni pour expliquer pourquoi l'impact de la hausse du taux d'escompte à ce jour ne se ferait pas pleinement sentir avant un certain temps.

¹⁵ Cf. Lane (P.R.), « *The euro area hiking cycle: an interim assessment* », *Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research*, 16 février 2023.

¹⁶ Cf. l'encadré intitulé « *Politique monétaire et investissement dans l'immobilier résidentiel dans la zone euro et aux États-Unis* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

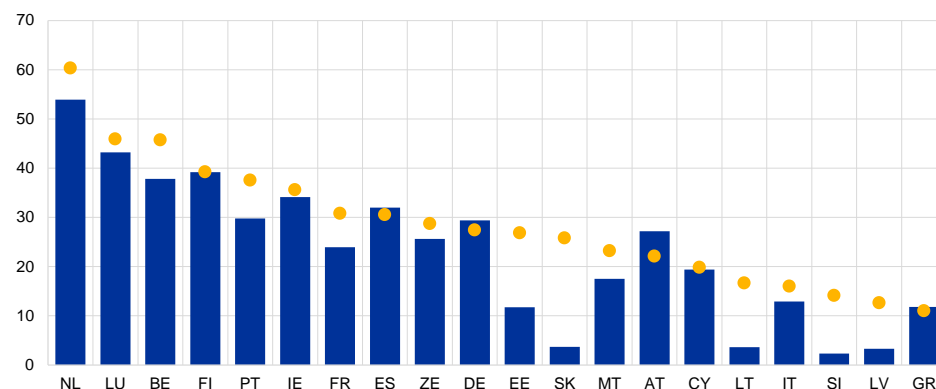
Graphique D

Variations des parts des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires et niveaux de la dette des ménages dans la zone euro

a) Part des propriétaires ayant souscrit des prêts hypothécaires

(en pourcentages)

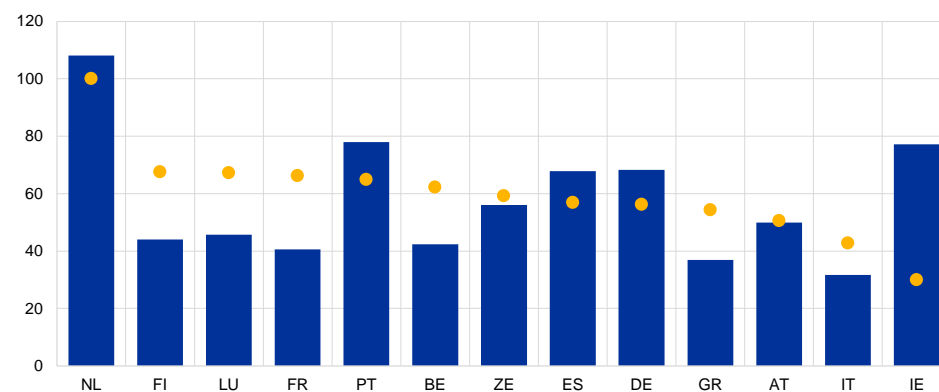
■ 2005
● 2022 (ou année la plus proche)



b) Niveau de la dette des ménages

(en pourcentages du PIB)

■ 2005
● T1 2022



Sources : Statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie et BRI.

Notes : L'échantillon de pays dépend de la disponibilité des données. Partie a : les dernières observations se rapportent à 2022, ou à 2021 quand 2022 n'est pas disponible. Partie b : les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2022. Sources de données choisies à des fins de cohérence avec l'analyse présentée dans les graphiques B et C.

8 L'inflation et la réaction des salaires du secteur public dans la zone euro

Cristina Checherita-Westphal et Aurelian Vlad

Dans le contexte d'inflation élevée dans la zone euro (malgré de récents fléchissements), il est utile d'examiner la réaction des salaires du secteur public pour évaluer les tensions à venir sur les salaires du secteur privé et l'inflation core. Même si le secteur public ne représente qu'un cinquième environ de la rémunération des salariés à l'échelle de l'économie de la zone euro, il peut fournir un signal pertinent pour les négociations salariales dans le secteur privé. La croissance des salaires publics peut donc influencer sur l'inflation via un canal direct (la demande agrégée) et un canal indirect (comme un signal des variations de la rémunération dans le secteur privé). Cet encadré fournit une actualisation de précédentes analyses des projections relatives aux salaires dans la fonction publique pour la zone euro, y compris pour les caractéristiques institutionnelles qui régissent la fixation des salaires publics dans les différents pays de la zone ¹. Il est fondé sur les projections de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème et s'appuie sur un questionnaire rempli par les membres du Groupe de travail sur les finances publiques du Système européen de banques centrales ².

Après avoir globalement augmenté à des taux supérieurs à l'inflation depuis l'introduction de l'euro, les salaires publics ont nettement fléchi en valeur réelle en 2022, mais ils devraient partiellement se redresser sur l'horizon de projection 2023-2025 (graphique A). Sur la période 2001-2021, les salaires publics et la rémunération par tête dans la zone euro ont augmenté en moyenne à un taux annuel de 2,3 %. Cette croissance est légèrement supérieure à celle des salaires privés (2,0 %) et se situe au-dessus de l'inflation mesurée par l'IPCH (1,7 %), malgré des différences selon les périodes, en particulier pendant les épisodes de crise. Par exemple, les salaires publics ont augmenté plus rapidement que l'inflation et les salaires privés avant et pendant la crise financière mondiale, et plus lentement pendant la crise de la dette souveraine. En 2020, quand la crise du coronavirus (COVID-19) a éclaté, les salaires publics ont continué de s'inscrire en hausse

¹ Cf., par exemple Checherita-Westphal (C.) (ed.), « *Public wage and pension indexation in the euro area: an overview* », *Occasional Paper Series*, n° 299, BCE, août 2022. Ce papier comporte également une analyse du rôle des salaires publics comme moteurs de la dynamique des salaires privés. En se fondant sur une analyse de la littérature empirique, il conclut que les études par panel se concentrant sur les pays de la zone euro constatent généralement une relation positive entre les salaires publics et les salaires privés, qui inclut une causalité bidirectionnelle. Les données au niveau de chaque pays, en particulier s'agissant de la causalité, sont moins tranchées dans différentes études. Sur la base de plusieurs échantillons de pays de la zone euro, le papier constate une relation positive étroite entre les salaires publics et privés, la causalité s'exprimant dans les deux sens. Notamment, les résultats de la régression sur données de panel montrent une hausse de la croissance du salaire privé moyen comprise entre 0,3 et 0,5 point de pourcentage pour une augmentation de 1 point de pourcentage de la croissance des salaires publics, tout en contrôlant par d'autres déterminants des salaires privés.

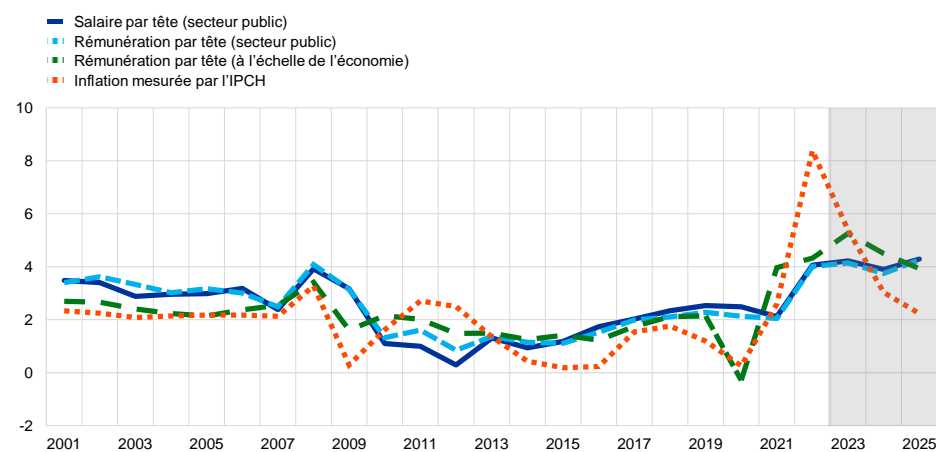
² Cf. les [projections de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème](#) pour plus de détails sur les évolutions de la rémunération par tête et de l'inflation à l'échelle de l'économie.

régulière, reflétant, entre autres, les primes dans le secteur de la santé³. En 2022, la croissance des salaires publics dans la zone euro a fléchi en valeur réelle, de 4,3 points de pourcentage, mais un rattrapage partiel devrait être observé sur la période 2023-2025, avec un taux de croissance nominal moyen de 4,1 %. En données cumulées sur la période 2022-2025, la croissance des salaires publics nominaux devrait encore être en retard sur l'inflation, à hauteur d'environ 2,5 points de pourcentage (la différence se réduisant à moins de 1 point de pourcentage pour la période 2020-2025, qui inclut l'impact de la crise de la COVID-19).

Graphique A

Croissance des salaires publics dans la zone euro par rapport à l'inflation et à d'autres indicateurs relatifs à la rémunération des salariés

(en pourcentages annuels)



Sources : Base de données des projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les données sur les salaires et la rémunération présentées dans le graphique représentent des taux de croissance annuels. Ces trois agrégats de la zone euro sont des moyennes pondérées du PIB des données par pays. Les données relatives au salaire par tête dans le secteur public (également appelé dans cet encadré « salaires publics moyens ») sont calculées au niveau des pays en divisant les dépenses enregistrées dans la base de données des statistiques des finances publiques sous la rubrique « Salaires et traitements » (également appelée dans cet encadré « masse salariale publique ») par le nombre d'agents de l'État. La rémunération des salariés déclarée dans les statistiques des administrations publiques inclut habituellement les cotisations sociales patronales en sus des salaires et traitements.

Concernant les dispositifs institutionnels, l'indexation automatique sur les prix des salaires publics demeure relativement limitée dans la zone euro (concernant environ un cinquième du total de la masse salariale publique), mais des éléments indiquent que l'inflation est de plus en plus utilisée comme référence pour la fixation des salaires. D'après les données actualisées fondées sur le questionnaire du Groupe de travail sur les finances publiques, l'indexation intégrale ou partielle sur les prix continue d'être déclarée dans seulement cinq pays, qui représentaient 19 % de la masse salariale publique de la zone euro en 2022. Dans deux de ces pays (la Belgique et le Luxembourg, qui représentent 5 % de la masse salariale publique de la zone euro), les salaires publics sont intégralement indexés sur les prix avec un indice rétrospectif automatiquement lié au coût de la vie. À Chypre et à Malte, une indexation similaire, mais limitée est en vigueur. En Italie, qui représente la part la plus importante dans ce groupe (13 % de la masse salariale

³ Il convient de noter que la baisse des salaires observée à l'échelle de l'économie en 2020 et leur rebond partiel en 2021 sont faussés par l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi, qui ont été financés par les gouvernements en vue de préserver l'emploi dans le secteur privé et ne permettent pas une comparaison exacte avec la croissance des salaires publics.

du secteur public de la zone euro en 2022), les accords sont renouvelés sur la base de cycles de négociations de trois ans (les derniers cycles recouvrant les périodes 2019-2021 et 2022-2024) et les prévisions d'inflation hors énergie sont utilisées comme indicateur de référence dans les négociations salariales, la compensation de l'inflation *ex post* étant appliquée aux contrats existants. Alors que dans d'autres pays de la zone euro, l'inflation ne joue pas de rôle formel dans la fixation des salaires publics, des éléments indiquent qu'elle est de plus en plus utilisée comme référence dans ce processus, y compris dans les négociations salariales ⁴.

Dans la plupart des cas, les salaires publics sont fixés via des conventions collectives formalisées d'une durée généralement comprise entre un et trois ans et qui sont actualisées lors de cycles de négociations salariales. Cinq pays (la France, la Grèce, la Lettonie, le Portugal et l'Espagne), qui représentaient près de 40 % de la masse salariale de la zone euro en 2022, n'ont pas d'accords statutaires horizontaux s'appliquant à l'ensemble des administrations publiques ou à certains sous-secteurs de ces administrations. Dans ce cas, les salaires publics sont généralement actualisés dans le cadre des discussions budgétaires. Lorsque des conventions collectives existent, leur durée statutaire ou coutumière varie selon les pays : un an en Autriche, en Lituanie et en Slovaquie ; un peu plus d'un an en Irlande et en Slovénie ; environ deux ans en Estonie, en Finlande, en Allemagne, au Luxembourg et aux Pays-Bas ; deux à trois ans à Chypre ; trois ans en Italie ; et plus de trois ans en Croatie et à Malte ⁵.

Si l'on prend en compte les dispositifs de fixation des salaires et les autres facteurs pertinents mentionnés plus haut, les salaires publics dans la zone euro prise dans son ensemble et dans la plupart des pays de la zone devraient augmenter, en données cumulées, à des taux supérieurs à l'inflation sur l'horizon de projection (graphique B). Au niveau de la zone euro dans son ensemble et dans la plupart des pays qui la composent (16 pays, représentant 60 % de la masse salariale de la zone en 2022), les salaires publics moyens (par tête) devraient augmenter à des taux supérieurs à l'inflation (nettement supérieurs dans certains pays) en données cumulées sur la période 2023-2025. Cette situation résulte des dispositifs d'indexation rétrospectifs ou de compensation partielle des

⁴ Par exemple, en Allemagne, le nouvel accord salarial conclu en avril 2023 au niveau fédéral et municipal des administrations publiques inclut des primes temporaires de compensation de l'inflation s'élevant à 3 000 euros par salarié, payables entre juin 2023 et février 2024 (exonérées d'impôt sur le revenu et de cotisations sociales). La fin de ces primes en 2024 conduit à des hausses un peu plus faibles des salaires bruts en 2025. Globalement, l'accord prévoit des hausses de salaire supérieures à 7 % en 2023 et de près de 5 % en 2024. Pour les fonctionnaires fédéraux, cela se traduit par des augmentations de salaire d'environ 5,5 % en 2023 et 4 % en 2024.

⁵ Aux Pays-Bas, la durée varie selon les différentes conventions collectives, mais elle est généralement comprise entre un et deux ans. En Estonie, la convention collective couvre environ 15 % des salariés du secteur public, car elle ne s'applique qu'au secteur de la santé. En Finlande, il n'existe pas de durée « statutaire », autrement dit, la législation laisse ouverte la durée des conventions collectives. En pratique, les conventions durent souvent deux ans, bien qu'il existe des exceptions. À Malte, les conventions collectives au sein des administrations centrales ont une durée beaucoup plus longue que dans d'autres pays (5,3 ans en moyenne, la convention pour les fonctionnaires s'étendant de 2017 à 2024 et couvrant environ 7,5 ans). Les autres entités au sein du secteur des administrations publiques de Malte disposent de conventions collectives distinctes, qui couvrent généralement environ trois ans.

baisses de salaires réels en 2022 ⁶. La masse salariale publique totale de la zone euro, qui reflète aussi l'évolution du nombre de salariés du secteur public, devrait augmenter à des taux un peu plus élevés (14,3 % en données cumulées sur la période 2023-2025, contre 12,4 % pour les salaires publics moyens), mais légèrement inférieurs au taux de croissance du PIB nominal (graphique B, partie a).

Les projections relatives aux salaires dans le secteur public reflètent une hétérogénéité importante entre les pays, qui traduit principalement les écarts d'inflation, mais aussi d'autres facteurs, tels que la situation budgétaire ⁷.

S'agissant du profil annuel, l'agrégat de la zone euro masque des différences entre pays, plusieurs petites économies à inflation élevée (par exemple, les pays baltes) ainsi que les économies à indexation automatique enregistrant une croissance des salaires supérieure à la moyenne en 2023. Globalement, on s'attend à une baisse de la croissance des salaires publics au cours de la dernière année de l'horizon de projection (2025), reflétant un ralentissement de l'inflation et la dissipation de l'impact des primes temporaires dans certains pays. Dans quelques cas, y compris lorsque les accords sont renouvelés avec un décalage important, comme en Italie, la croissance des salaires devrait être plus élevée en 2025 qu'au cours des années précédentes. Un exercice de corrélation simple au niveau des différents pays montre que la croissance moyenne des salaires publics sur la période de projection tend à être plus forte dans les pays à inflation élevée en 2022 que dans les autres pays de la zone euro, reflétant une compensation de l'inflation (partielle) rétrospective (graphique B, partie b, première sous-partie). Concernant le groupement par type d'indexation, la croissance des salaires publics projetée est en fait plus élevée en moyenne dans les pays sans indexation automatique sur les prix (graphique B, partie b, deuxième sous-partie). Cela peut indiquer 1) que les pays de cette catégorie (en particulier les pays baltes et d'autres économies plus ouvertes) ont été davantage exposés au choc d'inflation en 2022 et 2) que, à des niveaux élevés, l'inflation se reflète de façon croissante dans la fixation des salaires nominaux, même dans les dispositifs institutionnels pour lesquels ce n'est pas une exigence formelle. S'agissant du groupement par fondamentaux budgétaires, les pays présentant un niveau de dette publique élevé semblent davantage contraints pour accorder des hausses de salaires publics (graphique B, partie b, troisième sous-partie) ⁸. Enfin, si l'on examine les mesures de soutien budgétaire mises en œuvre par les gouvernements de la zone euro en vue de compenser le niveau élevé des prix de l'énergie et de l'inflation sur la période 2021-2023, la croissance des salaires publics pour la période 2023-2025 devrait se révéler un peu plus limitée

⁶ Si l'on examine les autres pays, le salaire public moyen devrait croître globalement en ligne avec l'inflation en Irlande et en France, et un peu en dessous de l'inflation en Grèce (les salaires publics y étant encore gelés en 2023) et en Italie (reflétant, entre autres, l'indicateur utilisé comme référence, à savoir l'inflation nette de l'énergie).

⁷ Les projections budgétaires de l'Eurosystème au niveau de chaque pays sont, de façon générale, confidentielles et ne sont par conséquent pas présentées dans cet encadré.

⁸ Cette corrélation se vérifie quand les cinq pays dotés d'une indexation automatique des salaires publics sont exclus de l'échantillon (la différence entre le groupe à faible endettement et le groupe à endettement élevé s'inscrivant même en hausse). Un tableau similaire (avec un coefficient de corrélation légèrement plus faible) peut être observé quand la variable seuil utilisée est le ratio solde budgétaire/PIB en 2022.

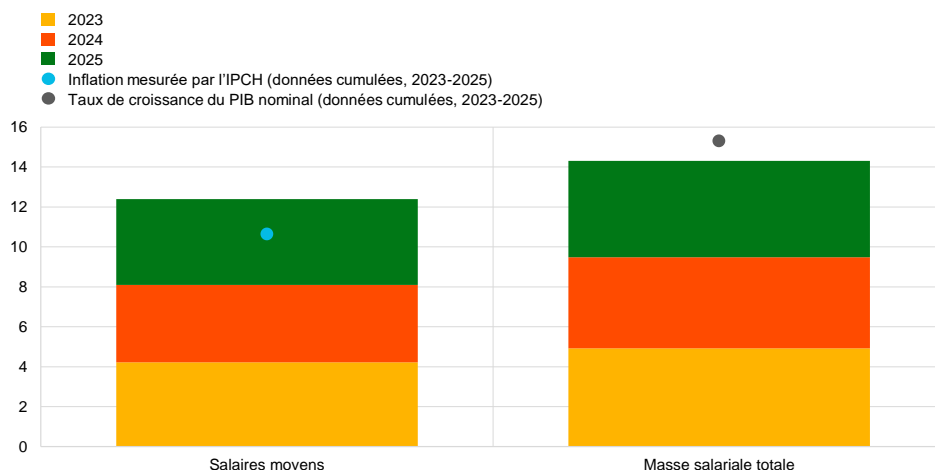
dans les pays avec un niveau de soutien budgétaire important (graphique B, partie b, quatrième sous-partie).

Graphique B

Projections relatives aux salaires publics dans la zone euro pour la période 2023-2025

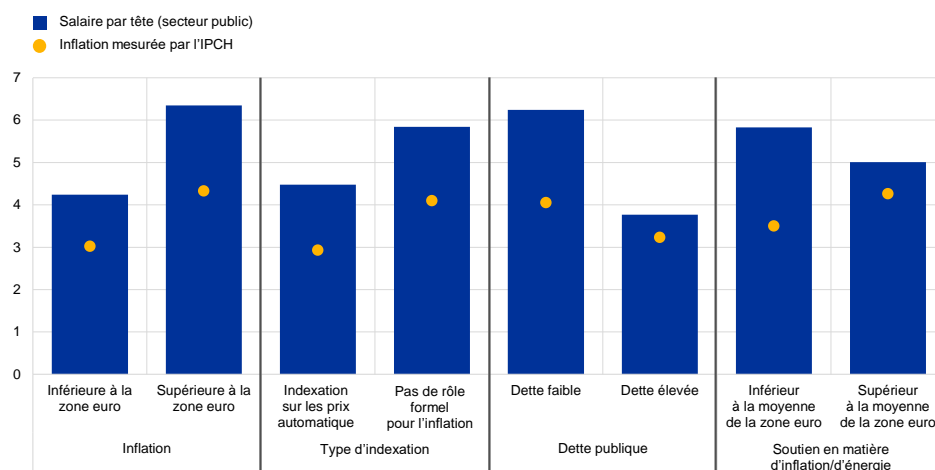
a) Taux de croissance des indicateurs de salaires publics pour la zone euro sur la période 2023-2025

(en pourcentages)



b) Taux de croissance moyens des salaires publics par groupes de pays de la zone euro sur la période 2023-2025

(en pourcentages)



Sources : Base de données des projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie a, la catégorie « salaires moyens » est la même que celle utilisée dans le graphique A et la partie b du graphique B. Elle inclut les salaires convenus et le glissement des salaires. Les salaires convenus se rapportent essentiellement aux augmentations des salaires publics résultant des accords salariaux conclus, lorsque de tels accords existent, ou de cadres d'augmentation des salaires de base comparables. Le glissement des salaires est généralement calculé comme un résidu, qui, du point de vue conceptuel, devrait refléter des facteurs tels que : 1) l'évolution de carrière/les échelles de promotion des salariés ; 2) l'impact des changements structurels et le travail à temps partiel ; et 3) les rémunérations et les primes hors accords salariaux conclus. Les données sont présentées au niveau agrégé de la zone euro (moyennes pondérées du PIB des données par pays). Dans la partie b, les données représentent les moyennes simples (qui ne sont pas pondérées du PIB) de chaque pays des différents groupes. Dans la sous-partie « Inflation », le groupe « Supérieure à la zone euro » (« Inférieure à la zone euro ») recouvre les pays dont le taux d'inflation mesuré par l'IPCH a été plus (moins) élevé en 2022 que l'agrégat de la zone euro. Dans la sous-partie « Type d'indexation », la Belgique, Chypre, l'Italie, le Luxembourg et Malte font partie du groupe avec indexation (intégrale ou partielle) automatique, et tous les autres pays de la zone euro appartiennent au groupe « Pas de rôle formel pour l'inflation ». Dans la sous-partie « Dette publique », les pays avec une dette publique supérieure à 90 % du PIB en 2022 (à savoir la Belgique, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne) sont dans le groupe à dette élevée et le reste des pays de la zone euro dans le groupe à dette faible. La sous-partie « Soutien en matière d'inflation/d'énergie » présente les pays dont les coûts budgétaires bruts cumulés des mesures de soutien sur la période 2021-2023, selon les estimations de l'Eurosystème, sont supérieures/inférieures à la moyenne simple des pays de la zone euro.

À plus long terme, les salaires publics, même s'ils ne devraient pas entraîner d'effets de second tour significatifs, devraient continuer de faire l'objet d'un suivi attentif. Au niveau agrégé de la zone euro, la croissance des salaires dans le secteur public devrait rester inférieure à celle du secteur privé sur la période 2023-2024, mais s'établir à un niveau légèrement supérieur à celle-ci en 2025 (année pour laquelle les projections sont également entourées d'un degré d'incertitude plus élevé). Au niveau des pays, il convient d'être également attentif, à moyen terme, aux conséquences budgétaires des augmentations des salaires du secteur public en équilibrant de manière adéquate les objectifs de stabilisation macroéconomique et de viabilité budgétaire, en particulier dans les pays où les niveaux de dette sont élevés et les coûts liés au vieillissement importants.

Article

1 Les conséquences macroéconomiques de la transition vers une économie bas carbone

Claus Brand, Günter Coenen, John Hutchinson and Arthur Saint Guilhem ¹

1 Introduction

Afin d'éviter de graves dommages économiques liés au changement climatique, l'Union européenne (UE) a pris des mesures visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. L'objectif de l'UE en matière de neutralité carbone est défini dans le Pacte vert pour l'Europe, et les mesures complètes sont décrites dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » de l'UE ². Ces mesures ont pour objectif de réduire les émissions de GES de 55 % d'ici 2030 (par rapport aux niveaux de 1990). Le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » inclut des augmentations du prix du carbone et des mesures réglementaires et prévoit des investissements verts massifs.

Parmi ces mesures visant à réduire les émissions de GES, les augmentations du prix du carbone sont généralement considérées comme un instrument efficace. Les prix du carbone intègrent les coûts sociaux externes des émissions de carbone dans les transactions économiques. Ils visent directement le contenu en carbone de la production et augmentent le prix de la production à forte intensité de carbone par rapport à la production à moindre intensité de carbone. Les augmentations du prix du carbone incitent donc à réduire les émissions de carbone ³. Dans la zone euro, le système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE), les taxes carbone nationales et d'autres taxes écologiques nationales, telles que les droits d'accises sur les combustibles fossiles, établissent directement ou indirectement une tarification des émissions de carbone.

L'impact économique des augmentations du prix du carbone dépend de multiples facteurs. Les prix du carbone affectent l'activité économique et l'inflation principalement par le biais de l'augmentation des prix de l'énergie. L'efficacité et l'impact des augmentations des prix du carbone dépendent essentiellement de la

¹ Préparé en liaison avec Alina Bobasu, Kai Christoffel, Alistair Dieppe, Michael Dobrew, Marien Ferdinandusse, Alessandro Ferrari, Thaïs Massei, Romanos Priftis, Angela Torres Noblejas et Aurelian Vlad.

² Pour plus d'informations sur le pacte vert pour l'Europe et le paquet « Ajustement à l'objectif 55 », cf. « [Le pacte vert pour l'Europe – L'UE s'efforce de devenir le premier continent neutre sur le plan climatique](#) » et « [Ajustement à l'objectif 55](#) » sur les sites de la Commission européenne et du Conseil de l'Europe respectivement.

³ Pour une vision complète de la littérature sur la tarification du carbone, cf. Timilsina (G.R.), « *Carbon taxes* », *Journal of Economic Literature*, vol. 60(4), décembre 2022, p. 1456-1502. Pour des analyses complémentaires entre les différents instruments de la politique de transition carbone, voir Blanchard (O.J.), Gollier (C.) et Tirole (J.), « *The portfolio of economic policies needed to fight climate change* », *Working Papers*, n° 22-18, Peterson Institute for International Economics, novembre 2022.

crédibilité de leur mise en œuvre et leur prise en compte dans les décisions d'investissement et de consommation des entreprises et des ménages. L'impact des augmentations des prix du carbone sur l'économie dépend également des effets distributifs, en particulier pour les ménages, étant donné que la nature régressive des prix du carbone plus élevés affecte davantage les ménages à faible revenu que les ménages à plus hauts revenus⁴. Les politiques budgétaires qui canalisent les recettes provenant de l'augmentation des prix du carbone vers les ménages à faible revenu peuvent atténuer certains de ces effets distributifs et favoriser leur acceptation par le public. Ces revenus peuvent également être utilisés pour subventionner des investissements verts. Les augmentations du prix du carbone donnant lieu à un arbitrage entre production et inflation, leur impact est également influencé par la réponse de politique monétaire. Enfin, leur efficacité et leur impact dépendent des politiques de transitions adoptées au niveau mondial.

Cet article fournit une évaluation fondée sur des modèles de l'impact macroéconomique d'une trajectoire de prix de carbone plus élevés qui soutient la transition vers une économie bas carbone, en mettant l'accent sur la zone euro. Pour tenir compte du niveau élevé d'incertitude dans l'évaluation de l'impact des augmentations du prix du carbone, l'évaluation est basée sur une suite de modèles macroéconomiques. En ligne avec [la feuille de route de la BCE sur le changement climatique](#), cette suite inclut des modèles nouvellement développés ainsi que des modèles externes. La section 2 décrit la situation actuelle de la zone euro par rapport à son engagement dans la transition vers la neutralité carbone ; la section 3 présente les canaux de propagation des prix plus élevés des émissions de carbone à l'économie et fournit une vue d'ensemble des modèles utilisés ; la section 4 décrit le scénario des prix du carbone ; la section 5 analyse les résultats macroéconomiques ; et la section 6 conclut l'article.

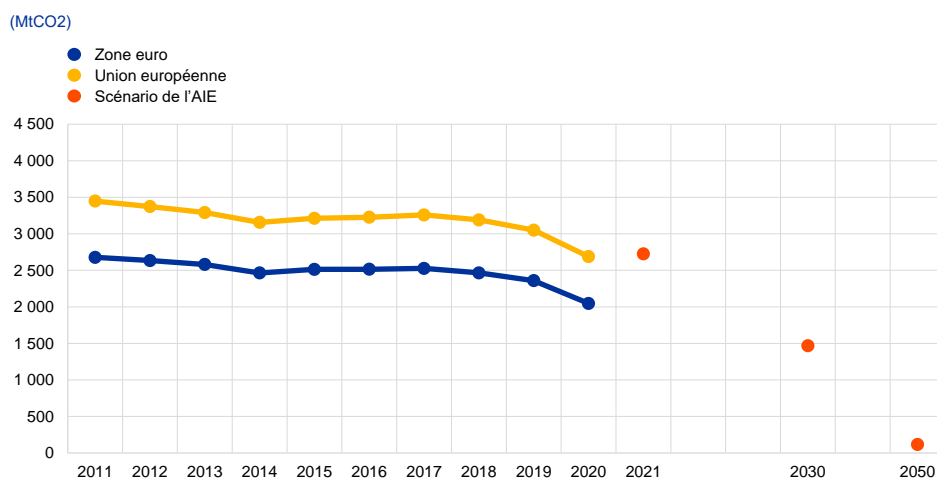
2 Où en sommes-nous dans la transition vers la neutralité carbone dans la zone euro ?

Parvenir à zéro émission nette de GES conformément à l'objectif de l'UE nécessitera une accélération du rythme de réduction des émissions de carbone au cours de la décennie actuelle. Si les émissions de carbone ont été réduites de 29 % depuis 1990, comme le montre le graphique 1, la réalisation de l'objectif intermédiaire de l'UE d'une réduction de 55 % des émissions de GES d'ici 2030 (par rapport aux niveaux de 1990) nécessitera une nouvelle réduction importante des émissions de carbone. En supposant que les émissions de GES hors carbone diminuent proportionnellement, la réalisation de ces objectifs nécessitera une réduction supplémentaire de 46 % des émissions de carbone d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2021. Soit un rythme plus rapide que le rythme de réduction des émissions observé depuis 1990.

⁴ Pour des analyses sur les effets distributifs de l'augmentation des prix du carbone dans différents groupes de revenus, voir l'article intitulé « [Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

Graphique 1

Émissions de CO₂ dans l'UE et la zone euro



Source : Eurostat et World Energy Outlook (WEO) 2022 de l'Agence internationale de l'énergie (AIE).
Note : Les points rouges représentent les engagements de l'UE présentés dans le WEO 2022 de l'AIE.

La seule tarification du carbone ne permettra probablement pas d'atteindre l'objectif de réduction des émissions dans la zone euro. En fait, parallèlement aux augmentations du prix du carbone via un système d'échange de quotas d'émission (SEQE-UE) plus strict et plus largement applicable à tous les secteurs, le paquet « Ajustement à l'objectif 55 » inclut également des mesures réglementaires et un soutien aux investissements verts. En outre, le paquet est complété par un certain nombre d'initiatives européennes, telles que le plan REPowerEU et la stratégie de l'UE sur l'hydrogène ⁵.

Selon les taux effectifs sur le carbone (TEC) nets moyens de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la fraction des émissions de carbone qui est taxée est faible et les niveaux de taux sur le carbone présentent une forte dispersion entre les pays de la zone euro.

Sur la base des données de 2021, l'OCDE estime que la taxation du carbone dans les pays de l'UE est trop faible et trop fragmentée pour permettre à l'UE d'atteindre ses objectifs de neutralité carbone ⁶. L'OCDE fournit une mesure composite harmonisée du prix des émissions de carbone dans un large éventail de pays en estimant les TEC moyens (nets). Cette mesure comprend les droits d'accises sur les carburants et l'énergie, les taxes directes sur le carbone et les systèmes d'échange de quotas d'émission au niveau des pays pour six secteurs économiques (transport routier, transport non routier, industrie, agriculture et pêche, immobilier résidentiel et commercial, et électricité). Les TEC présentent une forte dispersion entre les pays de la zone euro, comme le montre le graphique 2, leur niveau aux Pays-Bas étant presque trois fois supérieur à celui de la Lettonie. Selon les dernières données disponibles (pour 2021), le TEC moyen pour la zone euro s'établit à 85 euros/tCO₂. La trajectoire future des TCE de la zone euro capture les effets directs et indirects

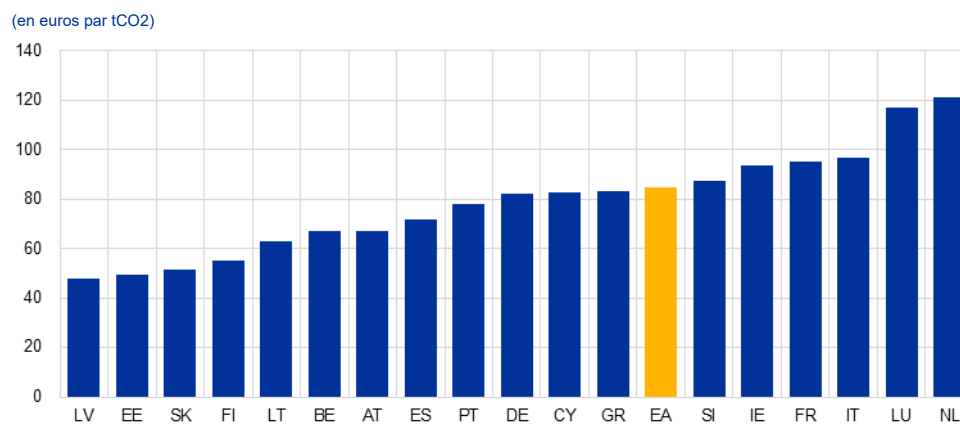
⁵ Cf. « [Un pacte vert pour l'Europe – Notre ambition : être le premier continent neutre pour le climat](#) » sur le site de la Commission européenne et les références qu'il contient.

⁶ Cf. Avgousti (A.) et al., « [The climate change challenge and fiscal instruments and policies in the EU](#) », *Occasional Paper Series*, n° 315, BCE, avril 2023.

des prix du carbone résultant de la mise en œuvre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » et d'autres initiatives politiques.

Graphique 2

Taux effectifs sur le carbone moyens des pays de la zone euro en 2021
(tous secteurs confondus)



Source : OCDE.

Notes : Les données relatives à la Croatie et à Malte ne sont pas disponibles. Les pays sont classés en fonction de leurs TEC nets des subventions aux combustibles fossiles.

3 Canaux de propagation des prix plus élevés des émissions de carbone

L'objectif d'une taxe carbone est de réduire les émissions en intégrant les coûts sociaux des rejets de carbone dans les transactions privées et en incitant ainsi à une production et une utilisation de l'énergie plus durables pour l'environnement. Les émissions de carbone constituent un parfait exemple d'externalité négative, les coûts sociaux des émissions de carbone étant bien plus élevés que les coûts privés supportés par l'émetteur. Les taxes carbone visent à transférer ces coûts sociaux aux émetteurs en augmentant le prix de la consommation de combustibles fossiles proportionnellement à la quantité de carbone émis. Une taxe carbone plus élevée augmente donc le coût d'une production à forte intensité de carbone par rapport à une production à plus faible intensité de carbone. Cette taxe encourage une transition vers l'utilisation de sources d'énergie à plus faible intensité de carbone et l'innovation dans des technologies plus vertes ⁷.

À la différence d'autres mesures d'atténuation, telles que les subventions, une taxe carbone génère des recettes publiques, au moins pendant la phase de transition. Une taxe carbone génère des recettes fiscales importantes aussi longtemps que son assiette demeure significative ⁸. En revanche, d'autres mesures

⁷ Cf. Aghion (P.), Dechezleprêtre (A.), Hémous (D.), Martin (R.) et Van Reenen (J.), « Carbon taxes, path dependency, and directed technical change : Evidence from the auto industry », *Journal of Political Economy*, vol. 124, février 2016, p. 1-51.

⁸ Cf. l'article intitulé « Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro », *op. cit.*

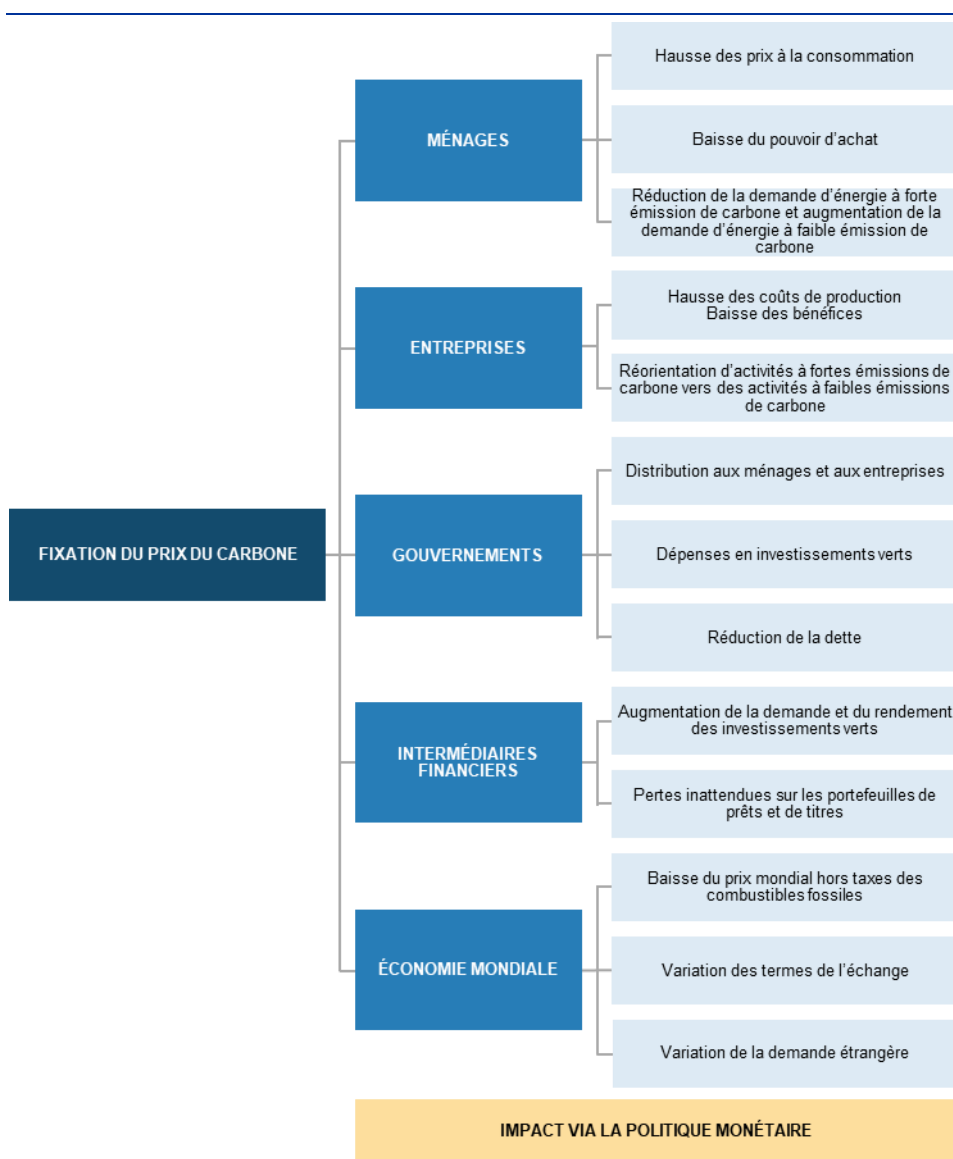
d'atténuation sont soit neutres pour le budget (par exemple, la réglementation), soit susceptibles de faire peser des tensions sur les finances publiques (par exemple, les subventions aux technologies vertes).

Une politique de prix du carbone plus élevés se propage dans les secteurs nationaux de l'économie (schéma 1). En poussant à la hausse les prix de l'énergie, les taxes carbone réduisent les revenus réels des ménages ainsi que les bénéfices des entreprises et freinent la demande intérieure. Cet impact s'exerce soit directement via les prix à la consommation, soit indirectement via les coûts de production. Des effets distributifs peuvent le renforcer et soulignent le rôle important de la politique budgétaire. En particulier, la politique budgétaire peut atténuer les effets négatifs sur la demande en redistribuant les recettes provenant de la taxe carbone aux ménages à faibles revenus, soutenant ainsi la consommation des ménages et favorisant l'acceptation de la taxe par le public. Principal inconvénient, 'cela peut atténuer l'impact sur la consommation d'énergie affaiblissant l'efficacité de la taxe en matière de réduction des émissions. Sinon, les recettes pourraient être utilisées pour financer des projets de transition verte, permettant ainsi d'atténuer davantage les pertes de production liées aux augmentations de la taxe carbone que d'autres mesures liées aux dépenses ⁹.

⁹ Cf. Batini (N.), Di Serio (M.), Fragetta (M.), Melina (G.) et Waldron (A.), « *Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?* », *IMF Working Papers*, n° 2021/087, Fonds monétaire international, mars 2021, qui suggère que le multiplicateur budgétaire de l'investissement vert est légèrement supérieur à un.

Schéma 1

Canaux de propagation du prix du carbone



Source : BCE.

Une politique de prix du carbone plus élevés vise principalement à soutenir la transition vers une économie à faible émission de carbone. En veillant à ce que les augmentations des coûts de production soient concentrées dans les secteurs à forte émission de carbone, un prix plus élevé du carbone incite à se tourner vers l'utilisation d'énergies renouvelables et l'adoption de technologies de production vertes. L'efficacité de cet ajustement dépendra du rythme et de l'ampleur de la réallocation sectorielle, de l'adaptation technologique et de la capacité des intermédiaires financiers à soutenir la réallocation du capital.

La conduite de la politique monétaire joue également un rôle dans la propagation à l'économie d'une politique de prix du carbone plus élevé.

Étant donné que différents canaux affectent la demande et l'offre, il est difficile de déterminer dès le départ quel sera le canal d'ajustement aux taxes carbone qui

dominera. La réponse de la politique monétaire sera différente selon que les effets défavorables dominants se trouvent du côté de l'offre ou du côté de la demande. Les hausses des prix du carbone créent un écart, lié aux prix de l'énergie, entre l'inflation totale et l'inflation *core*. Si une banque centrale peut « faire abstraction » de ce profil en bosse de l'inflation totale, elle sera en mesure d'atténuer l'impact négatif des augmentations des prix de l'énergie sur la demande.

En outre, l'impact d'une politique de prix du carbone plus élevés dans la zone euro dépendra également de la trajectoire de la transition énergétique au niveau mondial. Les ajustements relatifs des prix du carbone au niveau mondial affectent les termes de l'échange pour les importateurs et les exportateurs de biens énergétiques, la demande étrangère et la compétitivité ¹⁰. Il est important de noter que plus les prix du carbone seront relevés dans le reste du monde (RdM), plus ils seront efficaces pour réduire les émissions mondiales.

En résumé, les taxes carbone affectent l'économie de multiples façons et la modélisation de leur impact est entourée d'une forte incertitude. L'encadré 1 présente l'ensemble des modèles utilisés pour l'évaluation d'impact afin de remédier à cette incertitude.

Encadré 1

Principales caractéristiques de la suite de modèles

Romanos Priftis

Pour faire face à l'incertitude associée aux multiples façons dont les taxes carbone affectent l'économie, l'évaluation d'impact se fonde sur une suite de six modèles macroéconomiques actuellement disponibles à la BCE. Les modèles utilisés dans l'analyse présentent tous un ensemble d'éléments environnementaux et se répartissent en deux catégories : a) trois modèles d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE) internes nouvellement développés et b) trois modèles commerciaux à grande échelle (tableau A). Les modèles DSGE sont des modèles à deux pays de la zone euro et du reste du monde (RdM) ou des modèles d'économie fermée de la zone euro. Les modèles commerciaux sont des modèles multi-pays qui peuvent être utilisés pour examiner la dimension mondiale des politiques de transition bas carbone. Ces modèles font partie des efforts actuellement déployés par les services de la BCE pour intégrer les considérations liées au changement climatique dans le portefeuille de modélisation macroéconomique de la BCE, en ligne avec la feuille de route sur le climat de l'examen de la stratégie de politique monétaire menée par la BCE et avec l'agenda en matière de changement climatique à l'échelle de la BCE.

¹⁰ S'agissant des effets des différentes mesures de tarification du carbone sur l'exportation de productions à fortes émissions de carbone, c'est-à-dire la fuite de carbone, cf. Böning (J.), Di Nino (V.) et Folger (T.), « *Stop carbon leakage at the border* », *The ECB Blog*, BCE, 1^{er} juin 2023.

Tableau A

Principales caractéristiques de la suite de modèles

	NAWM-E	E-DSGE I (RR)	E-DSGE II (FNL)	G-Cubed	NIGEM	Oxford
Type	DSGE	DSGE	DSGE	Hybride	Semi-structurel	Semi-structurel
Couverture par pays	Deux pays : zone euro et RdM	Zone euro	Zone euro	Multi-pays : mondial	Multi-pays : mondial	Multi-pays : mondial
Couverture sectorielle	Limitée	Limitée	Limitée	Élevée	Limitée	Limitée
Secteur de l'énergie	Désagrégé : deux types d'énergie pour la consommation et la production	Désagrégé : deux types d'énergie pour la production	Désagrégé : deux types d'énergie pour la production avec réduction des émissions	Désagrégé : plusieurs types d'énergie pour la production	Agrégé : plusieurs types d'énergie pour la production	Agrégé : plusieurs types d'énergie pour la production
Transmission de la taxe carbone	Directe et indirecte	Indirecte (y compris via le secteur bancaire)	Indirecte	Indirecte	Indirecte	Directe et indirecte
Prospective	Oui	Oui	Oui	Mix énergétique	Mix énergétique	Mix énergétique
Hétérogénéité des ménages	Oui	Non	Oui	Oui	Non	Non
Hypothèse budgétaire	Recettes de la taxe carbone transférées aux ménages			Recettes de la taxe carbone réduisant la dette publique		
Politique monétaire	Règle de taux d'intérêt spécifique au modèle					

Source : BCE.

Notes : NAWM-E : cf. Coenen (G.), Lozej (M.) et Priftis (R.), « *Macroeconomic effects of carbon transition policies : an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector* », *Working Paper Series*, n° 2819, BCE, mai 2023 ; E-DSGE I : cf. Priftis (R.) et Schoenle (R.), « *Energy shocks through the banking sector and the fiscal-monetary policy mix* », BCE, à paraître ; E-DSGE II : cf. Ferrari (A.) et Nispi Landi (V.), « *Toward a green economy : the role of central bank's asset purchases* », *International Journal of Central Banking*, vol. 19(4), à paraître ; G-Cubed : cf. McKibbin (W.J.) et Wilcoxen (P.J.), « *The theoretical and empirical structure of the G-Cubed model* », *Economic Modelling*, vol. 16(1), janvier 1998, p. 123-148 ; NIGEM : cf. Hantzsche (A.), Lopresto (M.) et Young (G.), « *Using NIGEM in uncertain times : Introduction and overview of NIGEM* », *National Institute Economic Review*, vol. 244, mai 2018, p. 1-14 ; Oxford Economics : cf. « *Global Economic Model* » sur le site Internet d'Oxford Economics.

Les modèles de la suite présentent les éléments environnementaux et macroéconomiques nécessaires pour permettre la transmission des taxes carbone via le secteur de l'énergie, tout en différant en termes de granularité sectorielle. Les modèles DSGE font la distinction entre les intrants énergétiques « sales » et « propres » pour la consommation, la production, ou les deux, tandis que les modèles commerciaux font la distinction entre les intrants énergétiques tels que l'électricité, le gaz, le pétrole, le charbon et les énergies renouvelables pour la production d'énergie. Dans la mesure où le secteur de l'énergie est désagrégé plutôt qu'agrégé, les modèles permettent la substitution des intrants énergétiques à forte intensité de carbone induite par les variations de leurs prix relatifs à la suite de hausses des taxes carbone. En raison de cette réallocation, les émissions de carbone – qui sont un sous-produit de la production dans le secteur des énergies dites « sales » – diminuent en conséquence.

Les effets macroéconomiques des augmentations des taxes carbone dépendent, selon les modèles, de la nature et de l'importance relative de canaux de transmission spécifiques, notamment de la manière dont les ménages ou les entreprises prennent en compte les futures augmentations des prix du carbone dans leurs dépenses courantes ou leurs décisions de fixation des prix. En termes nominaux, les taxes carbone affectent l'inflation principalement par le biais des prix de l'énergie – directement via les dépenses de consommation d'énergie et indirectement via les coûts de production des entreprises. En termes réels, les hausses des prix de l'énergie induites par les taxes carbone freinent la demande intérieure en réduisant les revenus réels des ménages et les bénéfices des entreprises. Plus ces effets sont anticipés via des anticipations prospectives, plus ils conduiront à une baisse concentrée en début de période de la consommation et de

l'investissement. De même, ces effets peuvent entraîner une augmentation en début de période des prix fixés par les entreprises en prévision d'une hausse des coûts énergétiques. L'impact des taxes carbone, en particulier sur l'investissement, dépend également de la présence d'effets d'amplification financière. Les baisses liées aux coûts des bénéficiaires des entreprises pourraient entraîner une baisse des prix des actifs, ce qui limiterait l'accès des entreprises au financement bancaire.

Une autre caractéristique distinctive tient à l'hétérogénéité des ménages, les taxes carbone étant régressives et ayant des effets redistributifs. Les augmentations des taxes carbone affectent davantage les ménages à faibles revenus que les ménages à revenus élevés, renforçant ainsi l'impact défavorable sur la demande agrégée. Ce canal de distribution montre que la politique budgétaire joue un rôle important. En particulier, la redistribution des recettes de la taxe carbone aux ménages à faibles revenus par le biais de transferts ciblés peut atténuer l'impact défavorable sur la demande. La comparaison des différentes conceptions de la politique budgétaire ayant pour objectif de réduire les effets défavorables sur la demande dépassant le cadre de cet exercice, les hypothèses du scénario ont été calibrées de manière à garantir que la politique budgétaire demeure suffisamment passive sans entraîner d'effets secondaires sur la demande (par exemple, on fait l'hypothèse que les recettes de la taxe carbone sont reversées aux ménages sous forme d'un paiement forfaitaire ou utilisées pour réduire la dette publique, en fonction du modèle).

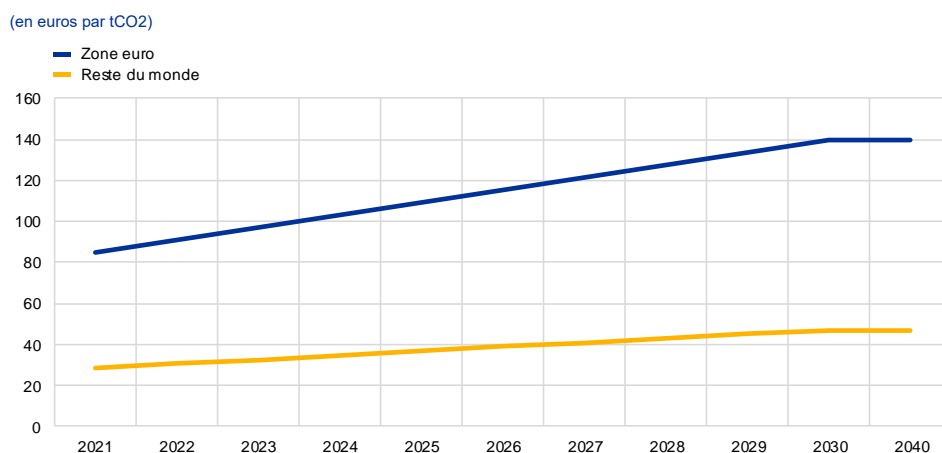
Les modèles employés attribuent également un rôle explicite à la politique monétaire, qui influence l'impact macroéconomique global à court et moyen terme des taxes carbone. Tous les modèles utilisent des règles de type Taylor, selon lesquelles le taux d'intérêt réagit à une mesure de l'inflation et à l'activité, bien qu'à des degrés divers d'un modèle à l'autre. L'impact précis de la politique monétaire dépend de la spécification de la règle utilisée dans chaque modèle et de la puissance relative des différents canaux de transmission de la taxe carbone.

4 Le scénario de taxe carbone

Les prix initiaux du carbone dans le scénario sont ancrés sur les estimations du TEC établi par l'OCDE pour 2021 et sur le scénario zéro émissions nettes de l'AIE. Dans ce scénario, on suppose que le TEC moyen dans la zone euro augmente de manière linéaire, passant de 85 euros/tCO₂ en 2021 à 140 euros/tCO₂ en 2030, conformément à l'objectif intermédiaire de tarification du carbone pour les économies avancées s'étant engagées à atteindre la neutralité carbone, comme cela a été envisagé dans le scénario zéro émissions nettes de l'édition 2022 des Perspectives énergétiques mondiales (*World Energy Outlook*, WEO) publiées par l'AIE. Pour le reste du monde, le scénario fait l'hypothèse d'une augmentation proportionnelle à partir de niveaux plus bas (graphique 3). L'incertitude demeure quant au fait de savoir si ces trajectoires du TEC sont suffisamment ambitieuses, les estimations relatives à l'objectif de prix du carbone différant largement d'une institution à l'autre. Comme les prix du carbone entrent dans les modèles sous forme d'une taxe, on utilise de manière interchangeable les expressions « scénario de tarification du carbone » ou « scénario de taxe carbone ».

Graphique 3

Trajectoire des prix du carbone dans le scénario



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

L'impact du scénario de taxe carbone est comparé à un scénario de référence où l'on suppose qu'il n'y a aucune modification de la taxe carbone et qu'aucun événement climatique n'affecte négativement l'économie sur l'horizon de simulation. En effet, alors même que les dommages économiques résultant du changement climatique en raison de la concentration existante de GES dans l'atmosphère se matérialisent, leur calendrier et leur ampleur sont difficiles à quantifier. Cette approche implique également que le scénario de taxe carbone ne réduit pas significativement la probabilité et l'incidence des risques physiques liés au climat dans les années à venir. De toute évidence, l'hypothèse selon laquelle ne pas augmenter les taxes carbone n'entraînerait aucun dommage climatique n'est pas réaliste à long terme.

Le scénario a un périmètre plus étroit que celui des scénarios climatiques du Fonds monétaire international (FMI) ou du Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS). Le scénario fait l'hypothèse que la politique budgétaire est neutre dans la mesure du possible et que la politique monétaire réagit selon une règle spécifique au modèle (cf. encadré 1). En revanche, l'analyse du FMI examine d'autres hypothèses de politique budgétaire, tandis que la configuration plus simple adoptée dans cet article reflète un choix délibéré de conserver la souplesse de l'analyse compte tenu de l'utilisation dans le modèle d'un portefeuille relativement complexe et diversifié ¹¹. Les scénarios climatiques du NGFS considèrent un éventail de risques physiques alternatifs et de trajectoires de transition jusqu'à 2100 associés à différentes politiques climatiques calibrées pour atteindre certains objectifs de température d'ici la fin du siècle ¹².

¹¹ Cf. « Incidences macroéconomiques à court terme des politiques de décarbonation », *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2022, chapitre 3.

¹² Pour plus d'informations, cf. le [Portail de scénarios du NGFS](#).

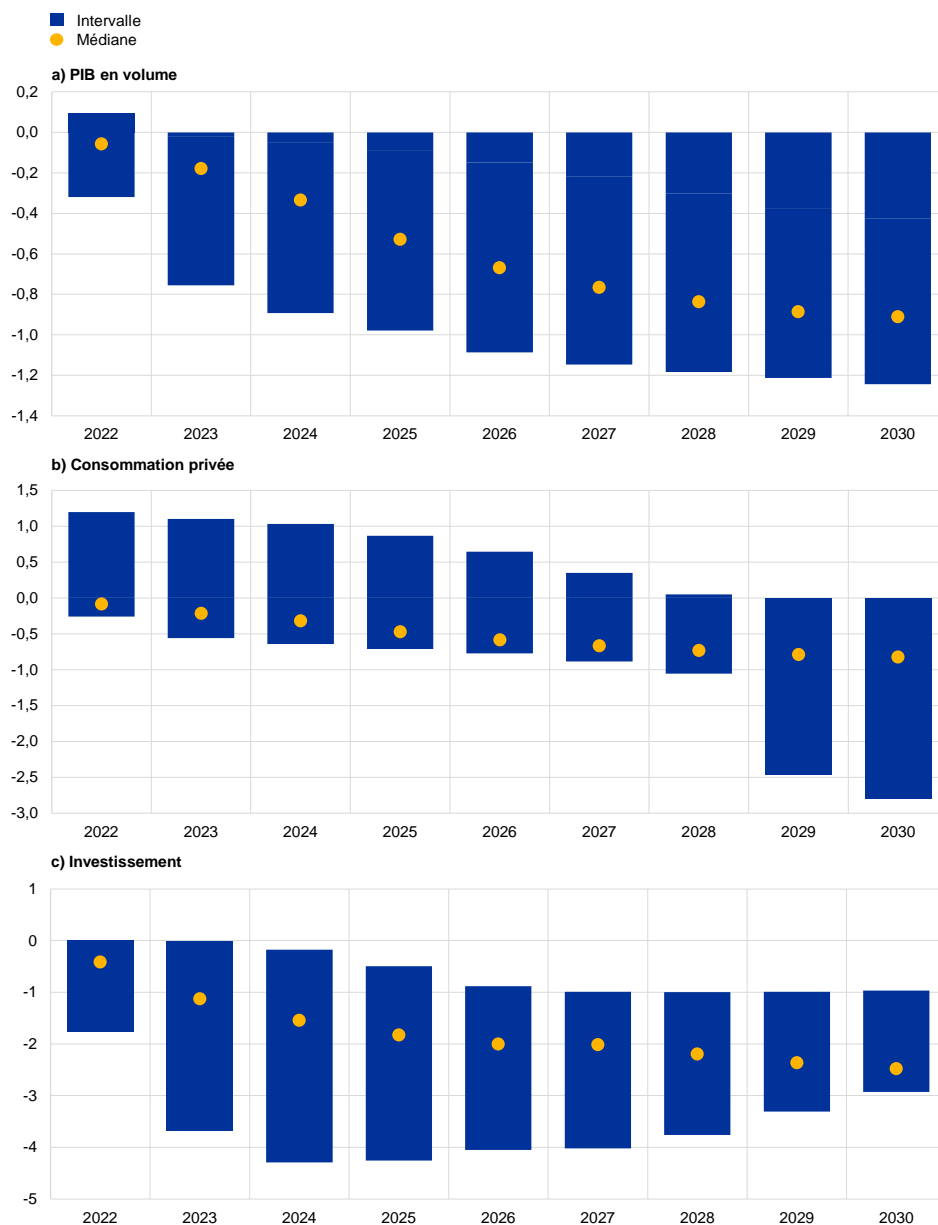
5 Les effets du scénario de taxe carbone

L'impact global du scénario de taxe carbone sur le PIB en volume est relativement contenu (graphique 4, partie a). On observe une augmentation relativement progressive des effets sur le PIB sur l'horizon de projection, avec un effet permanent sur le niveau du PIB en 2030. En particulier, le PIB s'établit dans un intervalle compris entre 0,5 % et 1,2 % au-dessous du scénario de référence en 2030, ce qui se traduit par une croissance annuelle moyenne du PIB inférieure au scénario de référence d'environ 0,1 point de pourcentage sur l'horizon du scénario. En général, les résultats sont assez dispersés entre les modèles, sous l'effet d'impacts différents sur la consommation privée et, en particulier, sur l'investissement. Les modèles DSGE, qui intègrent les frictions financières, font apparaître la baisse du PIB la plus prononcée.

Graphique 4

Impact de la politique de taxe carbone sur le PIB et sur une sélection de composantes

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM et Oxford Economics.

Note : Le graphique présente les impacts (intervalle et médiane) du scénario de taxe carbone sur le PIB en volume, la consommation privée et l'investissement des entreprises dans la zone euro entre 2022 et 2030.

La consommation privée est freinée dans tous les modèles, car la hausse des prix de l'énergie réduit le revenu des ménages (graphique 4, partie b). Du fait des pertes de revenu, les ménages réduisent leur consommation. Ils anticipent ces réductions des dépenses dans la mesure où ils intègrent des pertes de revenus futures liées à la hausse des prix de l'énergie dans leurs décisions actuelles de dépenses. C'est le cas dans les modèles où les ménages ont un comportement prospectif. En revanche, dans les modèles où ils ont un comportement plus

rétrospectif, la baisse de la consommation résulte essentiellement d'une baisse du revenu disponible actuel, l'impact ne se fait donc sentir que progressivement au fil du temps. La politique budgétaire constitue un autre facteur à l'origine de différences dans les réponses de consommation entre les différents modèles. Des conceptions alternatives spécifiques au modèle de la réponse de politique budgétaire à l'augmentation de la taxe carbone entraînent des différences en ce qui concerne l'impact sur le revenu et sur la consommation privée. Par exemple, dans certains modèles, la neutralité budgétaire est mise en œuvre via des transferts forfaitaires de recettes fiscales aux ménages, qui servent ensuite à amortir l'impact négatif sur le revenu et la consommation ¹³.

L'investissement diminue, bien qu'à différents degrés selon les modèles, car la hausse des prix de l'énergie comprime les bénéfices des entreprises (graphique 4, partie c). La diminution des bénéfices des entreprises pèse sur l'investissement. Cet impact se renforce à mesure que la baisse des bénéfices fait baisser la valeur des actifs physiques des entreprises (c'est-à-dire le prix virtuel du capital, en particulier dans les secteurs des combustibles fossiles) et durcit les conditions de financement. Ce canal est plus prononcé dans les modèles DSGE que dans les modèles commerciaux à grande échelle où les réponses de l'investissement se fondent sur le coût d'utilisation du capital. La trajectoire de l'investissement agrégé peut masquer des réallocations sectorielles significatives de capital, caractérisées par la surcompensation de la croissance robuste de l'investissement dans le secteur des énergies renouvelables par des pertes considérables de capital dans les secteurs des combustibles fossiles.

Si l'impact sur l'inflation est également modéré et diminue progressivement vers la fin de l'horizon du scénario, il existe des différences dans les dynamiques d'inflation à court terme (graphique 5, parties a et b). Dans certains modèles, l'impact se matérialise plutôt au début de l'horizon, les entreprises fixant leurs prix de manière plus prospective, et intégrant également les hausses futures des prix de l'énergie. Dans d'autres modèles où les entreprises ont un comportement de fixation des prix plus rétrospectif, l'impact sur l'inflation est plus progressif. L'inflation *core* (mesurée comme l'inflation hors impact direct des prix de l'énergie) est à peine affectée. Dans l'ensemble, l'impact sur l'inflation tend vers zéro à la fin de l'horizon du scénario dans tous les modèles, mais le niveau des prix se sera déplacé de manière permanente vers un niveau plus élevé d'ici 2030.

L'arbitrage de politique monétaire créé par le scénario de taxe carbone semble limité (graphique 5, partie c). Mesurée en termes de réponse des taux d'intérêt nominaux à court terme, la politique monétaire réagit modérément dans l'ensemble des modèles. Les taux d'intérêt évoluent au sein d'une fourchette étroite, augmentant dans les modèles qui mettent l'accent sur les effets du côté de l'offre (principalement sur l'inflation) et diminuant dans ceux qui mettent en avant les effets du côté de la demande. Dans l'ensemble, en équilibrant les effets du côté de la demande et de l'offre, l'orientation de la politique monétaire est légèrement

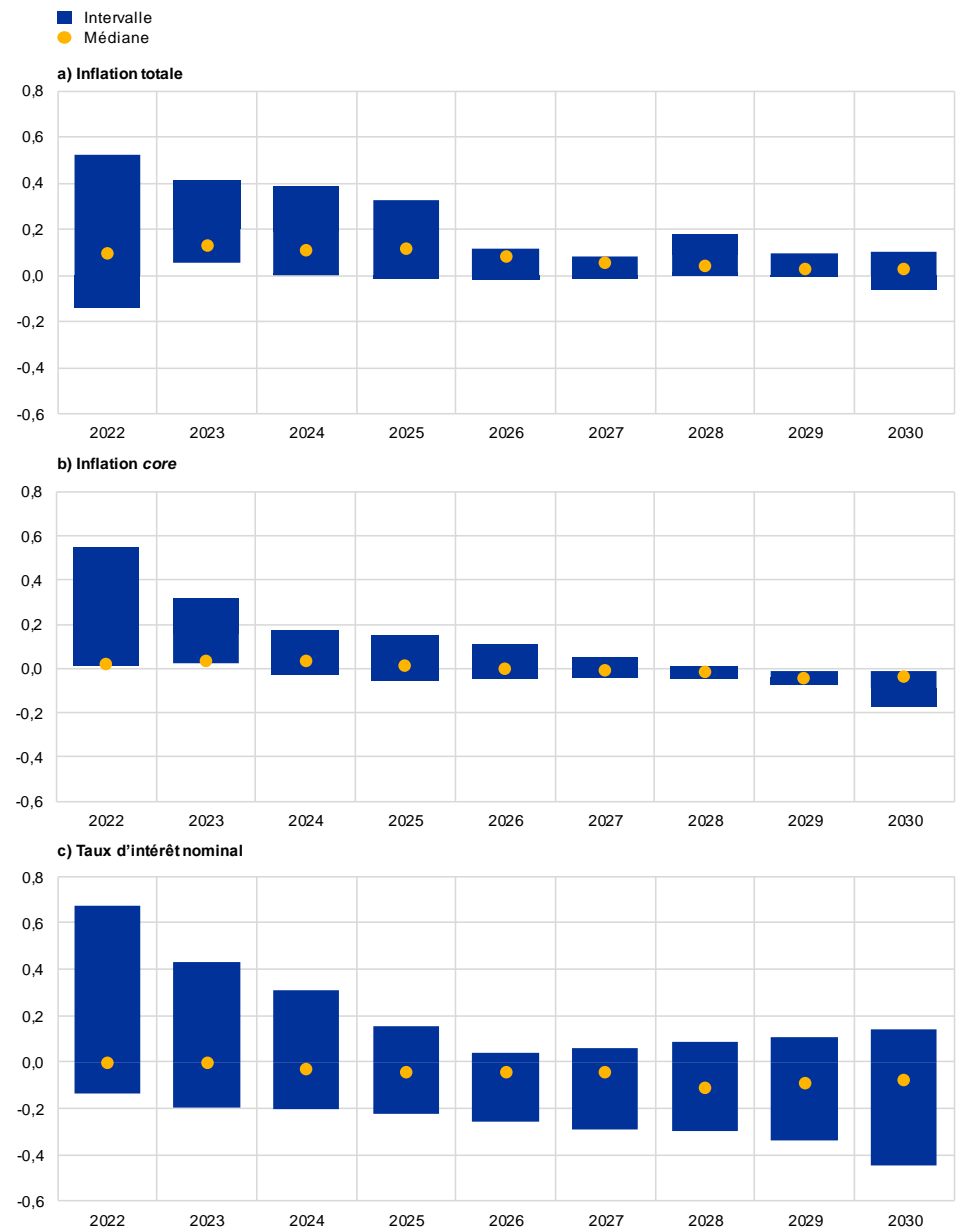
¹³ L'analyse de sensibilité fondée sur le modèle NAWM-E montre qu'il est possible de remédier aux effets régressifs d'une augmentation de la taxe carbone sur les ménages à faibles revenus en procédant à des transferts ciblés des recettes fiscales. Cf. Coenen *et al.*, *op. cit.*

assouplie, comme l'illustre la baisse du taux d'intérêt en termes réels dans l'ensemble des modèles.

Graphique 5

Impact de la politique de taxe carbone sur les mesures de l'inflation et la réponse de politique monétaire

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



Sources : NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM et Oxford Economics.

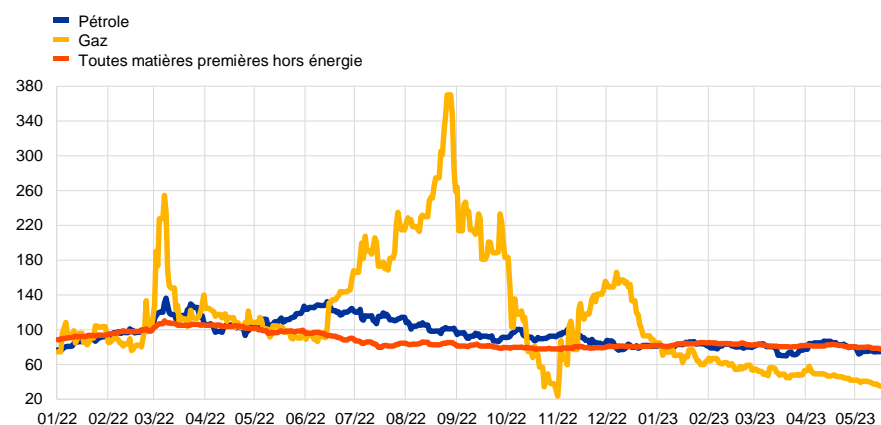
Notes : Le graphique présente les impacts (intervalle et médiane) du scénario de taxe carbone sur l'inflation totale, l'inflation core et le taux d'intérêt nominal à court terme dans la zone euro entre 2022 et 2030. Les mesures de l'inflation core ne sont présentées que pour les modèles NAWM-E, G-Cubed et Oxford Economics.

La faible ampleur de l'impact de l'augmentation de la taxe carbone sur l'inflation met également en évidence sa nature économique différente lorsqu'il est comparé à un choc sur l'offre d'énergie. La faible ampleur de l'impact sur l'inflation peut être comparée à celle d'un choc sur l'offre d'énergie pour

souligner sa nature spécifique. On suppose que l'augmentation du prix du carbone est mise en œuvre de manière progressive, mais persistante et prévisible, laissant ainsi à l'économie le temps de s'ajuster. En outre, elle affecte les prix des biens et les coûts de production à proportion de leur teneur en carbone. En revanche, un choc sur l'offre d'énergie est généralement non anticipé, plus important et plus temporaire. Il affecte les prix de l'énergie sans distinction ou pas à proportion de leur teneur en carbone. Ces aspects sont illustrés par l'évolution des prix du gaz depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie (graphique 6). Au début de l'invasion et au cours des mois suivants, les prix du gaz ont fortement augmenté, mais ont enregistré une baisse prononcée ces derniers mois. Au cours de la même période, les prix du pétrole ont également fluctué significativement, mais leurs fluctuations ont été bien plus limitées que les fluctuations extrêmes des prix du gaz liées aux craintes de perturbations possibles de l'approvisionnement en gaz dans la zone euro en 2022.

Graphique 6
Évolutions des prix des matières premières

(indice : 23 février 2022 = 100)



Sources : Refinitiv, HWWI et calculs de la BCE.

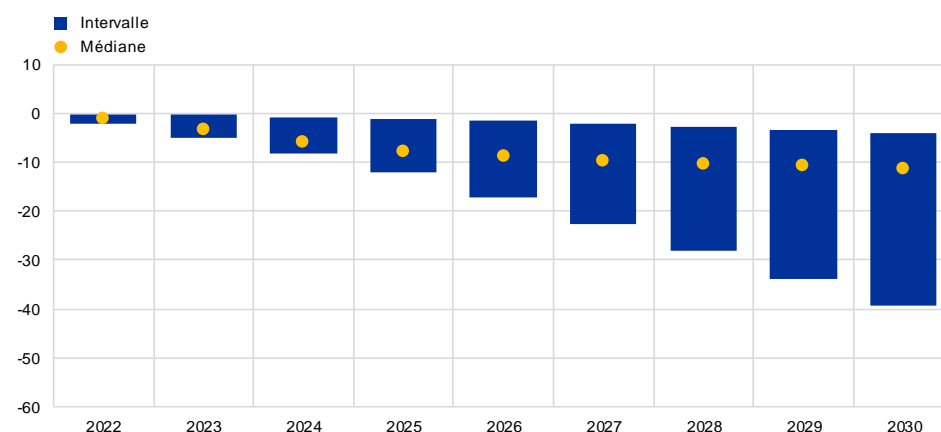
Notes : Le gaz se rapporte au prix du gaz TTF néerlandais. Les données sont indexées sur les valeurs observées le jour précédant le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2023. Les dernières observations se rapportent au 22 mai 2023 pour le pétrole et le gaz et au 19 mai 2023 pour les matières premières hors énergie.

Les simulations des modèles suggèrent que des ajustements aux seuls prix du carbone pourraient être insuffisants pour atteindre les objectifs ambitieux d'émissions de l'UE (graphique 7). La dispersion des réductions estimées des émissions de carbone obtenues au moyen d'une augmentation du prix du carbone est très importante dans l'ensemble des modèles. Les modèles avec de faibles élasticités de substitution entre les technologies à fortes émissions de carbone et les technologies d'énergies renouvelables, des coûts d'ajustement du capital élevé et une offre d'énergie renouvelable moins réactive présentent généralement des réductions moins importantes des émissions de carbone pour un impact donné sur la production. Dans l'ensemble, la médiane des estimations largement dispersées indique une réduction des émissions de carbone d'environ 11 % d'ici 2030. Cela n'est qu'une contribution limitée pour atteindre l'objectif intermédiaire de l'UE visant à réduire de 46 % les émissions entre 2021 et 2030. L'insuffisance de la réduction des émissions et leur dispersion entre les modèles reflètent des canaux de propagation spécifiques aux modèles, en particulier en lien avec l'élasticité de

substitution entre les combustibles à fortes émissions de carbone et à faibles émissions de carbone. En outre, le scénario zéro émissions nettes de l'AIE est plus complet et implique un large ensemble de mesures politiques allant au-delà de la tarification du carbone. La dimension globale de la mise en œuvre d'une taxe carbone et ses implications sont examinées plus en détail dans l'encadré 2.

Graphique 7 Impact sur les émissions de carbone

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM et Oxford Economics.

Note : Le graphique présente l'impact (intervalle et médiane) du scénario de taxation du carbone sur les émissions de carbone de la zone euro entre 2022 et 2030.

L'accroissement de l'offre d'énergie verte conjugué aux gains d'efficacité technologique, venant compléter un prix du carbone suffisamment élevé, contribuera à remédier aux écarts en matière de réduction des émissions.

À titre d'exemple, les simulations utilisant le modèle NAWM-E indiquent qu'une augmentation de 10 % de l'offre de ressources renouvelables ou de l'efficacité de la production d'énergie verte réduirait les émissions de carbone de 2 points de pourcentage supplémentaires (cf. Coenen *et al.*, *op. cit.*). Dans ces cas-là, la réduction des émissions de carbone est plus importante même si la baisse du PIB est moindre. De même, les politiques qui favorisent une plus grande élasticité de substitution entre les énergies à forte intensité de carbone et les énergies vertes contribueraient également à réduire les émissions. En s'appuyant sur le modèle NAWM-E, une plus grande élasticité que supposé dans le modèle entraînerait également une réduction supplémentaire des émissions d'environ 3,5 points de pourcentage, à condition que l'offre d'énergie verte s'ajuste.

Le scénario de taxe carbone génère des recettes supplémentaires qui pourraient être utilisées pour financer les investissements verts.

L'augmentation progressive de la taxe carbone génère des recettes annuelles moyennes comprises entre 0,3 % et 1,1 % du PIB en 2030. Bien qu'il n'existe aucune ventilation exacte des investissements totaux, selon les estimations de la Commission européenne, environ 1 000 milliards d'euros (6 % du PIB) d'investissements privés et publics par an seront nécessaires sur la période 2021-2030 pour atteindre l'objectif du paquet « Ajustement à l'objectif 55 », suggérant qu'il est peu probable que la part publique de ces investissements soit

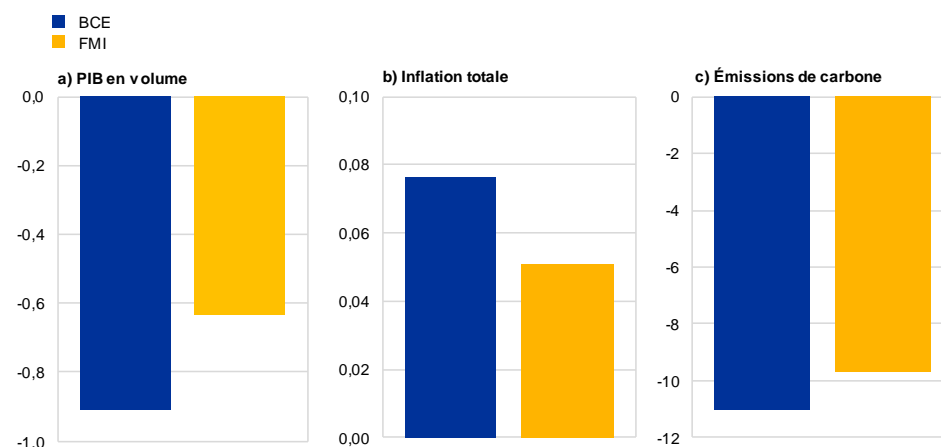
uniquement financée par les recettes de la taxe carbone telles qu'elles sont générées dans le scénario ¹⁴.

Ces conclusions tirées du scénario de taxe carbone sont largement cohérentes avec celles du FMI (graphique 8). Une comparaison du scénario de taxe carbone avec une analyse comparable réalisée par le FMI dans l'édition d'octobre 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale* indique que, pour une augmentation d'ampleur similaire de la taxe carbone, l'impact sur le PIB, l'inflation et les émissions de carbone se situe dans la même fourchette ¹⁵. Afin de réaliser une comparaison significative entre les deux analyses, l'augmentation de la taxe carbone dans la zone euro dans l'analyse du FMI est normalisée pour correspondre à l'augmentation de la taxe carbone utilisée dans le scénario du présent article. La taxe carbone augmente de 135 dollars/tCO₂ dans le scénario principal du FMI, contre 55 euros/tCO₂ dans le scénario de référence du présent article.

Graphique 8

Comparaison des conclusions du modèle avec les estimations du FMI

(Partie a) : écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence en 2030 ; partie b) : écarts en points de pourcentage par rapport au scénario de référence, moyenne annuelle sur la période 2022-2030 ; partie c) : écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence en 2030)



Sources : NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM, Oxford Economics et modèle GMMET du FMI.

Notes : La partie a) présente l'impact du scénario de taxe carbone sur le PIB en volume en 2030 ; la partie b) présente l'impact moyen du scénario sur l'inflation totale entre 2022 et 2030 ; et la partie c) présente l'impact du scénario sur les émissions de CO₂ en 2030.

Pour les modèles de la BCE, les effets sur la médiane sont indiqués. Les effets estimés par le FMI ont été recalculés pour refléter une augmentation de même ampleur des taxes carbone.

¹⁴ Cf. « L'économie de l'UE après la pandémie de COVID-19 : conséquences pour la gouvernance économique », Commission européenne, octobre 2021.

¹⁵ L'analyse du FMI envisage des paquets de mesures alternatifs en ce qui concerne l'utilisation des recettes fiscales générées par l'augmentation de la taxe carbone. Cf. « Incidences macroéconomiques à court terme des politiques de décarbonation », *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2022, chapitre 3. La comparaison est réalisée pour le cas où les recettes fiscales sont transférées aux ménages, ce qui correspond, d'un point de vue budgétaire, à la situation la plus neutre et la plus cohérente avec l'approche suivie pour l'analyse basée sur le modèle DSGE présentée dans cet article.

Encadré 2

La dimension mondiale d'une taxe carbone : une analyse de sensibilité

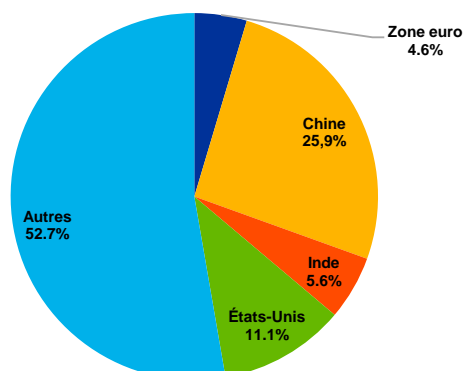
Alina Bobasu, Alistair Dieppe, John Hutchinson, Arthur Saint-Guilhem et Aurelian Vlad

La zone euro ayant contribué pour environ 5 % aux émissions de CO₂ mondiales en 2021 (graphique A), toute politique de taxe carbone potentielle mise en œuvre dans le reste du monde aurait des conséquences macroéconomiques potentiellement significatives, y compris pour la zone euro, et des implications en matière de réduction des émissions de carbone, de compétitivité et de termes de l'échange. Cet encadré présente une analyse de sensibilité de l'impact que différentes hypothèses concernant la taxe carbone pour le reste du monde ont sur l'économie de la zone euro et sur les émissions de CO₂ mondiales à l'aide des modèles globaux Oxford Economics et NiGEM. Il apparaît que plus le périmètre de la taxe carbone mondiale sera uniforme et ambitieux, plus la réduction de la demande mondiale de combustibles fossiles et des émissions de CO₂ sera forte et plus l'impact défavorable sur l'économie de la zone euro sera prononcé. Globalement, les résultats soulignent l'importance d'une coopération internationale synchronisée en matière de politique climatique.

Graphique A

Émissions de carbone mondiales

(pourcentages)



Source : « *Global Energy Review: CO₂ Emissions in 2021* », AIE, 2022.

Note : Le graphique présente les contributions par région aux émissions annuelles mondiales de CO₂ sur la base de l'analyse de l'AIE.

Deux scénarios sont envisagés, qui diffèrent du scénario de référence en ce qui concerne l'hypothèse sur la taxe carbone pour le reste du monde : 1) « reste du monde élevé », où le reste du monde atteint le même niveau de taxe carbone que la zone euro d'ici à 2030 ; et 2) « pas de reste du monde », où aucune taxe carbone n'est mise en œuvre dans le reste du monde. Les scénarios 1) et 2) peuvent être vus comme des limites supérieures et inférieures du scénario de référence tel que présenté dans le corps du présent article ¹⁶.

Si le PIB de la zone euro s'inscrit en baisse régulière dans les trois scénarios, c'est dans le scénario de taxe carbone « reste du monde élevé » que le recul est le plus prononcé (graphique B). Dans ce scénario, la taxe carbone plus élevée mise en œuvre dans le reste du monde freine la demande étrangère adressée à la zone euro, ce qui exerce un effet négatif sur le PIB de la zone. Dans le scénario « pas de reste du monde », l'impact sur le PIB de la zone euro est plus faible que

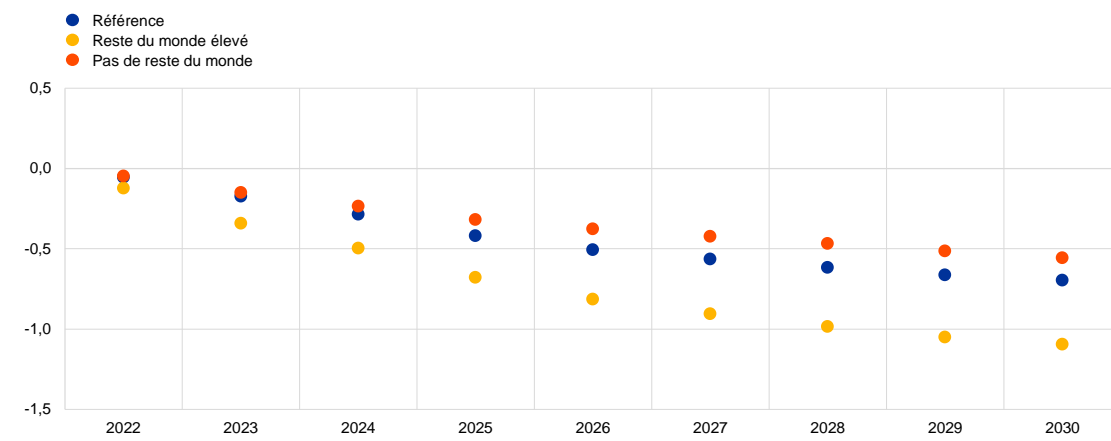
¹⁶ Dans les deux scénarios, on fait l'hypothèse de taux de change fixes.

dans le scénario de référence, en raison du frein moins prononcé exercé par la demande étrangère adressée à la zone euro.

Graphique B

Impact sur le PIB en volume de la zone euro

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence, moyennes annuelles)



Sources : NiGEM, Oxford Economics et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'impact moyen sur le PIB en volume de la zone euro dans les modèles Oxford Economics et NiGEM pour trois scénarios de taxe carbone différents comportant des hypothèses différentes sur la hausse de la taxe carbone dans le reste du monde entre 2022 et 2030.

Conformément aux canaux de transmission mondiaux décrits dans la section 3, la hausse de la taxe carbone entraîne une amélioration des termes de l'échange (la quantité de biens qu'un pays peut acquérir pour une certaine quantité de biens exportés) pour les pays importateurs d'énergie et une détérioration pour les exportateurs de matières premières (graphique C, partie a).

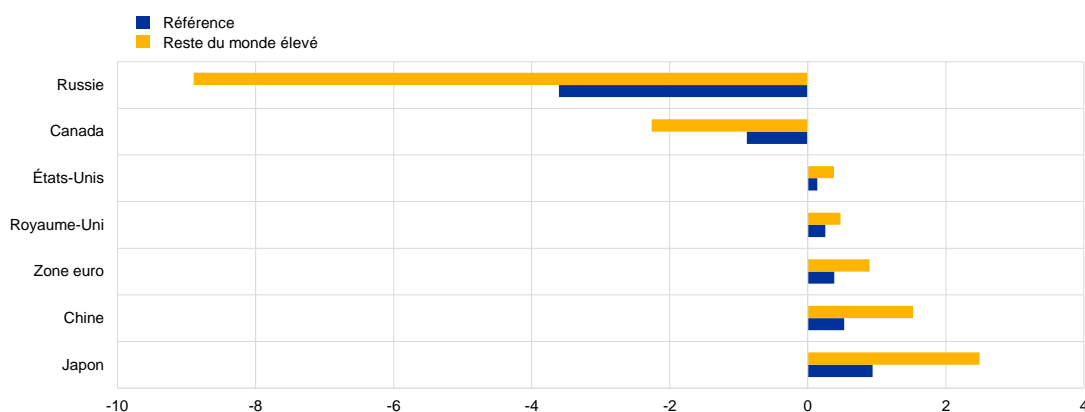
Les exportateurs de matières premières subissent une détérioration de leurs termes de l'échange parce que la demande mondiale de combustibles fossiles et leurs prix (hors taxe) diminuent d'ici à la fin de l'horizon du scénario en raison des hausses du prix du carbone. Cet effet est différent de celui d'un choc d'offre d'énergie, où le renchérissement des combustibles fossiles bénéficie aux termes de l'échange des exportateurs de matières premières. Pour la zone euro, à long terme, les termes de l'échange s'améliorent globalement, en particulier dans le scénario « reste du monde élevé », car la hausse relative des prix à l'exportation dépasse *in fine* celle des prix à l'importation.

Graphique C

Impact sur les termes de l'échange et sur l'intensité en énergies fossiles

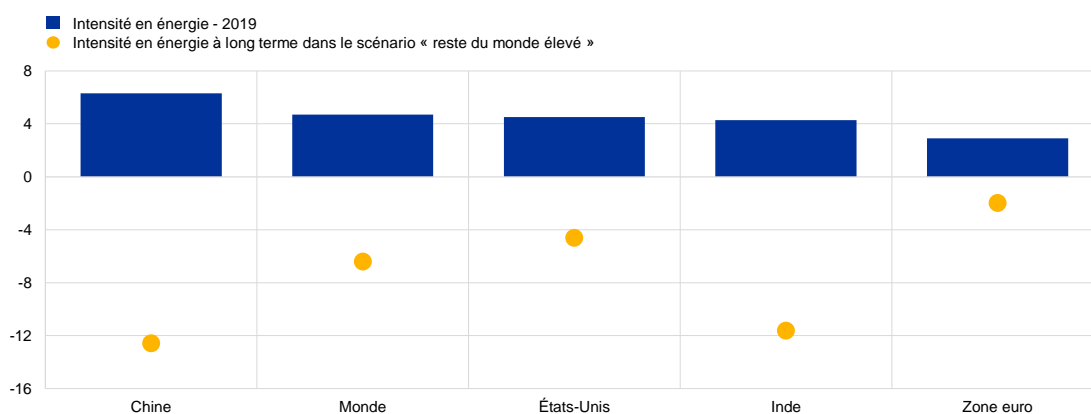
a) Termes de l'échange

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence)



b) Intensité en énergies fossiles : résultats historiques et fondés sur des modèles

(MJ par PIB en USD exprimé en dollars de 2017 en parité de pouvoir d'achat ; écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : Modèles globaux NIGEM et Oxford Economics et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a) présente les variations des termes de l'échange à long terme pour le scénario de taxe carbone de référence et le scénario « reste du monde élevé ». La partie b) présente les variations de l'intensité en énergie dans le scénario de taxe carbone « reste du monde élevé ». Les résultats sont fondés sur la moyenne des modèles Oxford Economics et NIGEM.

L'exercice montre également que, pour une hausse donnée du prix du carbone, la réduction des émissions de carbone et les effets macroéconomiques qui en résultent varient selon les pays en fonction de leur niveau de dépendance aux combustibles fossiles. En particulier, les pays qui dépendent davantage des combustibles fossiles, tels que la Chine, enregistreraient la réduction la plus importante de leur intensité en énergies fossiles en mettant en œuvre une politique de taxe carbone (graphique C, partie b). En revanche, les pays moins dépendants des combustibles fossiles enregistreraient une réduction plus modeste. Cette situation illustre le fait que les gains marginaux retirés de la tarification du carbone en matière de réduction de l'intensité en combustibles fossiles devraient essentiellement provenir des économies à forte intensité en carbone. De plus, on peut s'attendre à une diminution de ces gains au fil du temps, à mesure que la politique est mise en œuvre.

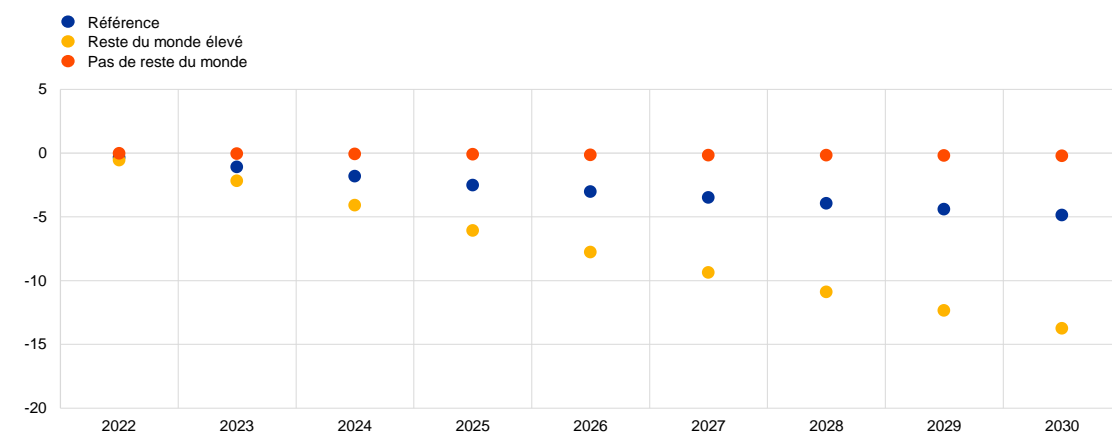
Plus la politique mondiale en matière de taxe carbone est uniforme et ambitieuse, plus les réductions des émissions de CO₂ seront importantes, sans toutefois respecter les engagements climatiques mondiaux (graphique D). Globalement, les émissions de CO₂ mondiales pour 2030

sont réduites d'environ 15 % dans le scénario de taxe carbone « reste du monde élevé », soit environ trois fois plus que dans le scénario de référence. Ces évolutions contrastent fortement avec le scénario « pas de reste du monde », dans lequel la zone euro met en œuvre une politique de taxe de carbone de façon unilatérale. Dans ce cas, on n'observe qu'une réduction insignifiante des émissions mondiales de CO₂.

Graphique D

Émissions mondiales de CO₂

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : Modèles NiGEM et Oxford Economics.

Note : Le graphique présente l'impact moyen sur les émissions de carbone mondiales dans les modèles Oxford Economics et NiGEM pour trois scénarios de taxe carbone différents comportant des hypothèses différentes concernant la hausse de la taxe carbone dans le reste du monde entre 2022 et 2030.

Globalement, ces scénarios illustrent l'importance de la coopération internationale en matière de politique climatique, la nécessité d'un prix du carbone suffisamment élevé et l'importance de l'utilisation d'un large portefeuille d'instruments de politique carbone adaptés à la structure de chaque pays.

Une banque centrale qui préfère « faire abstraction » (« *looking through* ») des effets directs d'une inflation induite par une taxe carbone afin d'atténuer les pertes de production devra tolérer une inflation totale plus élevée sur une période prolongée (graphique 9). Afin d'examiner l'arbitrage production/inflation auquel la banque centrale est confrontée, une analyse de sensibilité supplémentaire a été réalisée à l'aide du modèle NAWM-E. L'analyse illustrative fait l'hypothèse que la banque centrale suit une règle de Taylor simple et choisit soit de contrer les effets inflationnistes directs du renchérissement de l'énergie induit par la taxe carbone en se concentrant sur la stabilisation de l'inflation totale soit, au contraire, de faire abstraction de ces effets directs et de se concentrer sur l'inflation *core*, c'est-à-dire l'inflation hors énergie¹⁷. D'après le modèle, l'augmentation de la taxe carbone fait baisser la production et tire l'inflation vers le haut dans les deux cas, mais à des degrés différents. Si la banque centrale souhaite atténuer les pertes de production

¹⁷ Pour une analyse normative de la réaction de la politique monétaire à un choc de taxe carbone dans un modèle stylisé de type « nouveau keynésien », cf. Olovsson (C.) et Vestin (D.), « *Greenflation?* », *Working Paper Series*, n° 420, Sveriges Riksbank, mai 2023. L'analyse suggère qu'il est optimal pour la politique monétaire de faire abstraction de la hausse des prix de l'énergie due à la taxe carbone et de se concentrer sur l'inflation *core*.

liées à la lutte contre l'impact inflationniste direct de la hausse induite des prix de l'énergie, elle peut faire abstraction de l'impact des prix de l'énergie et se concentrer sur la stabilisation de l'inflation *core*. L'adoption de cette approche « par transparence » (« *look-through approach* ») se traduirait par un assouplissement plus prononcé de l'orientation de politique monétaire, comme le montre le recul plus important du taux d'intérêt réel, et limiterait ainsi les pertes de production, mais au prix d'une hausse de l'inflation totale. Dans le même temps, dans la mesure où une telle approche génère un écart de l'inflation totale à sa cible nettement prolongé par rapport à l'approche de stabilisation de l'inflation totale, elle peut entraîner une perte de crédibilité de la politique monétaire et accroître le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation. Dans ces circonstances, la politique monétaire devrait corriger son approche par transparence et, face à la hausse des coûts, agir avec force pour stabiliser la production et de l'inflation. Toutefois, une réaction très vigoureuse pourrait également ramener de façon persistante l'inflation *core* au-dessous de la cible d'inflation.

Graphique 9

La politique monétaire et l'arbitrage production/inflation : analyse de la sensibilité

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



Source : NAWM-E.

Notes : Le graphique présente les impacts du scénario de taxe carbone sur le PIB en volume de la zone euro, l'inflation totale et le taux d'intérêt réel à court terme entre 2022 et 2030. Dans les simulations sous-jacentes, la politique monétaire suit une règle de taux d'intérêt de type règle de Taylor avec une réaction soit à l'inflation totale, soit à l'inflation core, ainsi qu'une réaction à l'écart de production. En revanche, la règle de taux d'intérêt par défaut du modèle inclut les réactions à l'inflation core et à l'écart de croissance de la production.

6 Conclusions

Les estimations fondées sur des modèles de l'impact d'une trajectoire de taxe carbone plausible pour le reste de la décennie suggèrent des effets limités sur la production et l'inflation, mais aussi une contribution seulement limitée pour

atteindre les objectifs de réduction des émissions de carbone de l'UE.

Les hausses du prix du carbone affectent la production et l'inflation principalement via le renchérissement de l'énergie, mais leur impact dépend également des effets distributifs, des politiques de transition mondiales, des politiques monétaire et budgétaire et de la capacité des intermédiaires financiers à soutenir la réallocation du capital. Des hausses du prix du carbone conformes au scénario zéro émission nette d'ici 2050 de l'AIE suggèrent un impact modéré sur le PIB et l'inflation de la zone euro au cours de la décennie actuelle, avec un arbitrage production/inflation modeste pour la politique monétaire dans la mesure où elle cherche à préserver la stabilité des prix à moyen terme. Dans le même temps, les réductions d'émissions de carbone estimées sont limitées, étant égales à environ un quart de l'objectif intermédiaire de l'UE. Réduire davantage les émissions par le biais d'une hausse du prix du carbone aurait un impact plus fort sur l'inflation et le PIB, avec un arbitrage plus marqué pour la politique monétaire. Dans tous les cas, atteindre les objectifs climatiques de l'UE nécessitera d'associer une tarification ambitieuse des émissions de carbone à des mesures réglementaires supplémentaires et à l'innovation technologique, comme décrit dans le paquet « Ajustement à l'objectif 55 ».

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

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/
Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodological definitions can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3.0	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.0	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3	
2021	6.3	5.9	7.6	2.2	8.1	5.5	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6	
2022	3.2	2.1	4.1	1.0	3.0	3.4	9.6	6.8	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4	
2022 Q2	-0.1	-0.1	0.1	1.4	-1.9	0.8	9.7	6.5	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0	
Q3	1.4	0.8	-0.1	-0.4	3.2	0.4	10.4	7.3	8.3	10.0	2.9	2.7	9.3	
Q4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.5	-0.1	10.1	7.6	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0	
2023 Q1	0.9	0.5	0.1	0.7	2.2	0.0	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0	
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	9.2	7.2	6.4	10.1	4.3	2.1	8.6	
Feb.	-	-	-	-	-	-	8.8	7.3	6.0	10.4	3.3	1.0	8.5	
Mar.	-	-	-	-	-	-	7.7	7.2	5.0	10.1	3.2	0.7	6.9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	7.4	7.1	4.9	8.7	3.5	0.1	7.0	
May	-	-	-	-	-	-	6.5	6.9	4.0	8.7	3.2	0.2	6.1	
June	-	-	-	-	-	-	.	.	3.0	7.9	3.3	.	5.5	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	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
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.0	-4.0	-4.0
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.6	4.4	0.8
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	0.8	2.8	-1.4
Q2	51.7	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.1	-0.2	0.0
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.5	-0.4	1.4
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-1.8	-1.8	-1.8
2022 July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.2	0.5	1.9
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.0	-0.4	2.6
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.5	-0.4	1.4
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.1	-0.7	0.5
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-1.0	-1.3	-0.6
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-1.8	-1.8	-1.8

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2020	11,517.2	11,110.8	5,956.0	2,577.9	2,527.3	1,228.1	687.4	605.0	49.6	406.4	5,210.1	4,803.7
2021	12,402.4	11,909.3	6,324.2	2,731.1	2,720.9	1,384.2	762.1	567.3	133.2	493.1	6,131.7	5,638.6
2022	13,422.1	13,183.8	7,056.4	2,885.3	3,014.9	1,560.4	842.7	604.2	227.3	238.3	7,385.1	7,146.8
2022 Q2	3,328.3	3,258.2	1,741.3	713.9	745.0	389.0	205.7	148.4	58.0	70.1	1,854.3	1,784.2
Q3	3,373.8	3,347.8	1,798.0	723.2	766.2	393.9	216.1	154.2	60.4	26.1	1,907.0	1,881.0
Q4	3,442.6	3,370.7	1,823.6	741.0	771.1	396.6	217.1	155.5	35.0	71.9	1,893.1	1,821.2
2023 Q1	3,503.1	3,373.7	1,844.7	728.8	783.8	406.7	221.7	153.4	16.5	129.4	1,888.3	1,758.9
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100.0	98.2	52.6	21.5	22.5	11.6	6.3	4.5	1.7	1.8	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0.8	0.8	0.9	-0.1	0.8	0.0	1.1	2.6	-	-	1.8	1.9
Q3	0.4	1.1	1.3	0.0	1.0	-0.9	2.9	3.1	-	-	1.1	2.6
Q4	-0.1	-0.6	-1.0	0.6	-0.6	-0.8	-1.0	0.7	-	-	-0.3	-1.5
2023 Q1	0.0	-0.8	-0.3	-1.6	0.6	1.3	1.7	-2.3	-	-	0.2	-1.2
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.0	-5.7	-7.7	1.0	-6.2	-4.0	-11.9	-3.6	-	-	-9.0	-8.5
2021	5.5	4.2	3.8	4.3	3.8	6.5	8.7	-7.5	-	-	11.1	8.7
2022	3.4	3.6	4.5	1.4	2.9	1.9	4.3	3.5	-	-	7.1	8.1
2022 Q2	4.2	4.4	5.9	1.0	2.7	2.0	1.9	5.8	-	-	8.3	9.2
Q3	2.4	3.5	2.7	0.6	4.7	1.4	8.1	8.3	-	-	7.6	10.6
Q4	1.8	1.2	1.5	0.9	0.8	0.2	5.7	-3.5	-	-	4.3	3.2
2023 Q1	1.1	0.5	0.8	-1.0	1.9	-0.5	4.7	4.1	-	-	2.7	1.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q2	0.8	0.8	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-	-
Q3	0.4	1.1	0.6	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.2	-0.7	-	-
Q4	-0.1	-0.6	-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.6	-	-
2023 Q1	0.0	-0.7	-0.2	-0.3	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.4	0.8	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6.0	-5.5	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.5	4.3	2.1	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.3	1.4	-	-
2022	3.4	3.6	2.4	0.3	0.6	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.2	-	-
2022 Q2	4.2	4.3	3.0	0.2	0.6	0.2	0.1	0.3	0.5	0.0	-	-
Q3	2.4	3.4	1.4	0.1	1.0	0.2	0.5	0.4	0.8	-1.0	-	-
Q4	1.8	1.1	0.8	0.2	0.2	0.0	0.3	-0.2	0.0	0.7	-	-
2023 Q1	1.1	0.6	0.4	-0.2	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.6	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10,378.7	177.1	2,008.3	549.5	1,802.5	546.9	484.5	1,214.4	1,203.8	2,067.5	324.1	1,138.5
2021	11,117.7	189.8	2,184.9	596.5	2,008.1	591.5	501.3	1,251.0	1,292.3	2,163.9	338.4	1,284.7
2022	12,082.8	221.6	2,420.0	660.1	2,321.1	624.1	513.3	1,303.6	1,393.0	2,254.2	371.8	1,339.3
2022 Q2	2,987.0	54.5	602.6	163.4	575.8	154.3	125.4	320.6	345.5	552.9	92.0	341.3
Q3	3,039.3	57.2	602.6	165.6	593.0	157.4	128.5	325.5	350.0	564.7	94.8	334.6
Q4	3,118.9	58.1	634.1	170.8	598.3	159.0	134.5	334.3	358.4	576.9	94.5	323.7
2023 Q1	3,184.2	59.2	659.6	179.8	604.3	161.7	139.9	342.5	363.0	578.3	95.9	318.9
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.0	5.5	19.2	5.2	4.2	10.8	11.5	18.7	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0.8	-0.2	0.4	-0.1	1.8	1.7	0.0	0.3	1.1	-0.2	4.1	1.1
Q3	0.7	0.4	0.6	-1.0	1.0	1.4	0.0	-0.2	0.4	1.1	3.0	-2.1
Q4	-0.2	0.1	0.0	-0.4	-1.1	0.6	-0.3	0.3	0.2	0.3	-2.4	0.9
2023 Q1	0.3	0.6	-0.2	2.4	0.4	1.0	-1.1	0.7	0.4	0.0	1.7	-3.0
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5.9	0.1	-6.2	-5.2	-14.1	2.1	0.4	-0.7	-5.6	-2.8	-17.7	-7.2
2021	5.3	-0.4	7.5	3.8	7.9	7.5	3.8	1.8	6.1	3.5	4.2	6.6
2022	3.5	-0.1	1.7	1.5	7.9	5.3	-0.7	1.9	4.7	1.6	11.7	2.0
2022 Q2	4.4	-0.4	1.9	2.0	11.4	5.4	-0.6	2.2	5.5	1.3	16.6	2.9
Q3	2.6	0.0	1.9	1.0	4.7	6.2	-1.0	1.3	3.7	1.2	7.0	0.3
Q4	2.1	-0.3	1.5	-0.1	2.8	3.9	-0.8	1.2	3.2	2.0	6.7	-1.2
2023 Q1	1.6	1.0	0.7	1.0	2.1	4.9	-1.4	1.0	2.2	1.2	6.5	-3.2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q2	0.8	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-
Q3	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	-
Q4	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	-
2023 Q1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5.9	0.0	-1.2	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.3	0.0	1.5	0.2	1.4	0.4	0.2	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2022	3.5	0.0	0.3	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.3	0.4	-
2022 Q2	4.4	0.0	0.4	0.1	2.0	0.3	0.0	0.3	0.6	0.3	0.5	-
Q3	2.6	0.0	0.4	0.1	0.9	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	-
Q4	2.1	0.0	0.3	0.0	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.6	0.0	0.1	0.1	0.4	0.3	-0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		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>													
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.8	24.8	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.0	24.9	6.6
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.2	6.4	24.5	3.2	2.4	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1.4	-1.4	-1.2	-2.6	-1.9	0.8	-3.6	1.9	0.4	0.7	-2.0	1.0	-3.1
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	-0.2	3.3	0.5	4.7	1.1	1.0	3.0	2.0	1.0
2022	2.3	2.5	1.1	-0.4	1.2	3.2	3.3	5.7	0.0	3.0	3.0	1.5	1.7
2022 Q2	2.8	3.0	1.0	0.2	1.3	3.6	4.7	6.0	0.3	2.8	3.4	1.6	1.9
Q3	1.8	2.0	1.1	-0.7	1.3	3.3	2.0	6.2	-0.3	4.1	2.4	1.4	0.9
Q4	1.6	1.7	0.7	-0.8	1.0	2.2	1.7	4.5	0.4	3.3	2.1	1.3	1.0
2023 Q1	1.6	1.7	1.3	-1.1	1.2	1.5	2.2	4.5	1.1	2.5	2.0	1.2	0.9
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.0	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.5	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.3	3.5	2.5	1.1	14.0	21.9	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.0	-7.2	-11.2	-3.4	-7.4	-6.1	-14.5	-1.8	-2.1	-5.1	-8.3	-2.3	-12.3
2021	5.4	5.2	6.5	0.1	4.6	9.2	6.7	7.3	2.9	6.9	7.5	3.1	5.8
2022	3.5	3.6	3.0	-1.0	1.0	3.4	7.4	5.8	-0.2	4.9	4.1	0.7	5.9
2022 Q2	3.7	3.9	2.8	-1.4	0.4	2.9	9.8	5.4	-1.0	5.1	3.9	-0.1	6.7
Q3	2.6	2.8	1.3	-0.5	1.9	3.5	3.3	7.2	0.2	4.9	3.7	1.2	2.4
Q4	2.3	2.3	2.1	-0.5	1.4	3.4	3.0	5.0	1.2	3.7	3.2	1.2	2.8
2023 Q1	1.9	2.1	1.0	-0.3	1.7	1.6	2.7	4.2	1.4	1.6	2.4	1.3	1.7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.7	-5.9	-10.2	-0.9	-5.6	-6.8	-11.3	-3.7	-2.5	-5.8	-6.4	-3.2	-9.5
2021	3.9	3.5	6.0	-0.1	4.8	5.6	6.2	2.5	1.7	5.8	4.4	1.1	4.8
2022	1.1	1.1	1.8	-0.6	-0.2	0.2	3.9	0.1	-0.2	1.8	1.0	-0.8	4.2
2022 Q2	0.9	0.8	1.8	-1.6	-0.9	-0.6	4.8	-0.5	-1.3	2.3	0.5	-1.7	4.7
Q3	0.7	0.9	0.2	0.2	0.6	0.3	1.3	0.9	0.5	0.8	1.2	-0.3	1.5
Q4	0.7	0.6	1.4	0.3	0.4	1.2	1.3	0.4	0.8	0.4	1.0	-0.1	1.8
2023 Q1	0.3	0.5	-0.2	0.8	0.5	0.1	0.5	-0.3	0.3	-0.9	0.5	0.1	0.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1	19.9		51.3	48.7					
2020	162.757	3.5	12.963	8.0	3.0	10.380	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.319	8.3	1.8
2021	165.051	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.483	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4
2022	167.817	3.1	11.341	6.8	2.7	9.083	6.0	2.258	14.6	5.687	6.4	5.654	7.2	3.1
2022 Q2	167.794	3.1	11.299	6.7	2.7	9.038	5.9	2.261	14.6	5.704	6.4	5.595	7.1	3.2
Q3	167.971	3.0	11.427	6.8	2.5	9.058	5.9	2.369	15.2	5.746	6.4	5.681	7.2	3.1
Q4	168.630	3.0	11.227	6.7	2.5	8.973	5.9	2.254	14.3	5.599	6.2	5.628	7.1	3.1
2023 Q1	169.496	3.0	11.149	6.6	2.5	8.963	5.8	2.185	13.8	5.592	6.2	5.556	7.0	3.0
2022 Dec.	-	-	11.290	6.7	-	9.043	5.9	2.247	14.2	5.651	6.3	5.639	7.1	-
2023 Jan.	-	-	11.268	6.7	-	9.016	5.9	2.251	14.2	5.645	6.3	5.623	7.1	-
Feb.	-	-	11.196	6.6	-	8.958	5.8	2.238	14.1	5.639	6.3	5.557	7.0	-
Mar.	-	-	11.110	6.6	-	8.888	5.8	2.222	14.0	5.603	6.2	5.507	6.9	-
Apr.	-	-	11.071	6.5	-	8.855	5.8	2.215	13.9	5.594	6.2	5.477	6.9	-
May	-	-	11.014	6.5	-	8.788	5.7	2.226	13.9	5.562	6.2	5.452	6.8	-

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 production ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings				Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.2	-4.2	-4.4	-5.3	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-9.8	-24.3
2021	8.9	9.8	9.6	11.6	8.1	1.5	6.0	5.0	0.9	7.8	9.6	8.1	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.3	5.5	5.3	-3.4	2.4	0.7	-2.8	2.5	6.3	10.0	-4.3
2022 Q1	1.6	2.1	1.1	0.3	6.3	-1.4	6.2	5.8	-1.6	11.1	12.5	12.4	-12.3
Q2	2.0	2.6	-0.3	4.6	3.2	-1.4	2.7	1.0	-2.7	2.9	7.7	13.3	-16.2
Q3	3.4	4.0	-1.6	9.9	3.0	-1.3	0.8	-0.5	-1.6	-0.6	3.3	9.1	1.5
Q4	2.2	3.5	-4.4	7.2	8.9	-9.0	0.3	-2.5	-5.0	-1.5	3.1	6.2	15.3
2023 Jan.	1.0	2.3	-5.6	8.6	3.4	-7.7	0.5	-1.8	-4.6	0.0	4.8	6.2	12.1
Feb.	2.0	2.9	-5.0	9.9	3.6	-4.1	2.2	-2.4	-4.7	-0.8	0.4	4.1	11.6
Mar.	-1.3	-0.6	-4.5	-1.6	6.1	-6.5	-0.7	-3.3	-6.3	-1.6	1.8	4.7	30.8
Apr.	0.2	1.0	-6.0	8.6	-0.2	-8.7	0.4	-2.9	-4.6	-1.2	-3.1	3.1	19.4
May	-2.2	-1.8	-5.4	2.5	-3.0	-6.2	0.1	-2.9	-3.5	-2.1	-2.2	.	20.3
June	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19.0
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Jan.	0.7	0.5	1.2	0.3	-1.5	-1.1	3.3	0.9	1.8	1.3	-1.6	-	-8.7
Feb.	1.8	1.5	0.8	1.7	1.0	0.7	2.2	-0.3	-0.3	-0.1	-1.2	-	3.0
Mar.	-4.4	-5.5	-1.0	-14.9	-0.3	-1.1	-1.8	-0.4	-0.8	-0.7	0.4	-	-1.5
Apr.	1.0	0.5	-0.9	14.7	-2.6	-0.3	-0.6	0.0	-0.3	0.3	-2.4	-	-1.1
May	0.2	1.3	0.5	1.0	0.1	-1.1	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.3	-	-0.5
June	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	1.5

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

1) Excluding trade and financial services.

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
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.4	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.9	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q3	97.2	1.8	81.9	-26.8	2.9	-6.7	7.5	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
Q4	95.3	-0.9	81.2	-24.5	3.1	-4.8	4.9	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.3	0.1	81.1	-19.7	1.3	-1.0	9.4	90.1	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	96.9	-5.1	.	-17.0	-0.5	-4.1	7.5	.	44.7	46.4	54.5	52.3
2023 Feb.	99.3	0.1	-	-19.0	1.5	-0.4	9.1	-	48.5	50.1	52.7	52.0
Mar.	98.9	-0.8	-	-19.1	0.9	-1.8	8.9	-	47.3	50.4	55.0	53.7
Apr.	98.9	-2.9	81.2	-17.5	0.7	-1.0	9.7	90.0	45.8	48.5	56.2	54.1
May	96.4	-5.3	-	-17.4	-0.3	-5.3	7.1	-	44.8	46.4	55.1	52.8
June	95.3	-7.2	-	-16.1	-2.0	-6.0	5.7	-	43.4	44.2	52.0	49.9
July	.	.	-	-15.1	.	.	.	-	42.7	42.9	51.1	48.9

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes						Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19.6	95.2	-0.1	4.2	-1.7	5.6	4.8	46.0	24.6	81.1	3.7	-12.0	2.5
2021	17.5	95.4	1.5	3.8	17.4	8.0	8.2	48.6	26.6	78.9	5.5	7.5	3.4
2022	13.5	92.7	0.0	2.6	12.4	1.4	6.9	48.7	23.8	74.1	3.0	9.3	2.0
2022 Q2	14.6	95.2	0.2	2.8	16.6	4.4	10.1	48.8	24.7	74.0	4.8	-4.3	3.2
Q3	13.9	94.4	0.0	2.8	10.6	3.0	9.1	49.0	24.1	74.1	4.2	25.0	3.0
Q4	13.5	93.0	-0.7	2.6	6.5	1.5	6.9	48.7	23.8	72.1	2.9	2.3	2.0
2023 Q1	13.4	91.3	0.5	2.4	5.4	2.8	5.4	48.6	23.9	70.2	2.4	1.3	1.5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q2	1,307.5	1,343.4	-35.9	721.3	753.4	316.8	278.9	227.7	222.0	41.6	89.2	116.1	11.6
Q3	1,356.3	1,444.0	-87.7	755.1	806.6	320.0	319.8	238.5	229.2	42.7	88.5	25.4	16.1
Q4	1,360.4	1,365.1	-4.8	749.2	751.0	312.2	267.8	256.3	263.8	42.6	82.5	58.3	35.7
2023 Q1	1,377.6	1,340.3	37.3	750.2	694.1	322.4	299.3	265.0	272.0	40.0	75.0	34.6	31.1
2022 Dec.	442.4	438.5	3.9	242.9	239.1	101.3	87.6	84.2	84.4	14.0	27.3	40.5	25.9
2023 Jan.	460.6	455.6	5.0	247.4	244.1	108.3	97.7	90.7	90.2	14.2	23.6	11.6	13.4
Feb.	454.7	442.7	11.9	248.3	228.5	106.6	96.9	86.5	92.5	13.3	24.8	5.9	4.4
Mar.	462.3	441.9	20.4	254.6	221.4	107.4	104.7	87.8	89.2	12.5	26.6	17.1	13.2
Apr.	433.5	429.7	3.8	232.2	215.3	108.2	104.2	79.7	82.5	13.4	27.7	6.4	5.7
May	460.4	451.3	9.1	249.8	227.3	109.6	103.4	86.3	94.0	14.6	26.7	5.2	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 May	5,430.1	5,479.0	-48.9	2,981.9	2,950.7	1,278.7	1,186.0	1,003.5	1,011.4	166.1	330.9	138.5	96.2
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 May	39.8	40.1	-0.4	21.8	21.6	9.4	8.7	7.4	7.4	1.2	2.4	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(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>													
2022 Q2	20.3	45.5	714.2	359.0	126.0	216.0	577.5	812.6	511.4	111.9	164.0	516.4	108.2
Q3	20.2	47.6	729.6	365.4	133.5	217.1	589.5	856.4	529.4	117.0	168.8	534.1	108.0
Q4	14.9	20.2	733.2	361.0	139.8	221.4	604.7	797.3	482.1	114.0	169.9	517.8	97.1
2023 Q1	8.6	0.4	722.4	345.9	137.6	223.9	595.4	725.1	425.3	113.3	160.5	499.6	77.7
2022 Dec.	9.2	8.6	236.3	115.2	46.0	73.3	196.6	256.1	154.6	35.5	55.5	165.6	30.4
2023 Jan.	11.1	10.2	239.5	115.0	45.0	74.2	194.9	252.2	149.6	39.2	53.7	169.1	30.1
Feb.	7.6	1.5	241.3	115.4	45.8	75.9	199.2	243.5	143.0	37.4	54.3	168.1	24.4
Mar.	7.5	-8.9	241.6	115.5	46.7	73.9	201.3	229.3	132.6	36.7	52.5	162.3	23.1
Apr.	-4.1	-12.3	232.4	108.6	46.5	72.1	191.6	240.3	141.1	37.3	55.3	168.2	25.7
May	-2.3	-12.9	239.1	.	.	.	197.2	240.0	.	.	.	169.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	2.2	11.6	106.9	106.3	102.0	117.6	106.2	121.7	121.8	124.5	120.5	123.0	143.4
Q3	2.8	14.9	106.6	104.8	105.9	114.5	106.3	124.0	121.7	123.7	121.2	122.9	140.2
Q4	1.5	3.5	107.1	103.9	109.6	114.6	106.8	119.8	116.1	120.0	121.5	120.5	144.8
2023 Q1	1.6	-1.3	106.3	101.8	105.3	116.9	105.9	114.7	111.5	119.3	115.5	117.0	142.2
2022 Nov.	2.5	4.2	108.1	104.9	112.8	114.0	108.0	119.6	115.9	121.8	121.1	121.3	139.6
Dec.	-1.1	-3.4	105.6	100.8	107.9	115.7	105.3	117.2	114.2	113.3	119.9	116.7	147.0
2023 Jan.	2.9	4.1	106.0	101.9	103.7	117.0	104.8	117.8	115.0	122.0	116.8	118.2	151.6
Feb.	-0.4	-0.6	106.8	101.3	105.4	118.8	106.6	117.1	114.1	118.3	117.1	118.2	143.8
Mar.	2.2	-6.9	106.1	102.3	106.8	115.0	106.3	109.2	105.6	117.6	112.6	114.5	131.2
Apr.	-6.6	-4.9	102.5	98.0	105.6	112.2	102.7	118.5	115.3	121.9	118.2	120.4	159.4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2022 Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.3	4.0	2.8	1.9	4.4	1.1	9.5	7.8
Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	2.9	1.4	4.6	1.5	10.0	9.5
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.9	3.4	2.7	1.8	-6.0	1.2	8.1	7.3
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.8	0.7	-4.3	1.3	6.1	6.8
2023 Jan.	120.3	8.6	5.3	11.7	4.4	0.6	1.1	0.3	0.7	0.6	0.4	8.7	8.2
Feb.	121.2	8.5	5.6	11.1	4.8	0.6	1.0	3.1	0.6	-1.1	0.5	8.6	7.8
Mar.	122.3	6.9	5.7	8.1	5.1	0.3	0.9	2.3	0.2	-2.2	0.4	7.0	5.9
Apr.	123.1	7.0	5.6	8.1	5.2	0.2	0.4	-1.6	0.1	-0.9	0.6	7.0	6.4
May	123.2	6.1	5.3	6.8	5.0	-0.1	0.4	-0.5	0.2	-2.1	0.1	6.1	6.2
June	123.5	5.5	5.5	5.5	5.4	0.3	0.5	0.7	0.2	-0.7	0.4	5.2	7.7

	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
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2022 Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1
Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8
Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1
2023 Jan.	14.1	15.0	11.3	10.4	6.7	18.9	3.4	2.3	5.4	0.2	6.5	3.7
Feb.	15.0	15.4	13.9	8.9	6.8	13.7	3.6	2.6	6.0	0.2	7.3	3.8
Mar.	15.5	15.7	14.7	4.3	6.6	-0.9	3.7	2.7	5.9	0.3	7.8	3.9
Apr.	13.5	14.6	10.0	5.2	6.2	2.3	3.6	2.6	6.1	0.4	7.7	4.0
May	12.5	13.4	9.6	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	4.7	0.7	7.6	4.1
June	11.6	12.4	9.0	2.2	5.5	-5.6	3.7	2.7	7.4	0.0	7.2	4.3

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 ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy							Energy			
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate 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	16.6	5.9	27.9			
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.6
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	0.8
2022 Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	16.3	7.5	95.4	12.4	9.2	2.3
Q3	163.1	41.1	17.7	14.7	20.2	7.7	14.0	19.0	8.6	107.8	11.9	6.6	0.4
Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.1	11.6	2.9	-2.6
2023 Q1	156.2	10.9	9.0	9.8	8.7	7.2	14.1	17.4	8.5	11.5	10.2	0.3	.
2022 Dec.	162.6	24.5	13.0	12.3	13.6	7.5	15.0	19.3	9.4	48.6	-	-	-
2023 Jan.	157.7	14.8	11.7	11.1	11.2	7.3	14.8	18.8	8.8	20.1	-	-	-
Feb.	156.5	12.7	9.9	10.3	9.4	7.4	14.6	18.3	8.7	15.9	-	-	-
Mar.	154.4	5.5	5.7	8.1	5.8	6.7	12.9	15.3	8.1	0.0	-	-	-
Apr.	149.4	0.9	3.1	5.1	1.2	6.2	10.6	11.3	7.2	-9.1	-	-	-
May	146.5	-1.5	0.6	3.4	-1.5	5.6	9.4	9.3	6.4	-13.3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total								100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6		
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.1	2.8	2.2	1.5	3.7	5.9	7.8	59.8	29.6	21.5	37.2	29.1	22.2	37.1
2022	114.7	4.7	6.8	6.7	4.2	7.7	12.5	17.5	95.0	18.1	29.0	9.0	19.2	28.2	9.9
2022 Q3	115.0	4.7	7.5	7.5	4.6	7.8	13.5	19.6	98.3	14.4	30.0	1.5	14.7	26.9	2.3
Q4	117.4	5.8	7.0	8.6	5.7	7.4	9.9	12.6	86.6	5.3	13.8	-2.3	4.9	12.2	-3.1
2023 Q1	119.5	6.2	5.5	8.1	4.1	6.4	5.2	3.8	75.8	-10.5	-5.2	-15.1	-11.2	-6.4	-16.4
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	71.6	-18.4	-16.4	-20.3	-18.6	-16.3	-21.3
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.1	-4.6	0.4	-8.9	-6.0	-1.7	-10.4
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.3	-7.9	-1.7	-13.4	-8.7	-3.1	-14.7
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.3	-17.9	-13.2	-22.1	-18.1	-13.5	-23.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.7	-19.1	-14.7	-23.1	-19.2	-14.8	-24.2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69.7	-19.4	-18.1	-20.7	-19.6	-17.9	-21.7
June	-	-	-	-	-	-	-	-	69.0	-16.4	-16.4	-16.5	-16.8	-16.1	-17.6

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
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q3	46.2	54.6	27.7	40.8	76.5	74.3	74.9	67.1	61.8
Q4	40.2	51.6	29.0	41.7	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	23.8	43.5	26.0	27.2	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.5	30.2	18.1	11.9	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
2023 Feb.	22.9	43.4	25.9	25.8	78.6	50.9	71.0	58.4	61.8
Mar.	17.8	41.4	23.5	21.5	78.6	46.8	68.5	53.4	59.8
Apr.	11.5	34.9	19.5	15.4	78.3	44.0	67.2	51.6	58.7
May	6.5	30.3	18.7	12.4	77.4	41.3	64.4	49.0	59.1
June	4.4	25.4	16.1	8.0	74.9	39.5	61.3	47.0	56.3
July	.	.	.	.	.	35.5	61.2	44.6	55.8

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2020	100.0	3.1	3.6	1.5	2.8	3.9	1.8
2021	101.3	1.2	1.4	0.8	1.1	1.5	1.3
2022	105.7	4.4	3.7	6.6	4.8	3.7	2.9
2022 Q2	108.7	4.7	4.2	6.6	5.5	3.4	2.6
Q3	102.3	3.4	2.8	5.5	3.7	3.2	3.0
Q4	113.8	5.5	5.0	7.4	5.6	5.5	3.1
2023 Q1	103.0	5.0	4.6	6.1	5.3	4.4	4.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110.2	4.5	-1.0	2.1	5.0	7.7	-0.1	-0.1	1.2	3.6	6.2	16.5
2021	110.2	0.0	2.9	-3.1	4.2	-1.8	2.5	0.5	4.1	1.1	0.7	-0.2
2022	113.7	3.2	4.7	3.1	5.4	1.5	3.6	4.3	4.6	3.3	3.4	-3.3
2022 Q2	112.6	2.7	5.6	3.5	4.9	0.7	3.3	4.7	4.2	2.6	2.9	-6.2
Q3	113.9	3.2	4.4	1.9	5.5	1.8	3.0	3.9	6.2	3.5	3.7	-1.1
Q4	116.2	4.6	5.4	2.9	7.0	4.0	4.2	4.7	3.9	4.9	4.6	-1.0
2023 Q1	118.8	5.9	4.0	6.2	5.0	6.6	4.6	7.4	5.2	6.6	3.8	-0.2
Compensation per employee												
2020	107.0	-0.4	1.7	-2.4	-1.2	-3.9	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	2.3	-1.1
2021	111.2	3.9	2.3	4.5	4.7	5.4	5.3	3.2	4.9	4.2	2.1	3.1
2022	115.9	4.3	5.0	3.5	3.6	6.0	3.2	3.5	3.4	5.0	3.5	6.3
2022 Q2	114.9	4.2	5.0	4.1	3.3	7.1	2.8	3.8	3.7	4.7	2.6	7.4
Q3	116.4	3.7	5.2	2.6	3.2	4.4	3.0	3.2	3.4	4.7	3.5	4.8
Q4	118.3	4.8	6.1	3.4	4.6	5.1	3.5	3.5	1.7	6.0	5.3	4.6
2023 Q1	120.3	5.4	6.1	5.7	4.5	6.5	5.0	4.7	3.7	6.8	3.9	5.4
Labour productivity per person employed												
2020	97.1	-4.7	2.7	-4.4	-5.9	-10.8	0.1	0.0	-1.4	-3.7	-3.7	-15.1
2021	100.9	4.0	-0.6	7.8	0.5	7.4	2.7	2.6	0.8	3.0	1.4	3.2
2022	102.0	1.0	0.2	0.4	-1.7	4.4	-0.4	-0.8	-1.1	1.6	0.1	9.9
2022 Q2	102.1	1.4	-0.6	0.6	-1.5	6.3	-0.5	-0.9	-0.5	2.1	-0.3	14.4
Q3	102.2	0.5	0.7	0.6	-2.2	2.6	0.0	-0.7	-2.7	1.2	-0.2	6.0
Q4	101.8	0.2	0.6	0.5	-2.3	1.0	-0.6	-1.1	-2.1	1.0	0.7	5.6
2023 Q1	101.2	-0.5	2.1	-0.5	-0.5	-0.1	0.4	-2.5	-1.4	0.2	0.1	5.5
Compensation per hour worked												
2020	113.8	5.8	4.3	2.9	5.0	7.0	3.1	1.8	4.4	5.9	5.3	6.8
2021	114.3	0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	2.8	1.7	0.5	0.4	1.3	-0.8
2022	117.9	3.2	5.9	3.8	3.8	1.6	3.4	3.7	2.6	3.8	4.5	2.9
2022 Q2	116.7	3.4	6.8	4.9	5.2	1.6	3.8	4.9	3.0	4.0	4.4	3.4
Q3	118.4	2.8	5.1	2.0	3.0	2.4	2.2	2.3	2.9	3.1	3.8	3.8
Q4	120.4	4.1	7.0	3.0	3.2	3.7	3.4	2.9	1.2	5.1	5.6	3.4
2023 Q1	121.9	4.9	4.7	5.3	4.3	5.6	5.1	4.5	4.4	6.1	3.8	4.6
Hourly labour productivity												
2020	104.7	2.1	3.6	1.3	1.0	0.5	3.9	2.5	4.7	2.9	-0.5	-6.2
2021	104.7	0.0	-0.6	2.8	-4.9	1.1	0.1	0.9	-4.8	-1.3	0.4	-1.5
2022	104.6	-0.1	0.9	0.6	-1.8	0.5	-0.5	-0.6	-2.8	0.6	0.9	5.5
2022 Q2	104.6	0.5	1.0	1.5	-0.9	1.5	0.0	0.4	-2.7	1.6	1.4	9.3
Q3	104.9	-0.2	0.6	0.0	-2.5	1.3	-0.9	-1.2	-3.4	0.0	0.1	4.5
Q4	104.4	-0.5	0.3	0.2	-3.4	-0.2	-1.0	-1.9	-2.5	0.0	0.8	3.8
2023 Q1	103.6	-0.8	1.3	-1.0	-0.6	-0.5	0.7	-2.8	-0.5	-0.2	0.0	4.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.36	-0.04
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2022 Dec.	1.57	1.72	2.06	2.56	3.02	4.05	-0.07
2023 Jan.	1.90	1.98	2.34	2.86	3.34	4.30	-0.02
Feb.	2.27	2.37	2.64	3.14	3.53	4.54	-0.02
Mar.	2.57	2.71	2.91	3.27	3.65	4.64	-0.02
Apr.	2.90	2.95	3.17	3.50	3.74	4.81	-0.02
May	3.08	3.15	3.37	3.68	3.86	5.02	-0.05
June	3.24	3.34	3.54	3.83	4.01	5.06	-0.07

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2022 Dec.	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023 Jan.	2.22	2.67	2.51	2.29	2.32	-0.35	-1.18	-0.12	2.65	2.15	2.24	2.41
Feb.	2.66	3.16	3.08	2.80	2.76	-0.40	-1.10	-0.26	3.28	2.77	2.63	2.77
Mar.	2.75	2.80	2.62	2.35	2.41	-0.39	-1.16	-0.52	2.67	2.25	2.27	2.58
Apr.	2.88	2.94	2.68	2.37	2.44	-0.50	-1.36	-0.60	2.74	2.20	2.30	2.65
May	3.07	3.02	2.64	2.29	2.38	-0.63	-1.55	-0.53	2.65	2.02	2.23	2.65
June	3.39	3.45	3.12	2.58	2.51	-0.94	-1.59	-0.96	3.21	2.45	2.25	2.56

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022 Dec.	418.3	3,884.7	944.2	257.4	166.8	121.0	168.9	738.0	757.3	355.1	268.3	786.9	3,912.4	27,214.7
2023 Jan.	439.8	4,092.7	963.0	276.9	167.7	123.3	182.3	780.4	807.6	358.7	277.9	808.6	3,960.7	26,606.3
Feb.	455.8	4,238.1	983.5	291.6	170.5	122.4	192.5	814.0	849.1	357.3	288.7	817.0	4,079.7	27,509.1
Mar.	448.5	4,201.7	968.8	292.2	175.7	116.6	182.1	809.6	834.4	358.9	296.7	797.0	3,968.6	27,693.2
Apr.	460.9	4,358.3	990.6	305.7	184.2	120.7	183.3	817.9	843.4	383.5	305.9	843.0	4,121.5	28,275.8
May	456.4	4,319.3	975.3	301.8	180.5	116.0	178.9	824.6	858.8	379.9	296.5	835.4	4,146.2	30,147.5
June	455.5	4,324.4	952.1	302.2	170.0	112.7	179.3	835.9	904.5	376.5	277.4	806.2	4,345.4	32,754.5

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years	Over 10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 June	0.00	0.45	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.16	2.51	1.69	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.84	15.86	6.18	5.75	6.36	2.81	1.84	2.27	2.54	1.99	2.36	2.15
Aug.	0.01	0.70	0.40	1.02	4.97	15.89	6.68	5.92	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26
Sep.	0.02	0.71	0.60	1.27	5.27	15.83	6.57	5.96	6.58	3.09	2.27	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45
Oct.	0.03	0.73	0.90	1.60	5.58	15.97	6.83	6.21	6.87	3.55	2.66	2.82	3.05	2.41	2.90	2.67
Nov.	0.05	0.75	1.19	1.81	5.81	15.98	6.43	6.55	7.13	3.96	2.93	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89
Dec.	0.07	0.80	1.40	1.91	5.95	15.90	6.66	6.42	7.00	3.99	3.08	3.16	3.29	2.61	3.18	2.94
2023 Jan.	0.10	0.86	1.58	2.08	6.34	15.98	7.44	6.97	7.60	4.27	3.46	3.32	3.39	2.77	3.39	3.10
Feb.	0.12	1.17	1.89	2.20	6.59	16.07	7.39	7.08	7.80	4.57	3.66	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24
Mar.	0.15	1.20	2.09	2.26	6.76	16.06	7.84	7.23	7.92	4.69	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr.	0.18	1.24	2.26	2.42	7.02	16.25	8.29	7.43	8.13	4.91	4.11	3.85	3.61	3.19	3.81	3.48
May ^(b)	0.21	1.30	2.44	2.48	7.18	16.25	8.35	7.60	8.33	5.08	4.23	3.98	3.65	3.31	3.93	3.58

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.84	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.30	1.55	1.88	2.22	1.87
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40
Oct.	0.08	0.92	1.83	2.54	2.96	3.52	3.62	2.74	3.02	2.75	2.45	2.76	2.82	2.72
Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.33	3.76	4.01	3.12	3.37	3.06	2.88	3.30	3.29	3.10
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.21	3.74	3.99	4.19	3.46	3.55	3.27	3.29	3.59	3.29	3.41
2023 Jan.	0.23	1.99	2.71	3.58	4.13	4.20	4.39	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63
Feb.	0.31	2.30	2.81	3.82	4.39	4.54	4.71	4.05	4.09	3.69	3.69	3.54	3.58	3.85
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.12	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.08	4.32	3.88	4.22
Apr.	0.44	2.80	3.11	4.40	4.86	4.74	4.96	4.60	4.58	3.98	4.32	4.37	3.68	4.39
May ^(b)	0.49	2.96	3.13	4.56	5.04	5.08	5.16	4.75	4.84	4.00	4.46	4.56	4.05	4.57

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1,489.1	429.7	126.5	52.5	96.7	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,412.3	427.9	131.7	49.9	88.0	764.7	674.9	387.7	138.4	79.7	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,371.9	466.8	143.4	50.3	94.7	667.0	621.7	481.8	182.4	117.4	48.0	48.1	133.9	97.2
2023 Jan.	1,384.2	515.6	135.0	48.9	92.3	641.3	594.2	512.7	222.2	107.9	40.3	50.5	132.1	112.5
Feb.	1,374.4	529.2	137.5	51.5	94.2	613.4	569.4	495.0	224.6	98.4	35.1	49.1	122.8	96.2
Mar.	1,423.4	536.6	135.7	50.7	96.4	654.7	603.4	583.5	239.4	122.3	38.7	53.3	168.5	131.0
Apr.	1,454.0	564.9	133.7	47.6	102.3	653.1	603.5	510.7	218.1	100.9	31.9	60.2	131.5	103.3
May	1,453.9	581.6	133.1	46.3	103.1	636.1	599.6	512.5	243.1	114.2	34.1	53.9	101.4	86.5
June	1,469.1	584.6	124.3	43.9	89.4	670.8	634.6	510.4	225.5	109.6	31.7	47.4	127.8	107.8
Long-term														
2020	19,287.7	4,076.8	3,105.9	1,259.3	1,544.8	10,560.1	9,773.2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19,936.6	4,183.6	3,395.3	1,341.8	1,600.1	10,757.4	9,936.5	317.6	68.0	84.7	34.3	23.1	141.8	128.3
2022	17,902.1	3,973.7	3,269.9	1,332.2	1,392.7	9,265.9	8,553.9	299.3	78.4	74.0	29.0	16.4	130.6	121.1
2023 Jan.	18,272.4	4,085.5	3,290.1	1,319.9	1,424.3	9,472.4	8,746.8	377.2	153.1	46.0	10.1	26.6	151.4	135.6
Feb.	18,187.5	4,082.1	3,292.7	1,323.9	1,414.0	9,398.7	8,675.3	354.2	99.1	54.3	12.9	17.9	182.9	165.8
Mar.	18,412.7	4,105.5	3,283.6	1,321.1	1,412.0	9,611.7	8,876.1	338.6	84.4	70.2	30.1	15.6	168.5	155.9
Apr.	18,411.0	4,118.3	3,283.6	1,317.8	1,415.4	9,593.8	8,873.4	308.9	73.0	76.1	22.2	16.4	143.3	137.5
May	18,570.2	4,190.9	3,331.4	1,352.9	1,422.5	9,625.3	8,907.8	371.3	100.0	99.5	56.0	27.4	144.3	135.9
June	18,664.9	4,200.5	3,343.2	1,362.3	1,425.2	9,696.0	8,975.9	389.4	113.0	75.4	28.4	31.4	169.6	157.9

Source: ECB.

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

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

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
Outstanding amount											
2020	20,776.8	4,506.5	3,232.5	1,311.8	1,641.6	11,396.2	10,495.7	8,517.5	473.6	1,336.4	6,706.4
2021	21,348.9	4,611.5	3,527.0	1,391.7	1,688.1	11,522.2	10,611.3	10,414.3	599.8	1,556.4	8,257.1
2022	19,274.0	4,440.5	3,413.3	1,382.6	1,487.4	9,932.8	9,175.6	8,746.7	524.7	1,363.1	6,858.3
2023 Jan.	19,656.6	4,601.2	3,425.2	1,368.9	1,516.6	10,113.6	9,341.0	9,485.5	596.0	1,470.2	7,418.7
Feb.	19,561.9	4,611.3	3,430.2	1,375.4	1,508.2	10,012.1	9,244.7	9,622.7	630.1	1,495.0	7,497.0
Mar.	19,836.1	4,642.0	3,419.4	1,371.9	1,508.4	10,266.4	9,479.4	9,643.2	558.6	1,447.5	7,636.5
Apr.	19,865.1	4,683.2	3,417.3	1,365.5	1,517.7	10,246.9	9,476.9	9,695.0	566.2	1,441.9	7,686.4
May	20,024.1	4,772.5	3,464.6	1,399.2	1,525.6	10,261.4	9,507.4	9,418.4	545.3	1,400.7	7,471.9
June	20,134.0	4,785.1	3,467.5	1,406.3	1,514.6	10,366.8	9,610.5	9,724.2	587.7	1,484.1	7,651.8
Growth rate ¹⁾											
2022 Nov.	3.8	5.3	5.2	1.4	0.5	3.2	3.8	0.0	-1.5	1.4	-0.2
Dec.	3.6	4.7	4.5	-0.1	1.0	3.2	3.8	0.0	-1.8	1.2	-0.1
2023 Jan.	3.9	7.0	3.7	-0.3	0.7	3.1	3.7	0.0	-2.2	0.6	0.1
Feb.	4.1	7.8	2.9	-0.9	1.3	3.3	3.9	0.1	-2.4	0.7	0.2
Mar.	3.7	6.9	2.1	-1.8	-0.2	3.4	4.0	0.0	-2.4	0.5	0.1
Apr.	4.2	8.0	1.5	-2.6	0.5	4.1	4.8	0.0	-2.2	0.5	0.1
May	4.3	9.0	2.1	0.2	0.5	3.6	4.5	-0.1	-2.6	0.5	-0.1
June	5.0	9.7	3.3	1.8	0.8	4.2	5.1	-0.4	-2.3	1.6	-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 ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99.7	93.6	93.4	89.5	75.5	87.5	119.5	93.9
2021	99.6	93.5	93.3	88.7	71.2	86.0	120.9	94.3
2022	95.5	90.7	93.2	83.7	66.3	81.2	116.8	90.8
2022 Q3	94.0	89.3	92.2	81.9	64.4	79.6	114.5	88.9
Q4	95.9	91.8	94.6	84.5	65.4	81.7	117.3	91.7
2023 Q1	97.4	92.6	96.5	86.3	68.6	84.0	120.2	93.1
Q2	98.3	93.2	97.9	.	.	.	122.1	94.2
2023 Jan.	97.3	92.5	96.3	-	-	-	119.9	92.9
Feb.	97.3	92.6	96.5	-	-	-	120.1	93.1
Mar.	97.5	92.8	96.7	-	-	-	120.5	93.3
Apr.	98.6	93.6	97.6	-	-	-	122.3	94.5
May	98.1	93.0	97.8	-	-	-	121.7	93.8
June	98.3	93.1	98.4	-	-	-	122.5	94.3
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 June	0.2	0.1	0.6	-	-	-	0.7	0.5
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 June	2.5	2.7	5.1	-	-	-	5.0	4.5

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q3	6.898	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
Q2	7.644	23.585	7.450	372.604	149.723	4.537	0.869	4.9488	11.469	0.978	1.089
2023 Jan.	7.317	23.958	7.438	396.032	140.544	4.697	0.882	4.9242	11.205	0.996	1.077
Feb.	7.324	23.712	7.445	384.914	142.377	4.742	0.886	4.9087	11.172	0.990	1.072
Mar.	7.381	23.683	7.446	385.013	143.010	4.689	0.882	4.9263	11.228	0.991	1.071
Apr.	7.556	23.437	7.452	375.336	146.511	4.632	0.881	4.9365	11.337	0.985	1.097
May	7.595	23.595	7.449	372.371	148.925	4.534	0.870	4.9477	11.370	0.975	1.087
June	7.765	23.695	7.449	370.602	153.149	4.461	0.859	4.9600	11.677	0.976	1.084
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 June	2.2	0.4	0.0	-0.5	2.8	-1.6	-1.4	0.2	2.7	0.1	-0.3
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 June	9.8	-4.1	0.1	-6.6	8.2	-4.0	0.1	0.3	10.2	-4.7	2.6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q2	32,312.5	31,585.7	726.9	12,488.2	10,282.9	11,594.6	13,006.6	28.5	7,079.3	8,296.2	1,122.0	16,312.4
Q3	32,357.3	31,562.6	794.7	12,741.7	10,485.1	11,275.1	12,693.3	37.1	7,167.7	8,384.1	1,135.7	16,437.5
Q4	30,995.1	30,507.8	487.3	12,132.7	10,013.1	11,152.5	12,716.7	68.0	6,527.7	7,778.0	1,114.3	15,425.2
2023 Q1	31,605.7	31,273.6	332.1	12,307.7	9,926.6	11,324.3	13,378.3	30.8	6,809.3	7,968.7	1,133.6	15,719.0
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q1	231.3	228.8	2.4	90.1	72.6	82.9	97.9	0.2	49.8	58.3	8.3	115.0
<i>Transactions</i>												
2022 Q2	-2.2	-50.2	48.0	96.2	-50.2	-121.9	-92.2	26.3	-5.2	92.2	2.3	-
Q3	-85.2	-49.0	-36.2	10.1	-23.4	-173.4	4.2	38.5	32.4	-29.8	7.3	-
Q4	-531.8	-590.4	58.6	-265.5	-250.7	95.5	86.7	-4.1	-367.0	-426.4	9.3	-
2023 Q1	404.2	356.6	47.6	58.3	3.7	61.6	158.0	15.5	287.2	194.9	-18.5	-
2022 Dec.	-583.0	-625.4	42.5	-267.4	-271.5	53.5	-3.2	-7.7	-366.2	-350.7	4.8	-
2023 Jan.	183.2	162.5	20.8	-2.8	-8.5	58.0	26.0	-0.6	137.4	145.0	-8.7	-
Feb.	97.7	97.2	0.5	54.0	1.0	14.8	42.9	10.4	30.0	53.4	-11.4	-
Mar.	123.2	96.9	26.3	7.2	11.3	-11.2	89.2	5.7	119.9	-3.5	1.6	-
Apr.	5.4	34.9	-29.5	1.8	-5.3	40.4	7.3	1.0	-35.9	32.9	-1.8	-
May	83.2	61.6	21.5	25.9	60.7	37.7	-23.4	13.2	5.0	24.3	1.4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 May	-208.3	-284.9	76.6	-203.5	-258.0	22.9	280.9	67.1	-94.2	-307.7	-0.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 May	-1.5	-2.1	0.6	-1.5	-1.9	0.2	2.1	0.5	-0.7	-2.3	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1,363.7	8,906.5	10,270.1	1,026.7	2,449.4	3,476.1	13,746.3	101.8	627.0	4.4	733.1	14,479.4
2021	1,469.7	9,831.1	11,300.9	916.1	2,506.4	3,422.5	14,723.3	118.0	647.2	21.5	786.7	15,510.0
2022	1,538.5	9,783.0	11,321.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,265.8	123.3	649.9	46.4	819.7	16,085.5
2022 Q3	1,538.2	10,180.3	11,718.6	1,175.8	2,552.7	3,728.4	15,447.0	120.4	598.0	48.8	767.3	16,214.3
Q4	1,538.5	9,783.0	11,321.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,265.8	123.3	649.9	46.4	819.7	16,085.5
2023 Q1	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.2	15,185.8	103.2	681.3	93.4	877.9	16,063.7
Q2 ^(a)	1,534.8	9,179.7	10,714.4	1,868.4	2,534.0	4,402.4	15,116.9	113.3	698.7	89.4	901.3	16,018.2
2023 Jan.	1,540.7	9,729.3	11,270.0	1,458.2	2,560.6	4,018.8	15,288.8	133.8	634.5	49.6	817.9	16,106.8
Feb.	1,539.6	9,593.3	11,132.9	1,544.7	2,557.5	4,102.2	15,235.2	124.2	651.9	80.7	856.8	16,092.0
Mar.	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.2	15,185.8	103.2	681.3	93.4	877.9	16,063.7
Apr.	1,536.8	9,373.2	10,910.0	1,702.4	2,537.5	4,239.9	15,149.8	101.5	687.1	86.3	874.9	16,024.7
May	1,537.1	9,280.9	10,818.0	1,765.4	2,527.8	4,293.2	15,111.2	112.9	690.8	96.8	900.5	16,011.7
June ^(a)	1,534.8	9,179.7	10,714.4	1,868.4	2,534.0	4,402.4	15,116.9	113.3	698.7	89.4	901.3	16,018.2
Transactions												
2020	139.2	1,265.5	1,404.7	-33.8	86.3	52.5	1,457.2	19.6	111.0	1.2	131.7	1,589.0
2021	107.4	915.6	1,023.0	-121.6	66.7	-55.0	968.0	12.1	20.9	14.4	47.3	1,015.3
2022	68.8	-46.6	22.2	427.3	56.7	484.1	506.3	3.7	3.0	77.4	84.2	590.5
2022 Q3	10.2	57.1	67.3	160.5	21.8	182.3	249.6	2.7	-11.0	38.7	30.3	279.9
Q4	0.3	-361.7	-361.4	212.5	13.9	226.4	-135.0	4.8	52.0	-1.3	55.4	-79.6
2023 Q1	4.3	-379.4	-375.1	261.1	-11.8	249.3	-125.8	-20.6	31.2	48.8	59.4	-66.5
Q2 ^(a)	-9.3	-248.7	-258.0	221.0	-32.7	188.3	-69.8	10.1	17.2	-1.9	25.4	-44.3
2023 Jan.	0.9	-101.6	-100.7	74.9	-0.9	74.0	-26.7	9.9	-15.5	4.7	-0.9	-27.6
Feb.	-1.1	-138.6	-139.7	84.2	-3.2	81.0	-58.7	-10.1	17.4	28.9	36.2	-22.5
Mar.	4.4	-139.1	-134.7	102.0	-7.7	94.3	-40.4	-20.4	29.2	15.2	24.1	-16.3
Apr.	-7.3	-69.8	-77.1	56.8	-12.2	44.6	-32.5	-1.5	5.8	-5.6	-1.3	-33.8
May	0.3	-99.7	-99.4	59.3	-9.8	49.5	-49.9	10.8	3.6	8.8	23.3	-26.7
June ^(a)	-2.3	-79.2	-81.5	104.9	-10.7	94.2	12.7	0.7	7.7	-5.1	3.4	16.1
Growth rates												
2020	11.4	16.4	15.7	-3.2	3.7	1.5	11.8	24.4	21.3	-	21.8	12.3
2021	7.9	10.3	10.0	-11.8	2.7	-1.6	7.0	12.0	3.3	371.3	6.5	7.0
2022	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.3	14.0	3.4	3.0	0.5	520.2	11.3	3.8
2022 Q3	6.5	5.1	5.3	23.6	2.3	8.0	5.9	-4.5	-1.3	331.2	7.4	6.0
Q4	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.3	14.0	3.4	3.0	0.5	520.2	11.3	3.8
2023 Q1	1.5	-5.6	-4.7	68.8	1.4	20.0	1.1	-17.5	15.3	520.7	23.8	2.1
Q2 ^(a)	0.4	-9.2	-8.0	85.5	-0.4	24.0	-0.5	-2.5	14.7	343.1	23.1	0.6
2023 Jan.	3.8	-2.0	-1.3	49.6	2.1	15.2	2.6	2.6	5.7	243.6	13.4	3.1
Feb.	2.9	-4.0	-3.1	59.1	1.7	17.5	1.7	-6.1	11.6	459.4	20.9	2.6
Mar.	1.5	-5.6	-4.7	68.8	1.4	20.0	1.1	-17.5	15.3	520.7	23.8	2.1
Apr.	1.0	-6.7	-5.7	73.3	0.8	21.0	0.5	-13.7	14.9	352.0	21.5	1.5
May	0.7	-8.1	-7.0	80.9	0.2	22.5	-0.1	-10.1	15.3	419.5	23.9	1.0
June ^(a)	0.4	-9.2	-8.0	85.5	-0.4	24.0	-0.5	-2.5	14.7	343.1	23.1	0.6

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
Outstanding amounts													
2020	2,966.0	2,514.2	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,120.6	235.3	497.3
2021	3,231.5	2,807.0	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,275.5	227.8	546.3
2022	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,300.8	235.0	560.0
2022 Q3	3,368.1	2,837.4	388.3	133.7	8.8	8,372.0	5,620.1	370.0	2,380.9	1.0	1,493.4	243.9	551.9
Q4	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,300.8	235.0	560.0
2023 Q1	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
Q2 (a)	3,338.3	2,508.5	685.8	132.3	11.7	8,380.6	5,310.1	703.7	2,365.9	0.9	1,181.1	230.6	564.8
2023 Jan.	3,375.9	2,697.2	536.6	134.6	7.4	8,439.1	5,563.9	485.3	2,389.1	0.8	1,271.1	237.0	558.9
Feb.	3,380.1	2,663.2	573.2	134.5	9.2	8,419.4	5,511.0	521.9	2,385.8	0.7	1,223.4	225.0	571.9
Mar.	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
Apr.	3,336.7	2,572.1	622.8	131.6	10.1	8,376.6	5,398.7	608.1	2,368.9	0.9	1,213.8	227.0	560.5
May	3,308.0	2,531.8	632.7	131.9	11.6	8,378.8	5,361.8	656.8	2,359.2	0.9	1,217.9	226.6	555.8
June (a)	3,338.3	2,508.5	685.8	132.3	11.7	8,380.6	5,310.1	703.7	2,365.9	0.9	1,181.1	230.6	564.8
Transactions													
2020	510.9	465.4	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	160.2	20.6	33.1
2021	251.7	276.8	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	159.4	-9.5	46.6
2022	120.2	-90.0	205.6	5.9	-1.4	298.3	169.2	74.1	54.9	0.1	0.4	7.6	14.7
2022 Q3	46.4	-34.3	80.4	2.7	-2.3	113.2	77.4	15.2	20.3	0.3	89.5	11.4	-18.5
Q4	11.6	-100.4	113.0	1.6	-2.6	24.9	-61.4	74.3	12.1	-0.1	-168.1	-7.4	8.4
2023 Q1	-29.1	-135.3	104.6	-1.0	2.6	-34.7	-145.1	120.0	-9.7	0.1	-97.5	-2.1	12.7
Q2 (a)	-4.4	-92.0	84.8	-0.6	3.3	-10.1	-116.1	135.3	-29.2	-0.1	-20.5	-0.9	-14.5
2023 Jan.	0.6	-40.9	40.5	-0.6	1.6	13.1	-25.0	37.3	0.9	-0.1	-30.0	1.0	-2.4
Feb.	1.4	-35.6	35.4	-0.1	1.7	-20.5	-53.2	36.2	-3.3	-0.1	-51.1	-10.2	12.6
Mar.	-31.0	-58.8	28.7	-0.2	-0.7	-27.3	-66.9	46.6	-7.2	0.2	-16.4	7.1	2.5
Apr.	-4.2	-27.7	22.7	-1.0	1.8	-13.9	-44.2	40.0	-9.6	-0.1	14.4	-4.4	-18.6
May	-33.4	-43.0	8.1	0.3	1.2	0.6	-37.7	48.1	-9.8	0.1	-0.9	-0.8	-5.0
June (a)	33.1	-21.3	54.1	0.1	0.3	3.2	-34.2	47.2	-9.8	-0.1	-34.0	4.3	9.1
Growth rates													
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	16.0	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	14.2	-4.0	9.4
2022	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	0.3	3.4	2.7
2022 Q3	5.9	3.2	34.0	1.8	-15.2	4.3	5.6	-4.2	2.6	55.7	14.3	7.2	6.5
Q4	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	0.3	3.4	2.7
2023 Q1	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-8.7	0.6	3.5
Q2 (a)	0.7	-12.6	125.3	2.1	10.3	1.1	-4.4	96.8	-0.3	20.8	-14.1	0.5	-2.1
2023 Jan.	3.2	-4.9	82.0	3.9	-28.1	3.3	1.9	31.7	2.2	-3.1	-4.4	-0.1	3.4
Feb.	2.6	-7.0	98.1	4.1	-20.6	2.6	0.4	42.9	1.8	-25.6	-8.6	-2.9	4.7
Mar.	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-8.7	0.6	3.5
Apr.	1.2	-10.1	108.1	2.6	7.8	1.6	-2.4	68.7	0.9	-7.0	-9.0	1.0	-1.4
May	0.3	-11.8	119.1	2.3	12.1	1.3	-3.6	83.1	0.3	18.9	-10.1	-1.4	-3.2
June (a)	0.7	-12.6	125.3	2.1	10.3	1.1	-4.4	96.8	-0.3	20.8	-14.1	0.5	-2.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,323.0	11,911.0	12,289.7	4,706.6	6,132.9	904.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.7	12,332.1	12,716.3	4,861.3	6,373.6	937.6	159.7	1,582.4	888.1
2022	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,177.9	5,127.0	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3
2022 Q3	6,359.6	1,002.3	5,333.0	15,421.7	13,051.1	13,204.2	5,165.6	6,613.7	1,110.6	161.2	1,546.0	824.6
Q4	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,177.9	5,127.0	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3
2023 Q1	6,358.0	995.7	5,337.4	15,415.4	13,014.0	13,204.5	5,131.2	6,665.9	1,078.4	138.5	1,552.0	849.4
Q2 ^(a)	6,269.4	985.9	5,258.1	15,421.6	12,979.2	13,205.9	5,130.6	6,633.6	1,071.0	144.0	1,576.3	866.1
2023 Jan.	6,379.3	996.3	5,358.1	15,422.7	13,028.2	13,223.8	5,141.4	6,655.3	1,084.5	147.0	1,557.9	836.6
Feb.	6,347.5	997.3	5,325.3	15,417.3	13,023.1	13,214.7	5,140.2	6,659.9	1,074.4	148.6	1,548.5	845.7
Mar.	6,358.0	995.7	5,337.4	15,415.4	13,014.0	13,204.5	5,131.2	6,665.9	1,078.4	138.5	1,552.0	849.4
Apr.	6,319.0	981.6	5,312.2	15,422.9	13,000.9	13,202.5	5,125.1	6,666.8	1,064.5	144.6	1,564.3	857.7
May	6,262.0	990.6	5,245.8	15,445.5	13,000.6	13,228.2	5,135.3	6,631.6	1,092.1	141.6	1,582.6	862.3
June ^(a)	6,269.4	985.9	5,258.1	15,421.6	12,979.2	13,205.9	5,130.6	6,633.6	1,071.0	144.0	1,576.3	866.1
Transactions												
2020	1,040.0	13.5	1,026.4	733.6	534.7	555.5	287.6	209.3	20.7	17.1	170.7	28.2
2021	665.6	-0.4	675.6	561.9	473.9	507.3	175.9	261.8	46.4	-10.2	78.9	9.2
2022	177.1	9.9	166.4	634.5	623.2	680.3	268.5	242.3	125.4	-13.0	17.8	-6.5
2022 Q3	-36.6	2.1	-38.9	222.7	232.6	236.6	139.1	58.7	38.0	-3.2	-9.4	-0.5
Q4	44.4	4.1	39.7	3.5	-31.7	11.4	-17.4	27.4	-27.5	-14.2	22.6	12.5
2023 Q1	-80.5	-19.8	-60.6	-5.9	7.0	4.0	-2.6	14.1	3.3	-7.8	-20.8	7.9
Q2 ^(a)	-87.1	-9.7	-77.8	8.0	-29.9	2.6	3.5	-29.7	-9.2	5.5	23.9	14.1
2023 Jan.	-57.5	-17.7	-39.7	-3.5	12.9	7.3	1.6	1.4	9.3	0.6	-15.2	-1.2
Feb.	2.2	1.1	1.1	-9.0	-7.8	-7.4	-2.3	4.4	-11.6	1.6	-8.3	7.1
Mar.	-25.2	-3.2	-21.9	6.7	2.0	4.1	-2.0	8.3	5.7	-10.0	2.6	2.0
Apr.	-34.3	-14.0	-20.5	9.2	-9.3	1.9	-2.7	2.0	-14.7	6.2	12.2	6.4
May	-63.4	8.9	-72.8	18.2	-5.5	17.8	8.0	-35.2	24.9	-3.1	17.0	6.7
June ^(a)	10.6	-4.5	15.4	-19.4	-15.1	-17.2	-1.8	3.6	-19.4	2.5	-5.3	1.1
Growth rates												
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.3	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.7	4.3	5.1	-4.6	5.2	1.1
2022	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2022 Q3	5.0	0.5	5.8	5.8	6.7	7.1	8.0	4.4	14.9	10.0	3.4	-3.0
Q4	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023 Q1	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.8	-9.8	-1.4	1.9
Q2 ^(a)	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.5	-12.1	1.0	4.1
2023 Jan.	1.4	-0.6	1.8	3.8	4.4	4.9	5.3	3.4	9.7	-12.6	1.0	-0.7
Feb.	0.7	-0.8	1.0	3.3	3.9	4.3	5.0	3.2	6.2	-11.0	0.3	0.6
Mar.	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.8	-9.8	-1.4	1.9
Apr.	-0.8	-2.9	-0.5	2.5	2.9	3.3	3.8	2.6	2.7	-9.5	-1.3	3.2
May	-2.2	-1.7	-2.3	2.2	2.1	2.8	3.2	1.5	3.2	-13.0	2.3	2.6
June ^(a)	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.5	-12.1	1.0	4.1

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.3	4,993.1	885.3	1,005.5	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	703.9
2022	5,127.0	5,135.7	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,832.7	717.6	5,215.0	700.7
2022 Q3	5,165.6	5,148.4	1,008.0	1,068.1	3,089.5	6,613.7	6,806.5	714.0	5,195.4	704.2
Q4	5,127.0	5,135.7	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,832.7	717.6	5,215.0	700.7
2023 Q1	5,131.2	5,145.0	940.2	1,093.0	3,098.0	6,665.9	6,871.4	723.6	5,236.1	706.3
Q2 ^(a)	5,130.6	5,144.0	924.4	1,086.7	3,119.5	6,633.6	6,866.4	725.5	5,207.6	700.4
2023 Jan.	5,141.4	5,151.8	955.0	1,086.3	3,100.1	6,655.3	6,864.0	720.0	5,223.1	712.2
Feb.	5,140.2	5,149.7	945.3	1,092.0	3,103.0	6,659.9	6,868.2	721.7	5,228.3	709.9
Mar.	5,131.2	5,145.0	940.2	1,093.0	3,098.0	6,665.9	6,871.4	723.6	5,236.1	706.3
Apr.	5,125.1	5,142.6	929.9	1,094.3	3,100.8	6,666.8	6,871.9	725.1	5,237.6	704.0
May	5,135.3	5,146.0	924.5	1,096.2	3,114.6	6,631.6	6,870.3	726.1	5,204.3	701.3
June ^(a)	5,130.6	5,144.0	924.4	1,086.7	3,119.5	6,633.6	6,866.4	725.5	5,207.6	700.4
Transactions										
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	175.9	208.0	-1.4	2.4	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.9
2022	268.5	308.4	78.5	77.6	112.5	242.3	249.8	22.7	218.5	1.1
2022 Q3	139.1	139.2	55.4	39.9	43.8	58.7	59.5	4.9	55.6	-1.8
Q4	-17.4	7.5	-38.2	18.2	2.6	27.4	36.0	5.2	22.0	0.2
2023 Q1	-2.6	3.7	-20.8	10.9	7.3	14.1	22.0	4.2	14.7	-4.9
Q2 ^(a)	3.5	0.4	-14.3	-4.5	22.4	-29.7	-3.2	3.4	-27.9	-5.2
2023 Jan.	1.6	-1.2	-7.9	3.0	6.5	1.4	10.2	0.0	2.2	-0.8
Feb.	-2.3	-1.0	-10.4	5.6	2.5	4.4	6.3	1.6	5.1	-2.2
Mar.	-2.0	6.0	-2.5	2.2	-1.7	8.3	5.4	2.6	7.5	-1.9
Apr.	-2.7	0.5	-9.1	3.1	3.3	2.0	2.6	2.0	1.8	-1.9
May	8.0	-0.1	-6.6	1.3	13.3	-35.2	-3.4	1.3	-33.8	-2.8
June ^(a)	-1.8	0.0	1.4	-8.9	5.7	3.6	-2.4	0.0	4.1	-0.5
Growth rates										
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.7	4.3	-0.1	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2022 Q3	8.0	8.9	19.7	9.8	4.0	4.4	4.4	3.5	5.1	-0.1
Q4	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Q1	4.5	5.2	4.1	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Q2 ^(a)	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.6
2023 Jan.	5.3	6.1	7.5	8.6	3.6	3.4	3.6	3.1	3.9	0.1
Feb.	5.0	5.7	5.1	9.2	3.5	3.2	3.2	2.8	3.7	-0.3
Mar.	4.5	5.2	4.1	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Apr.	3.8	4.7	1.6	8.6	2.9	2.6	2.5	3.1	3.0	-1.0
May	3.2	4.0	-0.7	8.2	2.8	1.5	2.1	2.8	1.8	-1.5
June ^(a)	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.6

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	487.2	136.7	141.1
2021	762.6	6,886.1	1,837.3	37.1	1,997.2	3,014.4	1,377.7	435.7	128.5	136.8
2022	683.4	6,736.7	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.7	1,333.6	410.2	137.8	147.6
2022 Q3	642.5	6,764.3	1,801.9	30.6	2,096.5	2,835.4	1,318.8	520.9	148.0	146.7
Q4	683.4	6,736.7	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.7	1,333.6	410.2	137.8	147.6
2023 Q1	580.0	6,895.3	1,792.7	35.0	2,171.2	2,896.4	1,434.7	330.8	152.1	165.8
Q2 ^(a)	477.7	6,954.8	1,807.4	40.3	2,227.9	2,879.2	1,468.5	291.2	168.6	172.6
2023 Jan.	564.5	6,842.3	1,784.4	32.5	2,158.3	2,867.0	1,350.5	361.0	155.5	157.0
Feb.	553.6	6,818.8	1,785.7	33.8	2,177.0	2,822.3	1,336.2	363.3	154.6	159.6
Mar.	580.0	6,895.3	1,792.7	35.0	2,171.2	2,896.4	1,434.7	330.8	152.1	165.8
Apr.	586.5	6,907.2	1,807.3	35.8	2,168.6	2,895.5	1,443.2	333.3	153.3	161.9
May	483.6	6,979.3	1,805.9	37.7	2,213.1	2,922.6	1,449.5	317.5	172.9	184.1
June ^(a)	477.7	6,954.8	1,807.4	40.3	2,227.9	2,879.2	1,468.5	291.2	168.6	172.6
Transactions										
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.1	88.3	-66.4	145.5	-43.6	-47.5
2021	40.0	-37.2	-75.1	-5.0	-39.7	82.5	-110.7	-98.7	-8.3	-4.3
2022	-76.0	31.6	-89.8	-5.2	14.7	111.9	-72.0	-193.4	10.5	17.9
2022 Q3	-115.0	-10.0	-47.1	0.0	-2.2	39.4	-42.2	10.9	-18.6	-10.6
Q4	40.8	64.4	-15.2	0.3	57.9	21.4	51.7	-73.8	-10.2	1.0
2023 Q1	-110.1	85.4	8.3	4.0	63.9	9.1	72.0	-76.7	15.0	18.9
Q2 ^(a)	-102.1	83.3	13.9	5.0	56.5	8.0	89.0	-73.0	16.5	6.7
2023 Jan.	-125.1	45.8	0.2	1.6	48.4	-4.3	2.0	-47.8	17.7	9.4
Feb.	-11.2	16.8	0.2	1.3	6.2	9.0	8.4	-18.5	-0.2	3.0
Mar.	26.2	22.8	8.0	1.1	9.3	4.3	61.5	-10.4	-2.5	6.5
Apr.	6.5	23.3	15.4	0.8	4.1	3.0	24.3	-3.2	1.2	-3.9
May	-102.7	40.3	-4.2	1.9	31.0	11.6	-12.2	-31.7	19.6	22.2
June ^(a)	-5.9	19.7	2.6	2.3	21.4	-6.6	76.9	-38.2	-4.3	-11.5
Growth rates										
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2022 Q3	-7.4	-0.4	-4.8	-18.6	-2.0	3.7	-	-	4.4	4.2
Q4	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
Q2 ^(a)	-37.7	3.3	-2.2	30.5	8.5	2.7	-	-	1.7	10.2
2023 Jan.	-23.0	1.2	-4.4	-9.0	2.9	3.6	-	-	-7.2	-1.8
Feb.	-25.2	1.8	-3.8	-4.4	3.5	4.0	-	-	-7.6	0.2
Mar.	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
Apr.	-23.9	2.3	-2.3	3.9	5.0	3.2	-	-	-16.0	-5.3
May	-35.0	3.2	-2.5	21.2	7.5	3.3	-	-	-4.8	8.2
June ^(a)	-37.7	3.3	-2.2	30.5	8.5	2.7	-	-	1.7	10.2

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.3	-5.3	-0.1	0.0	0.0	-3.9
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2022 Q2	-3.2	.	.	.	.	-1.7
Q3	-3.3	.	.	.	.	-1.7
Q4	-3.6	.	.	.	.	-2.0
2023 Q1	-3.7	.	.	.	.	-2.0

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.3	46.5	13.2	13.2	15.2	0.8	52.6	47.5	10.3	6.0	1.5	24.1	5.1
2022	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.8	45.7	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1
2022 Q2	47.3	46.5	13.5	13.2	15.0	0.8	50.5	45.6	10.0	5.9	1.5	23.2	4.9
Q3	47.3	46.5	13.7	13.1	15.0	0.7	50.6	45.6	9.9	5.9	1.6	23.1	5.0
Q4	47.0	46.3	13.6	13.0	14.9	0.8	50.7	45.6	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1
2023 Q1	46.8	46.0	13.5	12.9	14.9	0.8	50.5	45.4	9.9	5.8	1.7	22.8	5.1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84.0	3.0	13.2	67.8	45.7	30.9	38.3	7.8	76.3	15.6	27.8	40.7	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.2	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.4	95.5	1.7
2021	95.4	3.0	13.9	78.5	55.6	41.7	39.8	9.9	85.5	17.6	30.3	47.5	94.0	1.4
2022	91.5	2.7	13.3	75.5	53.8	40.8	37.7	8.7	82.8	16.4	29.0	46.0	90.5	0.9
2022 Q2	94.0	2.9	13.5	77.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92.7	2.9	13.6	76.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91.4	2.7	13.3	75.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	91.2	2.6	12.9	75.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.6	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.5
2021	-1.7	3.9	-0.3	0.7	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.8	-5.3	5.1
2022	-4.0	2.0	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8
2022 Q2	-3.9	1.7	0.5	1.0	0.8	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.7	-6.1	3.6
Q3	-4.5	1.7	-0.3	0.0	-0.3	0.2	0.0	0.2	0.4	-0.6	-5.9	2.7
Q4	-3.9	2.0	-0.3	-0.3	-0.7	0.2	0.0	0.2	0.6	-0.6	-5.5	2.8
2023 Q1	-3.8	2.0	-0.7	-0.7	-1.1	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.6	-5.2	2.4

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1											2	3
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2022 Q1	13.5	12.4	4.6	1.2	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	-0.1	0.4
Q2	13.6	12.3	4.4	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
Q3	13.0	11.8	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Q4	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2023 Jan.	13.2	11.9	4.3	1.3	0.3	8.0	1.7	1.2	0.6	1.9	1.9	1.4	0.6
Feb.	13.3	12.0	4.6	1.2	0.3	8.1	1.7	1.2	0.8	1.9	2.1	1.7	0.7
Mar.	13.6	12.4	4.3	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7
Apr.	13.4	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.8	1.3	1.1	1.9	2.0	2.4	0.9
May	13.4	12.2	3.4	1.3	0.3	8.2	1.8	1.3	1.2	1.9	2.0	2.6	1.0
June	13.4	12.1	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.3	1.9	2.0	2.8	1.1

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	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	1.3
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.7	-5.8
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.6	-7.1	-6.9	-6.5	-2.5	-9.0	-2.0
2022	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2022 Q2	-4.0	-1.7	-0.5	0.6	-2.8	-4.9	-4.1	-0.3	-7.4	0.9
Q3	-3.7	-2.3	-0.3	1.5	-3.1	-4.1	-4.2	0.5	-7.8	2.6
Q4	-3.9	-2.7	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2023 Q1	-4.5	-3.0	-1.2	2.0	-2.7	-4.4	-4.5	0.5	-8.2	2.4
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	71.0	134.1	90.8
2020	112.0	68.7	18.5	58.4	206.3	120.4	114.6	87.0	154.9	113.8
2021	109.1	69.3	17.6	55.4	194.6	118.3	112.9	78.4	149.9	101.2
2022	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
2022 Q2	108.5	67.6	16.8	50.5	183.0	116.1	113.2	73.1	149.3	95.4
Q3	106.5	67.0	15.9	48.5	175.8	115.6	113.5	70.4	145.9	91.4
Q4	105.1	66.2	18.4	44.4	171.3	113.2	111.8	68.8	144.4	86.5
2023 Q1	107.4	65.9	17.2	43.5	168.3	112.8	112.4	69.5	143.5	84.0
Government deficit (-)/surplus (+)										
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
2019	-0.6	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.7	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.6
2021	-7.1	-1.2	0.7	-7.8	-2.4	-5.8	-2.9	-4.6	-5.4	-2.8
2022	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.9
2022 Q2	-4.4	0.8	0.9	-6.5	-0.3	-1.9	0.1	-3.2	-3.3	-1.3
Q3	-4.1	0.8	0.8	-5.6	-0.5	-2.5	1.0	-3.0	-2.7	-0.9
Q4	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	-0.1	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.8
2023 Q1	-4.1	-1.2	-0.3	-4.9	-0.1	-3.4	0.1	-3.1	-2.5	-0.8
Government debt										
2019	36.5	35.8	22.4	40.3	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	52.9	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	43.7	43.7	24.5	55.1	52.5	82.3	125.4	74.5	61.0	72.6
2022	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	57.8	73.0
2022 Q2	41.7	39.6	25.3	53.7	50.0	82.6	123.1	73.5	59.2	72.5
Q3	40.0	37.3	24.6	52.8	48.2	81.4	119.9	72.4	57.5	71.8
Q4	40.8	38.4	24.6	53.2	50.1	78.5	113.9	69.9	57.8	72.9
2023 Q1	42.9	38.4	28.0	53.6	48.3	80.6	113.8	69.5	57.9	72.5

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2023**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 26 juillet 2023.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-23-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général