



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2023



Sommaire

Sommaire	1
Évolutions économiques, financières et monétaires	3
Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	9
2 Activité économique	16
3 Prix et coûts	25
4 Évolutions sur les marchés financiers	32
5 Conditions de financement et évolutions du crédit	38
6 Évolutions budgétaires	46
Encadrés	50
1 Les risques pour les prix mondiaux des matières premières alimentaires résultant d'El Niño	50
2 Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs	56
3 Population active de la zone euro : évolutions et déterminants récents	63
4 Quel est le principal déterminant de l'inflation récente selon les consommateurs ?	68
5 Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro – résultats de l'enquête SAFE	76
6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 10 mai au 1 ^{er} août 2023	87
7 Les distributions de capital des banques et leurs implications pour la politique monétaire	94
8 L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier 15 ans après la grande crise financière	101
Articles	105
1 Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro après la pandémie et le choc énergétique	105

Encadré 1	Introduction des ventilations par groupe de produits et des décompositions prix-quantité pour les échanges de biens dans la balance des paiements de la zone euro	113
Encadré 2	Un compte des transactions courantes de référence à moyen terme pour la zone euro	120
2	L'impact du changement climatique sur la production potentielle	124
Encadré 1	Données empiriques sur l'impact des taxes carbone sur la croissance de la production potentielle en Europe	132
Encadré 2	Test de l'hypothèse de Porter : réglementation environnementale et croissance de la productivité dans la zone euro	136
Encadré 3	Dépendance de l'activité économique vis-à-vis de la nature	139
3	SESFOD@10 – Modalités et conditions de crédit attachées aux cessions temporaires de titres libellés en euros et aux transactions sur le marché des produits dérivés de gré à gré depuis 2013	142
Encadré 1	Structure du marché et représentativité de l'échantillon	156
Encadré 2	Comparaison entre les réponses aux enquêtes SESFOD et SCOOS sur les <i>hedge funds</i>	161
Statistiques		165

Évolutions économiques, financières et monétaires

Vue d'ensemble

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. Afin de soutenir les progrès vers sa cible, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 14 septembre 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, 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. Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une inflation moyenne de 5,6 % en 2023, 3,2 % en 2024 et 2,1 % en 2025. Cela représente une révision à la hausse pour 2023 et 2024 et une révision à la baisse pour 2025. La révision à la hausse pour 2023 et 2024 reflète essentiellement une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie. Les tensions sous-jacentes sur les prix restent fortes, même si la plupart des indicateurs ont commencé à se modérer. Les services de la BCE ont légèrement révisé à la baisse la trajectoire projetée de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, à 5,1 % en moyenne en 2023, 2,9 % en 2024 et 2,2 % en 2025. La transmission des précédentes hausses des taux décidées par le Conseil des gouverneurs demeure vigoureuse. Les conditions de financement se sont encore resserrées, freinant de plus en plus la demande, ce qui constitue un élément important pour ramener l'inflation au niveau de la cible. Eu égard à l'incidence croissante de ce resserrement sur la demande intérieure et au ralentissement du commerce international, les services de la BCE ont sensiblement révisé à la baisse leurs projections de croissance économique. Ils s'attendent désormais à une croissance économique dans la zone euro de 0,7 % en 2023, 1,0 % en 2024 et 1,5 % en 2025.

Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de 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. 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, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront 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.

Activité économique

L'économie devrait rester atone dans les prochains mois. Elle a globalement stagné au premier semestre de l'année, et les récents indicateurs semblent attester de sa faiblesse également au troisième trimestre. La baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et l'incidence de conditions de financement restrictives freinent la croissance, notamment via la baisse de l'investissement résidentiel et des entreprises. L'activité dans le secteur des services, qui avait bien résisté jusqu'à présent, s'affaiblit également désormais. À terme, l'économie devrait se redresser avec l'augmentation anticipée des revenus réels, favorisée par un ralentissement de l'inflation, la hausse des salaires et un marché du travail dynamique, ce qui soutiendra les dépenses de consommation.

Le marché du travail est demeuré robuste jusqu'à présent malgré le ralentissement de l'économie. Le taux de chômage est resté à son niveau historiquement bas de 6,4 % en juillet. Bien que l'emploi se soit accru de 0,2 % au deuxième trimestre, sa dynamique se ralentit. Même le secteur des services, qui a été un moteur essentiel de la croissance de l'emploi depuis la mi-2022, crée moins d'emplois désormais.

Les perspectives de croissance à court terme se sont détériorées dans la zone euro tandis que, à moyen terme, l'économie devrait graduellement retrouver une croissance modeste sous l'effet du redressement de la demande tant intérieure qu'extérieure. L'activité économique dans la zone euro a progressé de façon modérée au premier semestre 2023 malgré le niveau considérable des carnets de commandes dans le secteur manufacturier et la détente des prix de l'énergie. En outre, ces effets se sont largement atténués et les indicateurs à court terme font état d'une stagnation à court terme face au durcissement des conditions de financement, à la faiblesse de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs et à une demande extérieure atone dans un contexte de renforcement de l'euro. La croissance devrait se redresser à partir de 2024, la demande extérieure se rapprochant de sa tendance d'avant la pandémie et les revenus réels s'améliorant, à la faveur du recul de l'inflation, d'une progression soutenue des salaires nominaux et d'un chômage toujours faible, quoiqu'en légère hausse. Toutefois, la croissance continuera d'être freinée à mesure que le resserrement de la politique monétaire de la BCE et les conditions défavorables de l'offre de crédit se répercutent sur l'économie réelle et que les mesures de soutien budgétaire sont progressivement retirées. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait se ralentir, de 3,4 % en 2022 à 0,7 % en 2023, avant de se redresser pour atteindre 1,0 % en 2024 et 1,5 % en 2025. Par rapport aux projections de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2023, 0,5 point de pourcentage pour 2024 et 0,1 point de pourcentage pour 2025, reflétant une dégradation significative des perspectives à court terme, dans un contexte de détérioration des indicateurs tirés d'enquêtes,

de durcissement des conditions de financement – y compris des effets plus néfastes sur l’offre de crédit – et d’une appréciation du taux de change de l’euro.

Alors que la crise énergétique s’estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de retirer 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 encore plus forte. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à rendre l’économie de la zone euro 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 – que soutiendrait la mise en œuvre intégrale du programme « *Next Generation EU* » – peuvent contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant la transition écologique. La réforme du cadre de gouvernance économique de l’UE devrait être conclue avant fin 2023 et les progrès vers l’union des marchés des capitaux accélérés.

Inflation

L’inflation s’était ralentie à 5,3 % en juillet, mais est restée à ce niveau en août, selon l’estimation rapide d’Eurostat ¹. Cette interruption est imputable à la hausse des prix de l’énergie par rapport à juillet. L’augmentation des prix des produits alimentaires s’est atténuée depuis le pic enregistré en mars, mais s’élève encore à près de 10 % en août. Au cours des prochains mois, les fortes hausses de prix observées à l’automne 2022 ne seront plus prises en compte dans les taux annuels et l’inflation devrait donc diminuer.

L’inflation hors énergie et produits alimentaires est quant à elle revenue à 5,3 % en août, contre 5,5 % en juillet. Le renchérissement des biens s’est établi à 4,8 % en août, après 5,0 % en juillet et 5,5 % en juin, grâce à de meilleures conditions d’offre, aux diminutions passées des prix de l’énergie, à l’atténuation des tensions sur les prix en amont de la chaîne de production et à une demande plus faible. La hausse des prix des services s’est légèrement ralentie, à 5,5 %, mais est restée soutenue par les fortes dépenses consacrées aux vacances et aux voyages et par la vive progression des salaires. Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête est demeuré constant, à 5,5 %, au deuxième trimestre de l’année. La contribution des coûts de main-d’œuvre à l’inflation intérieure annuelle s’est renforcée sur cette période, en partie en raison d’un recul de la productivité, alors que la contribution des bénéfices a diminué pour la première fois depuis début 2022.

La plupart des mesures de l’inflation sous-jacente commencent à diminuer sous l’effet du réalignement de l’offre et de la demande et de l’affaiblissement de la contribution des hausses passées des prix de l’énergie. Dans le même temps, les tensions internes sur les prix demeurent élevées.

¹ La date d’arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 13 septembre 2023. Selon la publication finale d’Eurostat le 19 septembre 2023, la hausse de l’IPCH est revenue à 5,2 % en août après 5,3 % en juillet ; ce résultat a été inférieur de 0,1 point de pourcentage à l’estimation rapide.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement autour de 2 %. Mais certains indicateurs ont augmenté et doivent être suivis de près.

L'inflation totale dans la zone euro devrait continuer de se ralentir sur l'horizon de projection en raison de l'atténuation des tensions sur les coûts et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre ainsi que de l'incidence du resserrement de la politique monétaire. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait également se ralentir progressivement. Elle devrait toutefois être supérieure à l'inflation totale jusqu'à début 2024. La désinflation projetée est due à la dissipation des effets exercés par les chocs antérieurs sur les prix de l'énergie et par d'autres tensions en amont sur les prix, la forte croissance des coûts de main-d'œuvre devenant progressivement le principal moteur de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. L'accroissement des salaires devrait graduellement se ralentir à compter de mi-2023, tout en demeurant soutenu sur l'horizon de projection, sous l'effet des augmentations des salaires minimums et de la compensation de l'inflation, dans un contexte de marché du travail tendu, bien qu'en phase d'accalmie. Les marges bénéficiaires, qui se sont sensiblement accrues l'an passé, devraient permettre d'amortir à moyen terme la répercussion des coûts de main-d'œuvre sur les prix finaux. En outre, le resserrement de la politique monétaire freinerait de plus en plus l'inflation sous-jacente. Dans l'ensemble, les anticipations d'inflation à moyen terme devant rester ancrées au niveau de la cible d'inflation de la BCE, la hausse de l'IPCH total reviendrait d'une moyenne de 8,4 % en 2022 à 5,6 % en 2023, 3,2 % en 2024 et 2,1 % en 2025, atteignant ainsi l'objectif au troisième trimestre 2025. Par rapport aux projections de juin 2023, la progression de l'IPCH a été révisée à la hausse pour 2023 et 2024, du fait de la hausse des prix des contrats à terme sur l'énergie, et à la baisse pour 2025, les effets de l'appréciation de l'euro, du durcissement des conditions de financement et de l'affaiblissement de la conjoncture devant modérer l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique sont orientés à la baisse. La croissance pourrait pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, dû par exemple à un ralentissement plus marqué de l'activité en Chine. 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 à la hausse pesant sur l'inflation comprennent d'éventuelles nouvelles tensions en ce sens sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires. De mauvaises conditions météorologiques, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures aux anticipations. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de l'objectif du Conseil des gouverneurs, ou des

hausse 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, sous l'effet par exemple d'une transmission plus forte de la politique monétaire ou d'une dégradation de l'environnement économique hors zone euro, atténuerait les tensions sur les prix, à moyen terme en particulier.

Conditions financières et monétaires

Le resserrement de la politique monétaire reste fortement transmis aux conditions de financement globales. Le financement des banques s'est de nouveau renchéri, dans la mesure où les épargnants substituent aux dépôts à vue des dépôts à terme plus rémunérateurs et où les opérations ciblées de refinancement à plus long terme de la BCE prennent fin progressivement. Les taux moyens des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires ont continué de croître en juillet, à respectivement 4,9 % et 3,8 %.

La dynamique du crédit s'est encore ralentie. Les prêts aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 2,2 % en juillet, en baisse par rapport aux 3,0 % enregistrés en juin. Les prêts aux ménages ont aussi augmenté moins fortement, de 1,3 % après 1,7 % en juin. En termes annualisés sur la base des données des trois derniers mois, les prêts aux ménages se sont réduits de 0,8 %, soit la plus forte contraction depuis l'introduction de l'euro. 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 M3 a diminué, de 0,6 % en juin au niveau le plus bas jamais enregistré de -0,4 % en juillet. En termes annualisés sur les trois derniers mois, l'agrégat M3 s'est contracté de 1,5 %.

Décisions de politique monétaire

Lors de sa réunion du 14 septembre 2023, 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 4,50 %, 4,75 % et 4,00 % à compter du 20 septembre 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 opérations de refinancement à plus long terme ciblées, 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.

Conclusion

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. Afin de soutenir les progrès vers sa cible, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 14 septembre 2023, d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de 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. 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.

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

Après un fort rebond début 2023, l'économie mondiale devrait croître à un rythme plus modéré durant le reste de l'année, reflétant principalement un ralentissement de la dynamique de reprise économique en Chine. Toutefois, les perspectives de croissance mondiale présentées dans les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE pour la zone euro restent globalement semblables aux projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème. De fait, si la croissance mondiale reste globalement stable sur l'horizon de projection, sa composition par pays a changé, les perspectives de croissance pour la Chine ayant été fortement revues à la baisse tandis que la croissance du PIB en volume a été revue à la hausse aux États-Unis en raison de la résilience de l'économie américaine jusqu'à présent. La faible croissance du commerce mondial en 2023 reflète la composition de l'activité économique mondiale, qui est tirée par des pays (économies émergentes), des composantes de la demande (consommation) et des produits (services) moins dépendants des échanges commerciaux. La croissance du commerce mondial devrait se redresser à nouveau sur le reste de l'horizon de projection et augmenter globalement en ligne avec l'activité mondiale. Par rapport aux projections de juin, la croissance des importations mondiales et la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro ont été revues à la baisse pour 2023, principalement en raison de nouvelles révisions à la baisse des données historiques et de résultats plus faibles que prévu au deuxième trimestre, à la date d'arrêt des projections. Toutefois, la croissance de la demande extérieure sur le reste de l'horizon de projection reste comparable aux projections de juin. L'inflation totale mondiale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) diminue progressivement, mais les pressions inflationnistes sous-jacentes restent fortes, en particulier dans les économies avancées. Toutefois, les prix des exportations concurrentes de la zone euro devraient diminuer fortement sous l'effet de l'évolution des prix des matières premières.

Après un fort démarrage au début de l'année 2023, l'activité économique mondiale est en train de se modérer, reflétant principalement un ralentissement de la dynamique de reprise en Chine.

Selon les projections de septembre, la croissance mondiale devrait se ralentir au second semestre de l'année. Bien qu'elle reste globalement en ligne avec les projections de juin, sa composition sous-jacente par pays a changé ². Dans les principales économies avancées, dont les États-Unis et le Royaume-Uni, l'activité économique a continué de mieux résister que prévu, tandis qu'en Chine, elle s'est ralentie plus fortement qu'estimé précédemment, les problèmes dans le secteur de l'immobilier résidentiel ayant refait surface et freiné la reprise tirée par la consommation. La modération attendue de l'activité économique mondiale est également confirmée par les données à haute fréquence disponibles. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale reste sur une tendance baissière, même s'il continue d'indiquer une expansion dans les économies avancées et émergentes.

² La présente section étant consacrée aux évolutions de l'environnement international, toutes les références aux indicateurs économiques mondiaux et/ou agrégés au niveau mondial excluent la zone euro.

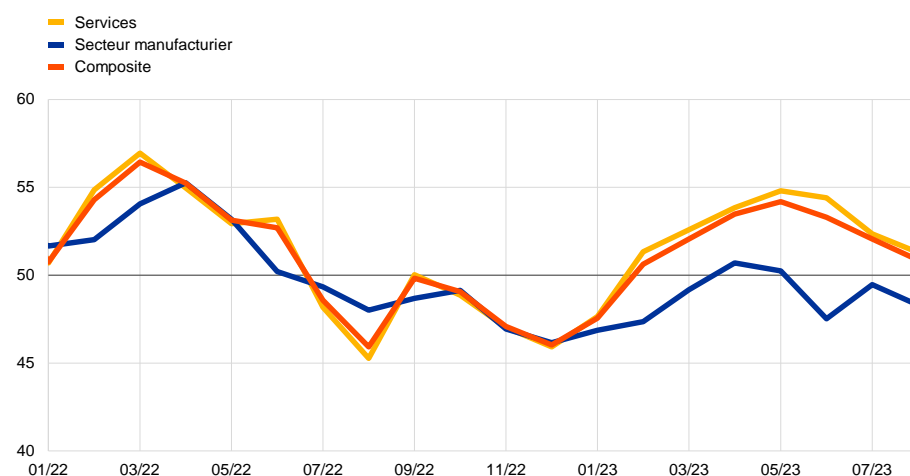
Il en va de même pour l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur des services, tandis que l'indice PMI relatif à la production dans le secteur manufacturier a enregistré une contraction plus forte dans l'ensemble des économies avancées, mais a légèrement augmenté dans les économies de marché émergentes, réduisant ainsi son écart par rapport au secteur des services (graphique 1).

Graphique 1

PMI pour la production par secteur dans les économies avancées et les économies de marché émergentes

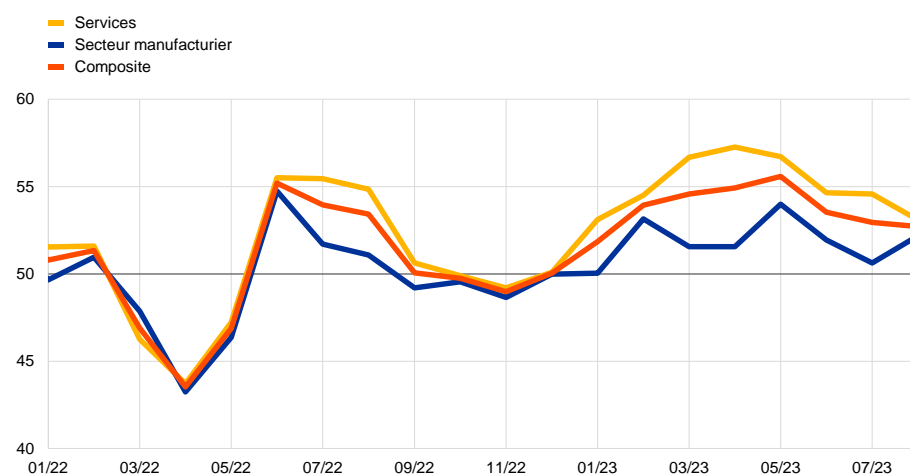
a) Économies avancées (hors zone euro)

(indices de diffusion)



b) Économies de marché émergentes

(indices de diffusion)



Sources : S&P Global Market Intelligence et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023.

Les perspectives de croissance mondiale dans les projections de septembre sont proches de celles des projections de juin, mais les perspectives pour les principales économies ont été réévaluées. Le PIB mondial en volume devrait maintenant augmenter de 3,2 % en 2023, de 3,0 % en 2024 et de 3,2 % en 2025, ce qui ne représente que de légères révisions par rapport aux projections de juin

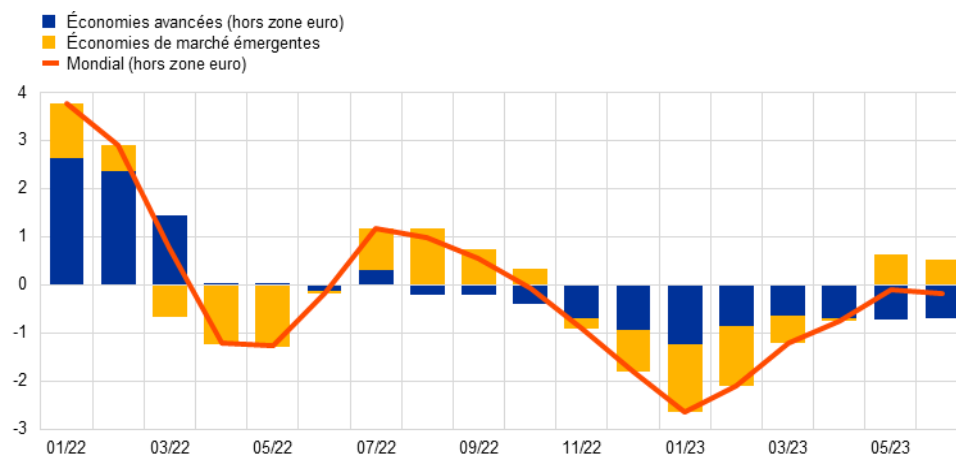
(+ 0,1 point de pourcentage en 2023 et – 0,1 point de pourcentage en 2024 et 2025). Toutefois, les perspectives de croissance en Chine ont été fortement revues à la baisse, en raison de la dynamique mentionnée précédemment dans le secteur immobilier résidentiel du pays³. En revanche, l'activité économique dans les principales économies avancées a été revue à la hausse pour 2023, reflétant une plus grande résilience du marché du travail, même si les perspectives de croissance devraient continuer à s'affaiblir tout au long de l'horizon de projection. Les économies de marché émergentes restent un moteur clé de la croissance économique mondiale, en dépit d'une projection de croissance légèrement ralentie par rapport aux projections de juin.

La croissance du commerce mondial devrait rester faible cette année et se redresser progressivement par la suite. L'atonie du commerce mondial cette année contraste avec la relative résistance de l'activité mondiale. Les importations mondiales ne devraient croître que légèrement cette année (+ 0,2 %), en raison de la contraction attendue des importations dans les économies avancées, reflétant la faiblesse de la demande due au durcissement des conditions financières et aux effets de composition liés, en partie, à la reprise post-pandémique. Trois effets de composition continuent d'expliquer la faiblesse des échanges en 2023, l'activité étant tirée par des zones géographiques (économies émergentes), des composantes de la demande (consommation) et des produits (services) moins dépendants des échanges. Toutefois, la faiblesse du commerce mondial a atteint son point bas et la dynamique devrait s'améliorer progressivement jusqu'à fin 2023. Cela est cohérent avec les données les plus récentes relatives aux échanges mondiaux de marchandises (graphique 2) et reflète également la forte reprise post-pandémique des échanges de services, tels que le tourisme. Pour la période 2024-2025, le commerce mondial devrait encore s'accélérer et croître plus en ligne avec le PIB en volume, de 3,2 % en 2024 et de 3,3 % en 2025. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait demeurer stable cette année et augmenter de 3 % en rythme annuel sur la période 2024-2025. Par rapport aux projections de juin 2023, la croissance des importations mondiales et celle de la demande extérieure adressée à la zone euro ont toutes deux été revues à la baisse en 2023 (de 1,1 point de pourcentage et 0,4 point de pourcentage respectivement), principalement en raison de nouvelles révisions baissières des données historiques au tournant de l'année et d'importations plus faibles que prévu précédemment au deuxième trimestre, à la date d'arrêt des projections. Pour 2024 et 2025, les révisions à la baisse sont plus modestes, représentant environ 0,1 point de pourcentage par an.

³ Début septembre, les autorités chinoises ont annoncé un soutien supplémentaire au marché de l'immobilier, notamment en réduisant les taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires existants et en diminuant les apports. Bien que ces mesures aient été annoncées après la date d'arrêt des projections, il est encore trop tôt pour savoir si elles suffiront à interrompre le recul prévu dans le secteur de l'immobilier pour le reste de l'année 2023.

Graphique 2 Dynamique des échanges de marchandises

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



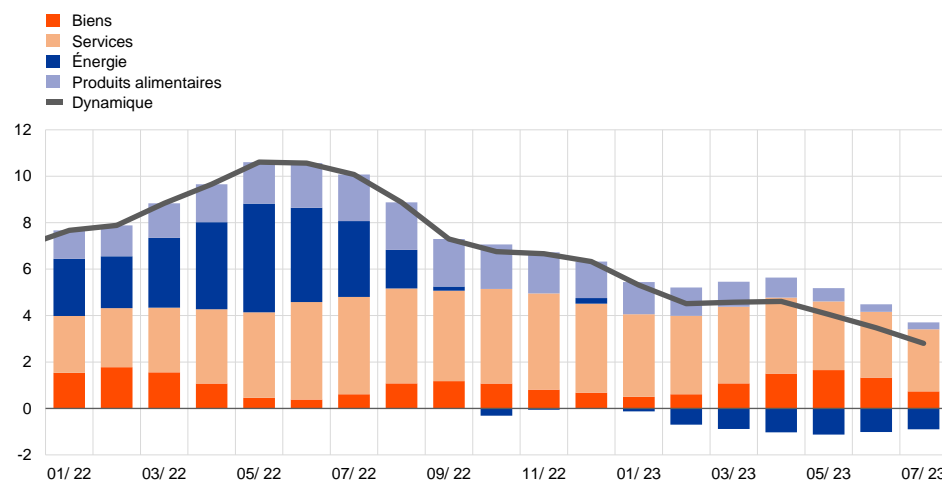
Sources : CPB et calculs des services de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent à juin 2023.

L'inflation mesurée par l'IPC total est en recul au niveau mondial, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, mais l'inflation sous-jacente (core) demeure élevée. La hausse de l'IPC total et de l'IPC core (hors produits alimentaires et énergie) dans les différents pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est légèrement accélérée en juillet pour atteindre respectivement 5,9 % (contre 5,7 % en juin) et 6,7 % (contre 6,6 %). Cela s'explique principalement par l'inflation annuelle en Turquie, qui a augmenté de 10 points de pourcentage pour atteindre 48 % en juillet. Si l'on exclut la Turquie, l'inflation totale est demeurée globalement stable en juillet (à 4,4 %, en légère baisse après 4,5 % en juin) et l'inflation core (hors produits alimentaires et énergie) a légèrement diminué (à 5,0 %, en baisse après 5,2 % en juin). La persistance d'une inflation core élevée peut être attribuée en grande partie aux évolutions des services. La hausse des prix des biens s'est fortement ralentie, les déséquilibres entre l'offre et la demande au niveau mondial s'étant résorbés sur le marché des biens. La dynamique de l'inflation, mesurée comme la variation en pourcentage annualisée en glissement sur trois mois, s'est ralentie en juillet, revenant à 2,8 % après 3,5 % le mois précédent pour l'inflation totale (graphique 3), et à 4,3 % après 5,3 % pour l'inflation core. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro sont sur une trajectoire baissière depuis mi-2022 en raison de la baisse des prix des matières premières et d'une atténuation progressive des tensions en amont, intérieures et extérieures. Les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont été revus à la baisse pour cette année par rapport aux projections de juin, reflétant un ralentissement de la progression des prix à l'exportation chez les principaux partenaires commerciaux, mais ont été légèrement révisés à la hausse pour 2024 du fait du renchérissement des matières premières.

Graphique 3

Dynamique de l'inflation totale dans les pays de l'OCDE

(variations annualisées en pourcentage en glissement sur trois mois)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique exclut la Turquie. Les contributions des différentes composantes de la dynamique de l'inflation totale dans les pays de l'OCDE présentées dans le graphique sont construites en utilisant une approche ascendante (*bottom-up*) sur la base des données nationales disponibles, qui représentent ensemble 84 % de l'agrégat de la zone de l'OCDE. La hausse des prix des biens est calculée comme le résidu de la contribution du total des biens moins celles de l'énergie et des produits alimentaires. Les dernières observations se rapportent à juillet 2023.

Les prix du pétrole brut sont plus élevés que dans les projections de juin, à la suite de l'accord de l'Arabie saoudite et de la Russie de prolonger leurs réductions de production.

Début septembre, l'Arabie saoudite et la Russie ont prolongé leurs réductions de production d'un mois jusqu'à la fin de l'année 2023. Les réductions de production représentent environ 1,3 % de l'offre mondiale et s'ajoutent aux réductions de production précédemment convenues par le groupe OPEP+. Elles exercent de nouvelles tensions sur le marché pétrolier qui, selon l'Agence internationale de l'énergie, est désormais en déficit d'offre. Les effets des réductions de l'offre ont contrebalancé l'affaiblissement de la demande en Chine. Les prix du gaz en Europe ont affiché une certaine volatilité en raison de pénuries d'approvisionnement liées à des interruptions en Norvège et, plus récemment, à des grèves dans des terminaux de gaz naturel liquéfié en Australie, mais ont diminué depuis les projections de juin, l'UE ayant atteint son objectif de stockage de 90 % trois mois plus tôt que prévu. Même si cela signifie que les risques pesant sur l'offre à court terme restent limités, ils ne peuvent être totalement exclus, car des ruptures d'offre peuvent se produire pendant une période prolongée. D'une manière générale, le marché européen du gaz demeure très sensible aux perturbations de l'offre, comme l'a illustré récemment la volatilité des prix liée aux interruptions et aux grèves.

Les conditions financières mondiales se sont légèrement durcies dans les économies avancées et les économies de marché émergentes.

Aux États-Unis, le léger durcissement des conditions financières reflète principalement une augmentation des rendements des obligations souveraines à long terme et une appréciation du taux de change effectif nominal du dollar, qui ont été partiellement contrebalancées par un sentiment favorable à l'égard du risque sur le marché domestique des obligations d'entreprises. Ces évolutions se sont inscrites dans un

contexte de bonnes surprises macroéconomiques et d'une nouvelle atténuation des tensions inflationnistes. Les conditions financières se sont également légèrement durcies dans d'autres économies avancées et émergentes, principalement sous l'effet de taux d'intérêt à long terme plus élevés. Sur les marchés émergents, les monnaies nationales plus faibles par rapport au dollar américain ont également légèrement contribué au durcissement des conditions financières, les hausses précoces et brutales des taux d'intérêt dans certains pays ayant permis à leurs banques centrales de marquer une pause et, dans certains cas, d'abaisser les taux directeurs, tandis que les écarts de rendement souverains et les valorisations boursières sont restés stables.

Aux États-Unis, l'activité économique est demeurée résiliente, mais devrait se ralentir vers la fin de l'année, le resserrement de la politique monétaire freinant l'activité.

Les données récentes sur les dépenses des ménages et l'activité dans les services suggèrent que la croissance du PIB restera forte au troisième trimestre. Toutefois, la croissance de la consommation des ménages devrait se ralentir légèrement dans un contexte d'assouplissement des conditions sur le marché du travail. Le durcissement des critères d'octroi des prêts devrait peser sur l'investissement, entraînant une croissance du PIB positive, mais inférieure à la croissance potentielle au cours de la période 2024-2025. Une reprise modérée de la croissance du PIB en volume est attendue en 2025. La hausse de l'IPC total s'est légèrement accentuée pour s'établir à 3,2 % en juillet (contre 3,0 % en juin), en raison d'une contribution désinflationniste moins importante de la composante énergie. L'inflation *core* n'a que légèrement diminué pour revenir à 4,7 % en juillet (contre 4,8 % en juin) dans un contexte de poursuite du ralentissement de la hausse des prix des biens, tandis que pour les services, un rebond de la hausse des prix des transports et des activités de loisirs contrebalance en partie le ralentissement en cours de la hausse des prix des services de logement. L'inflation totale devrait se ralentir, bien que la croissance – en baisse mais toujours soutenue – des salaires exerce une tension à la hausse persistante sur l'inflation dans les services hors logement.

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

Après avoir fortement rebondi au premier trimestre 2023, à la suite de l'assouplissement des mesures d'endiguement liées à la COVID-19, la dynamique de croissance s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, en raison d'un nouveau ralentissement sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui a également pesé sur la confiance des consommateurs. Si la consommation a continué de se normaliser, en particulier dans les services, les exportations nettes et l'investissement privé ont été plus faibles qu'anticipé dans les projections de juin. Les indicateurs à haute fréquence disponibles jusqu'en août suggèrent une faiblesse persistante du marché de l'immobilier résidentiel et une croissance modérée des services, mais une certaine stabilisation de l'activité manufacturière. La hausse annuelle de l'IPC total est devenue négative en juillet (– 0,3 % en glissement annuel), tandis que la hausse de l'IPC *core* s'est accentuée (+ 0,8 % en glissement annuel), principalement en raison de l'augmentation des prix des services. En glissement mensuel, l'inflation totale et l'inflation *core* se sont légèrement accélérées, après les baisses enregistrées au cours des mois précédents. Cela

suggère que l'inflation annuelle pourrait commencer à se redresser, mais la faiblesse de la demande intérieure et de la demande extérieure devrait limiter les tensions inflationnistes.

Au Japon, l'économie a enregistré une forte croissance au premier semestre 2023, avec toutefois une dynamique changeante. Si la demande intérieure a constitué un des principaux moteurs de la croissance au début de l'année, la croissance étonnamment forte enregistrée au deuxième trimestre s'explique presque entièrement par les exportations nettes, tandis que la demande intérieure a stagné. À l'avenir, l'activité économique devrait rester sur une trajectoire de croissance modérée. Si la demande intérieure devrait se redresser dans une certaine mesure au troisième trimestre, la croissance devrait se ralentir par rapport au premier semestre, reflétant une reprise des importations. L'inflation totale annuelle est restée inchangée à 3,3 % en juillet, la baisse de la composante énergie ayant été contrebalancée par la hausse de la composante produits alimentaires et par l'augmentation des tarifs de l'hébergement et de la téléphonie mobile. Au cours du même mois, l'inflation *core* a légèrement augmenté, pour s'établir à 2,7 % après 2,6 %, reflétant la dynamique sous-jacente des prix des entreprises. L'inflation totale devrait se modérer au second semestre de cette année avec l'atténuation des tensions sur les coûts, en ligne avec le ralentissement récent de la hausse des prix à la production et la baisse des prix à l'importation.

Au Royaume-Uni, la croissance a été modérée au cours de l'année passée dans un contexte d'inflation élevée et de durcissement des conditions de financement, bien qu'elle affiche une certaine résilience. La croissance de l'activité économique devrait également demeurer atone au cours des prochains trimestres, reflétant des tensions inflationnistes plus persistantes qu'anticipé dans les projections de juin, tandis que les ménages et les entreprises sont également confrontés à des taux d'intérêt plus élevés en raison d'un nouveau resserrement de la politique monétaire. Des données d'enquêtes récentes ont accentué les risques à la baisse pesant sur les perspectives à court terme, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production ayant diminué de six points au cours des quatre derniers mois. L'activité devrait se redresser l'année prochaine, soutenue par la reprise des salaires réels tandis que l'inflation continue de se ralentir. La hausse de l'IPC total s'est fortement ralentie, à 6,8 % en juillet (après 7,9 % en juin), principalement en raison d'une baisse importante des factures énergétiques et d'un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. Dans le même temps, l'inflation *core* est demeurée inchangée à 6,9 %, en raison de la persistance du niveau élevé de la hausse des prix des services. L'inflation totale devrait se ralentir au fil du temps pour revenir, début 2025, à la cible de 2 % fixée par la Banque d'Angleterre.

2 Activité économique

L'économie de la zone euro a globalement stagné au premier semestre de l'année. Au deuxième trimestre 2023, la croissance du PIB en volume s'est établie à 0,1 %, comme au premier trimestre. Les indicateurs récents suggèrent qu'elle a également été faible au troisième trimestre. La baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et l'incidence de conditions de financement restrictives freinent la croissance, notamment via la baisse de l'investissement résidentiel et des entreprises. Le ralentissement de l'activité se propage à tous les secteurs de l'économie. La production manufacturière enregistre une contraction depuis le quatrième trimestre 2022 et devrait rester atone, dans la mesure où l'impulsion passée apportée à la production par les arriérés de commande diminue et où les nouvelles commandes restent modérées. L'activité dans le secteur des services, qui avait mieux résisté, a montré des signes clairs de ralentissement au début du troisième trimestre, suggérant que le renforcement de la demande de services après la pandémie pourrait s'atténuer. À terme, l'économie devrait se redresser avec l'augmentation anticipée des revenus réels, favorisée par un ralentissement de l'inflation, la hausse des salaires et un marché du travail dynamique, ce qui devrait soutenir les dépenses de consommation.

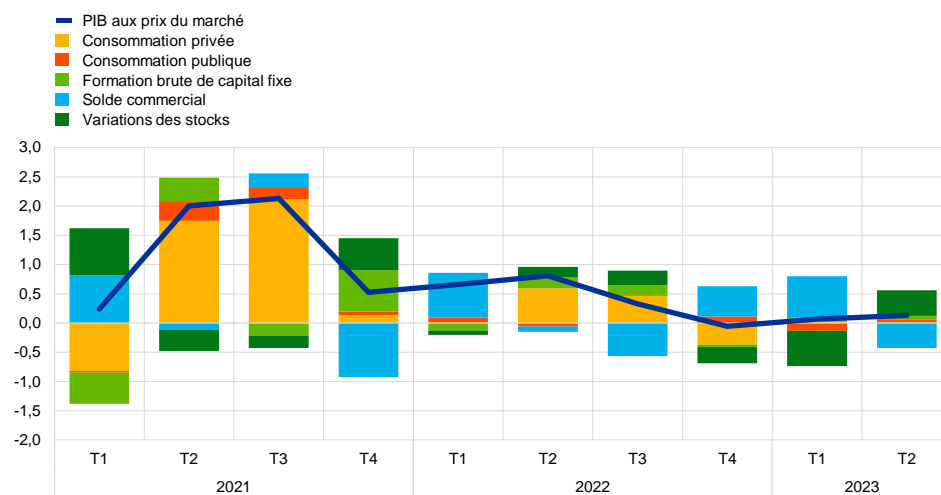
Ces perspectives se reflètent largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient que la croissance annuelle du PIB en volume se ralentira à 0,7 % cette année avant de se redresser pour ressortir à 1,0 % en 2024 et 1,5 % en 2025. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, de 0,2 point de pourcentage en 2023, 0,5 point de pourcentage en 2024 et 0,1 point de pourcentage en 2025. Les risques pesant sur la croissance économique sont orientés à la baisse.

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,1 % au deuxième trimestre 2023, dans un contexte de variations importantes entre les pays. Les contributions positives de l'accumulation des stocks et, dans une moindre mesure, de la demande intérieure ont été en partie contrebalancées par une contribution négative du solde commercial (graphique 4). Cette croissance modeste de l'activité reflète des dynamiques divergentes entre les secteurs : l'activité a augmenté dans les services, tandis qu'elle a diminué dans le secteur manufacturier et la construction. Elle a également masqué des différences considérables entre les principaux pays de la zone euro, reflétant l'ampleur variable avec laquelle ils ont été affectés par le ralentissement des échanges internationaux de biens et par la reprise du secteur des services nécessitant de nombreux contacts. En rythme trimestriel, le PIB a augmenté de 0,5 % en France et de 0,4 % en Espagne, tandis qu'il est resté inchangé en Allemagne et a diminué de 0,4 % en Italie et de 0,3 % aux Pays-Bas.

Graphique 4

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

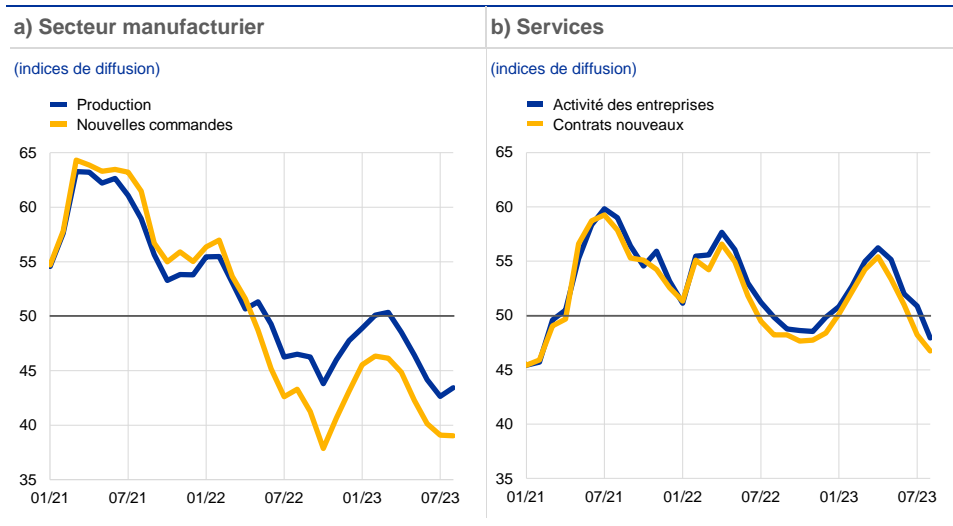
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

L'activité au troisième trimestre 2023 devrait rester atone. Les données d'enquêtes devenues disponibles font état d'une croissance économique modérée au troisième trimestre 2023, en raison non seulement de la faiblesse persistante de l'activité dans le secteur manufacturier, mais également d'un ralentissement dans les services, qui avaient auparavant bien résisté. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a poursuivi sa baisse au-dessous du seuil de 50 indiquant une croissance en juillet et août. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier a continué d'indiquer une contraction, dans la mesure où le soutien apporté par l'amélioration des conditions sur les chaînes d'approvisionnement est parvenu à son terme, où les arriérés de travail s'atténuent et où les nouvelles commandes diminuent (graphique 5, partie a). Toutefois, ces derniers mois, l'atonie s'est propagée au secteur des services, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans ce secteur s'établissant au-dessous du seuil correspondant à une croissance nulle en août (graphique 5, partie b). Ce résultat reflète la dissipation de l'effet de la réouverture post-pandémie sur la demande de services, qui était, jusqu'à récemment, un déterminant important du différentiel de croissance entre le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts⁴. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) de la Commission européenne a encore diminué en août dans les différents secteurs, indiquant un net affaiblissement de la dynamique de croissance au troisième trimestre. La confiance des consommateurs a légèrement diminué en août, interrompant la reprise qui s'était amorcée fin 2022, et se situe nettement au-dessous de sa moyenne de long terme. Cela suggère des perspectives moroses pour la demande intérieure. Globalement, les indicateurs récents suggèrent que la croissance du PIB restera faible au troisième trimestre, dans la mesure où l'atonie

⁴ Pour une analyse des effets liés à la réouverture et de la dispersion de l'activité économique entre les pays et les secteurs, cf. l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

de la demande extérieure et le durcissement des conditions de financement devraient peser sur la croissance économique dans la zone euro.

Graphique 5
Indices PMI dans les différents secteurs de l'économie



Source : S&P Global Market Intelligence.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023.

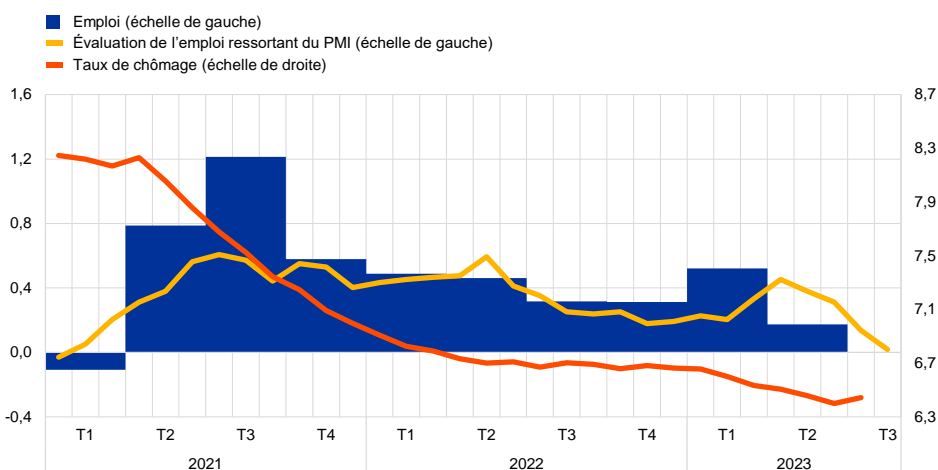
Le marché du travail a continué de bien résister au deuxième trimestre, mais la croissance de l'emploi s'est ralentie dans un contexte d'affaiblissement de l'activité économique. L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre 2023. Depuis le quatrième trimestre 2019, l'emploi a augmenté de 3,3 % et le nombre total d'heures travaillées, de 1,9 % (graphique 6). Cela implique une baisse de 1,4 % du nombre moyen d'heures travaillées. Cette évolution est liée au maintien actuel de sureffectifs (la part du facteur travail qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise au cours de son processus de production à un moment donné), ainsi qu'à d'autres facteurs. Selon les estimations, la population active concernée a augmenté d'environ 600 000 personnes entre janvier et juillet, mais la croissance s'est ralentie depuis avril⁵. En juillet, le taux de chômage s'est établi à 6,4 %, globalement inchangé par rapport à juin et toujours à son plus bas niveau depuis la création de l'euro. La demande de main-d'œuvre reste vigoureuse, avec un taux de vacance d'emploi globalement stable à 3,0 %, soit un niveau inférieur de 0,2 point de pourcentage à son plus haut niveau depuis le début de la série.

⁵ Pour une analyse des évolutions récentes de la population active et de leurs déterminants, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 6

Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone euro

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



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

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

Les indicateurs à court terme du marché du travail vont dans le sens d'une poursuite du ralentissement de la croissance de l'emploi au troisième trimestre 2023.

L'indice composite mensuel des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi a diminué, revenant de 51,4 en juillet à 50,2 en août ; une valeur inférieure au seuil de 50 indique une diminution de l'emploi. Cet indicateur a fortement diminué depuis avril, où il avait atteint 54,5. La baisse récente a été plus prononcée dans les services mais l'indice PMI continue d'afficher une expansion, tandis que le secteur manufacturier et la construction se situent au-dessous du seuil de 50. Parmi les services, on a observé une plus forte baisse dans les secteurs plus étroitement liés à l'activité manufacturière, tels que les transports et les services professionnels.

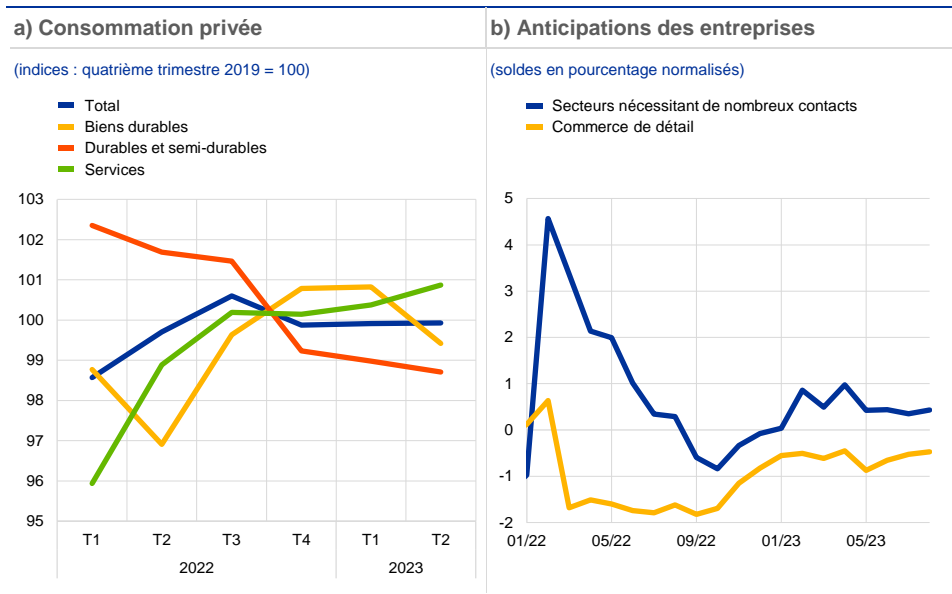
La consommation privée a stagné au deuxième trimestre 2023, la baisse continue des dépenses de biens compensant la demande toujours positive de services (graphique 7, partie a).

En rythme trimestriel, les ventes au détail ont augmenté de tout juste 0,1 % au deuxième trimestre 2023 avant de diminuer de 0,2 % en juillet 2023, tandis que les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont diminué de 0,5 % au deuxième trimestre 2023, mais ont rebondi de 3,7 % en juillet. Contrairement à la baisse des dépenses de biens, en particulier les biens durables et les produits alimentaires, la consommation de services des ménages a augmenté de 0,5 % au deuxième trimestre, bénéficiant toujours des effets persistants liés la réouverture ⁶.

⁶ Cf. également l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*.

Graphique 7

Indicateurs de la consommation privée réelle



Sources : Eurostat, Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières) et calculs de la BCE.
Notes : Dans la partie a), les niveaux des composantes de la consommation (concept domestique) sont recalibrés pour correspondre au niveau de la consommation privée totale (concept national). Pour la partie b), la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts au cours des trois prochains mois est normalisée sur la période 2005-2019, tandis que les anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail au cours des trois prochains mois sont normalisées sur la période 1985-2019. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour la partie a) et à août 2023 pour la partie b).

Si les enquêtes suggèrent une faiblesse persistante des dépenses en biens, les anticipations relatives à la demande de services nécessitant de nombreux contacts n'ont pas encore été ajustées à la baisse. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a diminué en août, interrompant sa reprise observée depuis fin 2022, et est demeuré inférieur à sa moyenne de long terme. Cela reflète la détérioration des anticipations relatives aux perspectives économiques générales et aux propres situations financières des ménages. Dans le même temps, les indicateurs de la Commission relatifs aux intentions des consommateurs de réaliser des achats importants et aux anticipations relatives à l'activité dans le commerce de détail sont demeurés modérés. En revanche, la demande anticipée de services nécessitant de nombreux contacts n'a pas encore enregistré de forte correction à la baisse depuis mai 2023 et est restée supérieure à sa moyenne historique en août (graphique 7, partie b). De même, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs réalisée en juillet montre une baisse des intentions d'achat d'appareils électroménagers et d'autres produits importants, ce qui reflète la faiblesse actuelle des dépenses en biens durables, alors que la demande anticipée de réservations pour les vacances demeure résiliente. La transmission du durcissement des conditions de financement à l'économie réelle devrait réduire les emprunts des ménages, maintenir élevées les incitations à épargner et modérer la croissance des dépenses de consommation à court terme.

La croissance de l'investissement des entreprises s'est nettement ralentie au deuxième trimestre 2023 et devrait se contracter au troisième trimestre.

En excluant les données volatiles relatives aux droits de propriété intellectuelle en

Irlande, l'investissement hors construction dans la zone euro s'est fortement ralenti au deuxième trimestre (revenant à 0,4 % en glissement trimestriel, après 1,2 % au premier trimestre)⁷. Le ralentissement a été relativement généralisé à l'ensemble des pays, mais plus varié d'une catégorie d'actifs à l'autre, avec un rebond de l'investissement dans le transport de marchandises, une croissance de l'investissement en droits de la propriété intellectuelle à sa moyenne à long terme et une légère contraction de l'investissement dans les machines et équipements hors transport (graphique 8)⁸. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur des biens d'équipement a enregistré une contraction plus forte en août, dans un contexte de baisse des nouvelles commandes et de l'activité en cours. La confiance continue de se détériorer et la dernière enquête de la Commission européenne montre qu'un quart des entreprises de biens d'équipement citent désormais une demande insuffisante comme une limite à la production. Les perspectives demeurent très incertaines. Les téléconférences sur les résultats du mois d'août suggèrent une reprise en cours depuis l'automne dernier du sentiment à l'égard du profit (qui tend à suivre relativement bien l'excédent brut d'exploitation des entreprises, bien que les deux indicateurs accusent un retard par rapport aux dynamiques les plus récentes), tandis que les besoins actuels en matière d'investissements verts et numériques, alimentés par les fonds au titre du programme NGEU, et les pénuries importantes de main-d'œuvre dans certains secteurs constituent de nouvelles incitations à investir⁹. Toutefois, les facteurs défavorables pour l'investissement restent importants dans un contexte de ralentissement mondial et de détérioration des conditions du crédit¹⁰. Les téléconférences sur les résultats montrent que le sentiment à l'égard du risque financier reste à un niveau sans précédent, tandis que l'enquête S&P Global Business Outlook Survey, réalisée trois fois par an, suggère une baisse des investissements au cours des 12 prochains mois, reflétant la détérioration des anticipations en matière d'activité et de rentabilité à venir.

⁷ La croissance globale s'est établie à 0,7 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre, après s'être contractée de 0,2 % au premier trimestre, reflétant la forte volatilité des données relatives aux droits de propriété intellectuelle en Irlande d'un trimestre à l'autre. Pour plus d'informations sur l'impact à plus long terme de cette volatilité, cf. l'encadré intitulé « [Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

⁸ Sur les six pays de la zone euro ayant constaté une accélération au deuxième trimestre, seule la France a enregistré une amélioration qui ne fait pas simplement suite à une contraction au premier trimestre.

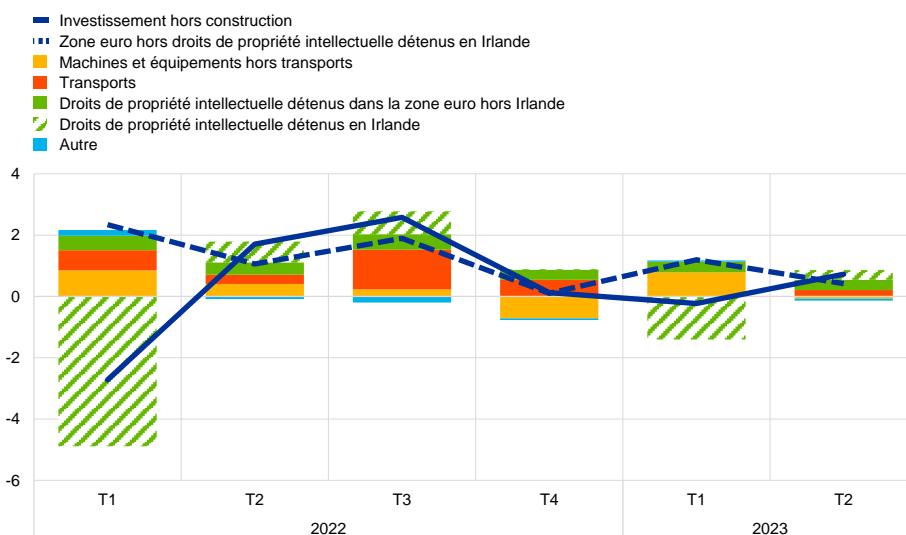
⁹ Pour plus de détails sur la méthodologie des données relatives aux conférences sur les résultats, cf. l'encadré intitulé « [Earnings calls : de nouvelles données sur les bénéfices, l'investissement et les conditions de financement des entreprises](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023. S'agissant de l'impact du changement climatique sur l'investissement, cf. également l'encadré 5 du présent numéro du *Bulletin économique*.

¹⁰ L'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet anticipait de nouvelles baisses de la demande des entreprises pour les prêts à long terme au titre de l'investissement fixe aux troisième et quatrième trimestres 2023, tandis que les dernières projections de la zone euro anticipent des effets modérateurs plus importants sur l'investissement des entreprises en raison des taux d'intérêt plus élevés et des restrictions de l'offre de crédit associées (cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publié sur le site internet de la BCE le 14 septembre 2023).

Graphique 8

Investissement hors construction et contributions des catégories d'actifs

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : IPP se rapporte aux droits de propriété intellectuelle (principalement incorporels). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023.

Après une diminution au deuxième trimestre 2023, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait encore baisser à court terme.

En glissement trimestriel, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a diminué de 1,0 % au deuxième trimestre 2023, après une hausse de 0,8 % au premier trimestre. Les indicateurs à court terme font état de nouvelles baisses au cours des prochains trimestres. La production dans la construction de bâtiments a fortement diminué en juin, ce qui implique un acquis de croissance négatif au troisième trimestre. En outre, l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'évolution de l'activité dans la construction de bâtiments au cours des trois derniers mois est revenue à un niveau très inférieur à sa moyenne du deuxième trimestre en juillet et en août, tandis que l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans l'immobilier résidentiel, qui se situait au-dessous du seuil de croissance, a encore diminué pour s'établir à 35,7 en août, son niveau le plus bas depuis le début de l'année. L'atonie des perspectives relatives à l'investissement dans l'immobilier résidentiel est cohérente avec la forte tendance baissière des permis de construire résidentiels, qui se reflète également de plus en plus dans la moins bonne évaluation des carnets de commandes par les entreprises dans l'enquête de la Commission européenne. Le sentiment à l'égard de l'immobilier résidentiel, mesuré par l'enquête trimestrielle de la Commission sur les intentions à court terme des ménages de rénover, d'acheter ou de construire un logement, s'est légèrement détérioré au troisième trimestre 2023. Ce sentiment négatif s'explique principalement par la hausse significative des taux d'intérêt et son impact défavorable sur l'accessibilité à l'immobilier résidentiel, bien qu'il soit contrebalancé dans une certaine mesure par la baisse des prix des logements. Cette baisse de l'accessibilité des logements, associée au durcissement des critères appliqués par les banques pour l'octroi de prêts au logement, pèse sur la dynamique de l'investissement dans l'immobilier.

La croissance des exportations est demeurée modérée au deuxième trimestre, reflétant l'atonie de la demande mondiale, l'appréciation précédente de l'euro et les prix élevés de l'énergie. La croissance trimestrielle des volumes d'exportation a été négative au deuxième trimestre, la faiblesse du commerce mondial ayant freiné la demande extérieure de biens adressée à la zone euro. En outre, l'appréciation de l'euro, qui a débuté en septembre 2022, a affaibli la compétitivité de la zone euro, et la hausse des prix de l'énergie en 2022 a contribué à la faiblesse des exportations, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique. Dans le même temps, la réduction des carnets de commandes observée au cours des trimestres précédents semble ne plus constituer un facteur clé favorisant les exportations, les carnets de commandes à l'exportation ayant retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie. La croissance des importations est devenue légèrement positive au deuxième trimestre, reflétant en grande partie un rebond après la forte baisse au premier trimestre. Toutefois, en glissement annuel, les importations ont diminué dans un contexte d'atonie de la demande intérieure. Dans l'ensemble, les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB au cours du deuxième trimestre. Les indicateurs prospectifs signalent une faiblesse persistante à court terme des volumes d'exportations de la zone euro. La vigueur relative des exportations de services observée jusqu'ici semble se dissiper, les exportateurs de ce secteur ayant fait état d'une détérioration de leurs carnets de commandes. Cela semble refléter à la fois un ralentissement de la demande latente de services à la suite de la réouverture, après la pandémie, des services nécessitant de nombreux contacts, et un effet de contagion de la faiblesse du secteur manufacturier, où les exportateurs ont encore fait état d'une diminution des nouvelles commandes.

À plus long terme, l'activité de la zone euro devrait se redresser, soutenue par une augmentation des revenus réels. La croissance du PIB devrait se renforcer, soutenue par l'atténuation des tensions inflationnistes et la résistance de la croissance des revenus du travail, permettant une reprise du revenu réel disponible et de la consommation privée. Toutefois, l'effet de ces facteurs positifs devrait être contrebalancé par l'impact de la hausse des taux d'intérêt et du durcissement des conditions de l'offre de crédit qui se répercutent de plus en plus sur l'économie réelle.

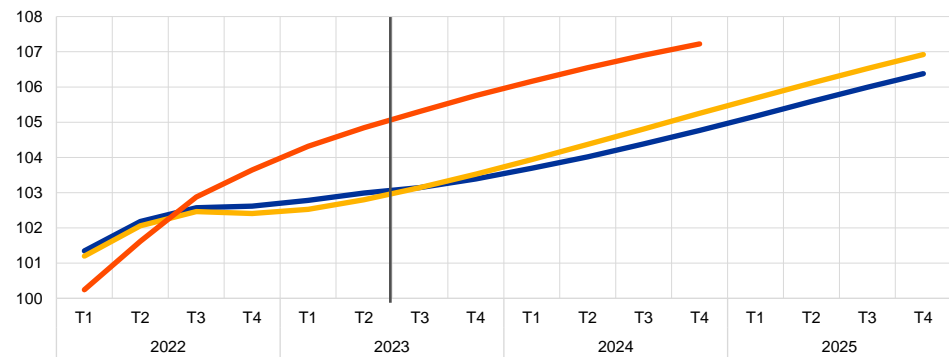
Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient un ralentissement de la croissance annuelle du PIB en volume, à 0,7 % en 2023, avant un rebond à 1,0 % en 2024 et 1,5 % en 2025 (graphique 9). Par rapport aux projections de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2023, 0,5 point de pourcentage pour 2024 et 0,1 point de pourcentage pour 2025, reflétant une dégradation significative des perspectives à court terme, dans un contexte de détérioration des indicateurs tirés d'enquêtes, de durcissement des conditions de financement (y compris des effets plus défavorables sur l'offre de crédit) et d'une appréciation du taux de change de l'euro.

Les risques pesant sur la croissance économique sont orientés à la baisse. La croissance pourrait pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, dû par exemple à un ralentissement plus marqué de l'activité en Chine. À l'inverse, la croissance pourrait être plus soutenue que projeté si la solidité du marché du travail, la hausse des revenus réels et le recul des incertitudes stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises.

Graphique 9 PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(indice, quatrième trimestre 2019 = 100, données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés)

- Projections établies par les services de la BCE - septembre 2023
- Projections établies par les services de l'Eurosystème - juin 2023
- Projections établies par les services de l'Eurosystème - décembre 2021



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques de septembre 2023 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#).
Note : la ligne verticale indique le début de l'horizon de projection.

3 Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 5,3 % en août 2023, sans changement par rapport à juillet ¹¹. Ce taux d'inflation totale inchangé en août a masqué des taux moins élevés pour l'ensemble des principales sous-composantes à l'exception de la variation des prix de l'énergie, qui a été moins négative que le mois précédent. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent de nouvelles tensions à la hausse potentielles sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires. Les conditions météorologiques défavorables et, plus largement, la crise climatique en cours pourraient entraîner une hausse des prix plus prononcée que prévu. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué de baisser, mais ils demeurent à des niveaux élevés qui reflètent, entre autres, de fortes tensions sur les salaires. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-dessus de notre objectif ou des hausses des salaires ou des marges bénéficiaires plus élevées que prévu pourraient également entraîner une hausse de l'inflation, y compris à moyen terme. Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient que l'inflation totale poursuivra sa trajectoire baissière, ressortant, en moyenne, à 5,6 % en 2023, 3,2 % en 2024 et 2,1 % en 2025.

Après avoir diminué pendant neuf mois de suite après le pic enregistré en octobre 2022, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est demeurée inchangée en août 2023 (graphique 10).

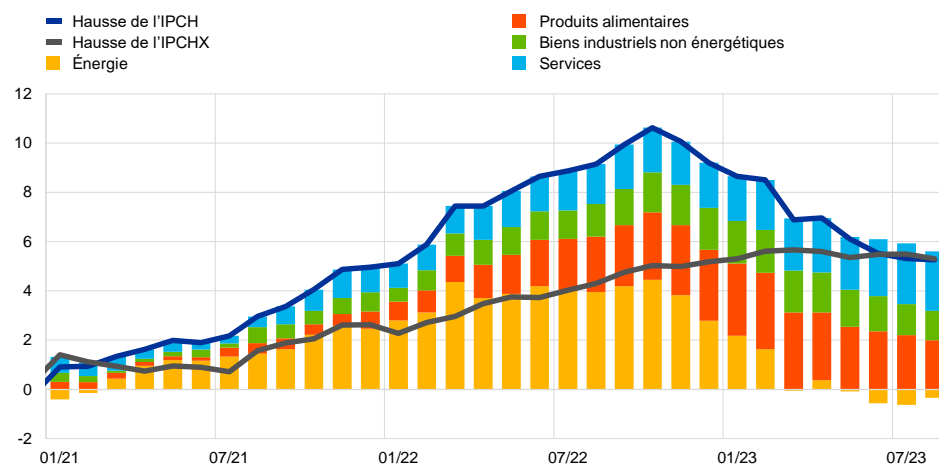
Le taux d'inflation totale inchangé de 5,3 % résulte d'un taux de variation des prix de l'énergie moins négatif, qui a contrebalancé des taux d'inflation moins élevés pour les produits alimentaires, les biens industriels non énergétiques et les services. La variation des prix de l'énergie, qui est passée de – 6,1 % en juillet à – 3,3 % en août, reflète une forte hausse en glissement mensuel résultant du renchérissement du pétrole et, par conséquent, des carburants. La hausse des prix des produits alimentaires s'est encore ralentie, revenant de 10,8 % en juillet à 9,8 % en août, en raison de taux moins élevés pour les composantes produits alimentaires tant non transformés que transformés. Toutefois, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est demeurée supérieure à 10 % (10,4 %) en août, la récente atténuation des tensions en amont n'ayant pas encore eu d'impact sur les prix de détail. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est revenue à 5,3 % en août, après 5,5 % en juillet, en raison de légères baisses de ses deux principales composantes, les biens industriels non énergétiques et les services. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est encore ralentie, revenant de 5,0 % en juillet à 4,8 % en août, ce qui reflète l'atténuation de tensions en amont antérieures sur les prix liées aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et aux prix de l'énergie, ainsi que la contraction de la demande. Dans l'ensemble, la hausse des prix des services est demeurée plus persistante, s'établissant à 5,4 % en juin, 5,6 % en juillet et 5,5 % en août. Cette hausse a probablement été soutenue par les postes liés aux voyages et à l'hôtellerie, ainsi que par la forte croissance des salaires.

¹¹ Dans la publication finale d'Eurostat, le taux de l'inflation totale pour le mois d'août a été revu à la baisse à 5,2 % après la date d'arrêté.

Graphique 10

Inflation totale et ses composantes principales

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

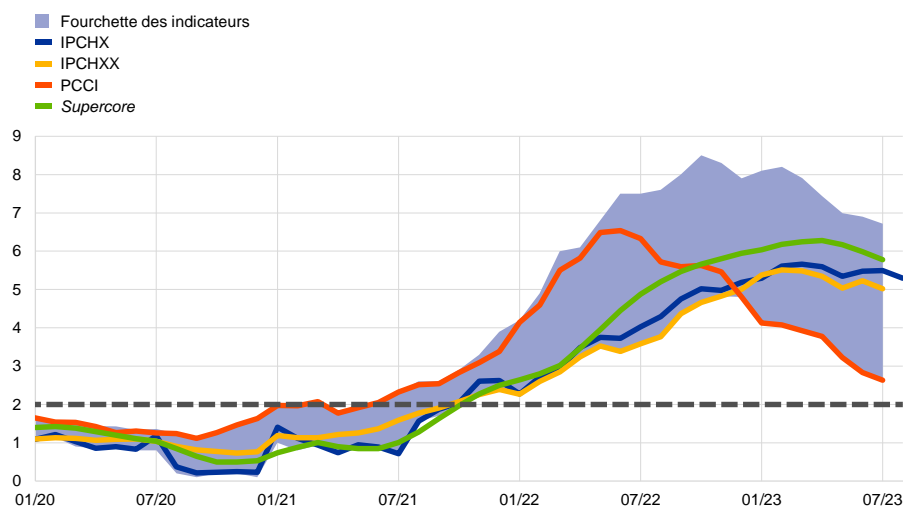
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2023 (estimation rapide).

Même s'ils restent globalement élevés, la plupart des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente dans la zone euro ont continué de baisser, reflétant la dissipation de l'effet des précédents chocs sur les coûts de l'énergie et les chaînes d'approvisionnement ainsi que les inadéquations entre l'offre et la demande (graphique 11). Si l'inflation mesurée par l'IPCHX est disponible pour août, les dernières données disponibles pour les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente se rapportent à juillet. En juillet, la plupart des indicateurs ont affiché une baisse de leurs taux de croissance annuels. L'indicateur *Supercore*, qui recouvre les composantes de l'IPCH sensibles au cycle d'activité, a diminué, revenant de 6,0 % en juin à 5,8 % en juillet, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation, PCCI*) fondée sur un modèle est revenue à 2,6 %, après 2,8 %. Bien que les indicateurs diminuent pour la plupart, l'incertitude entourant la dynamique de l'inflation sous-jacente reste élevée, comme le montre la large fourchette des résultats de ces mesures et leurs niveaux élevés.

Graphique 11

Indicateurs de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services 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'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure (IPCHXX), les moyennes tronquées à 10 % et à 30 %, la PCCI 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 août 2023 (estimation rapide) pour l'IPCHX et à juillet 2023 pour les autres rubriques.

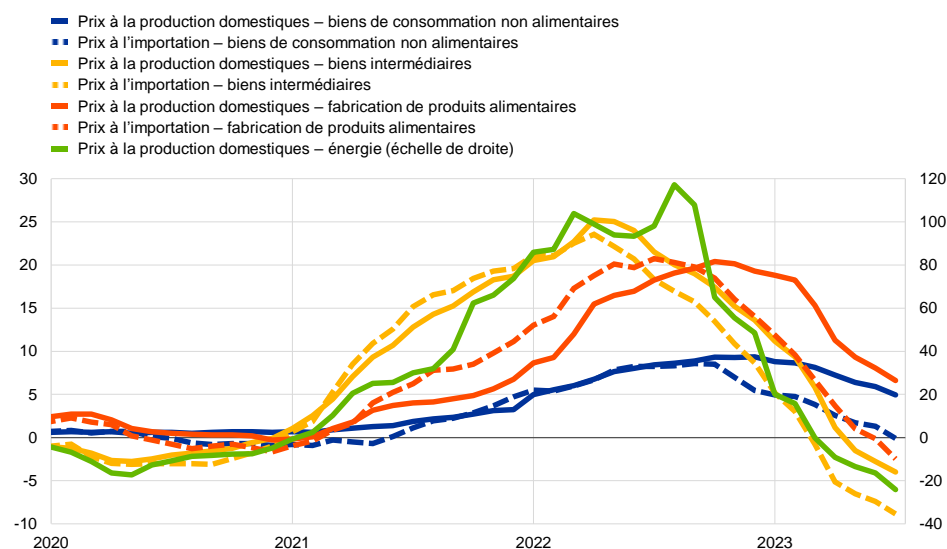
Les tensions en amont ont continué de s'atténuer à mesure que les effets cumulés des chocs antérieurs sur les prix ont continué de se dissiper (graphique 12). En amont de la chaîne des prix, les tensions ont continué de diminuer sensiblement en juillet. La variation des prix à la production domestiques pour les biens intermédiaires est négative depuis mai et s'est établie à – 4,0 % en juillet, après – 2,8 % en juin, tandis que les prix à l'importation de ces mêmes biens se sont contractés, à – 8,9 %.

La contraction des prix à la production de l'énergie, qui s'est amorcée en avril, s'est nettement accentuée, pour s'établir à – 24,3 % en juillet, après – 16,5 % en juin, reflétant la dissipation des effets des précédents chocs sur les prix de l'énergie. En aval de la chaîne des prix, la hausse des prix à la production domestiques pour les biens de consommation non alimentaires s'est ralentie à 5,0 % en juillet, confirmant l'atténuation progressive des tensions accumulées en amont s'agissant des biens de consommation. Il en va de même pour les tensions en amont relatives au segment de la consommation de produits alimentaires, la hausse des prix à la production pour les produits alimentaires fabriqués s'étant de nouveau ralentie en juillet, tout en demeurant élevée à 6,6 %. Le taux de croissance annuel des prix à l'importation de ces catégories a continué de diminuer jusqu'à atteindre des valeurs négatives en juillet. Les variations du taux de change de l'euro au cours des derniers mois continuent d'affecter l'ampleur et les évolutions de la dynamique des prix à l'importation, et le récent raffermissement de l'euro contribue à atténuer les tensions sur les prix.

Graphique 12

Indicateurs des tensions en amont de la chaîne des prix

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

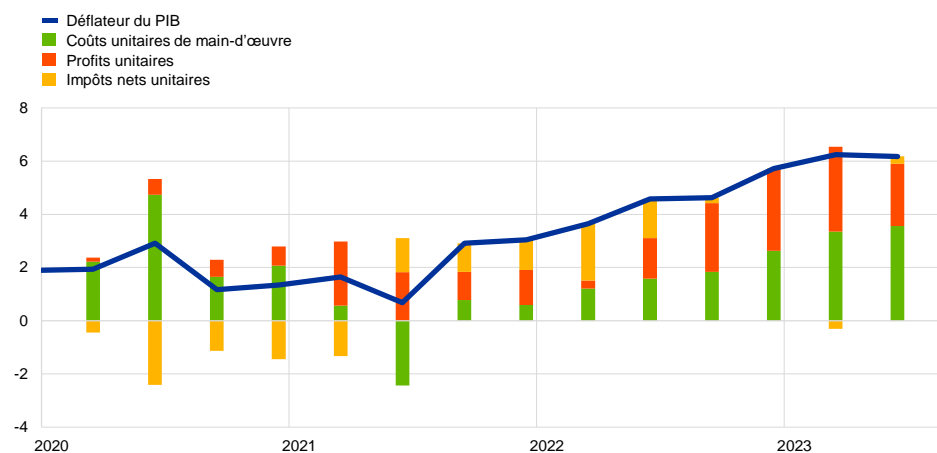
Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2023.

Les tensions d'origine interne sur les coûts, mesurées par la croissance du déflateur du PIB, sont demeurées inchangées au deuxième trimestre 2023, la hausse des contributions des coûts de main-d'œuvre étant compensée par la baisse des contributions des profits (graphique 13). Le taux de croissance en glissement annuel du déflateur du PIB s'est établi à 6,2 % au deuxième trimestre 2023, sans changement par rapport au trimestre précédent. La contribution des profits unitaires au déflateur du PIB est revenue à 2,3 points de pourcentage, après 3,2 points de pourcentage au trimestre précédent, contrebalançant la contribution plus importante des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui a atteint 3,6 points de pourcentage après 3,3 points de pourcentage au trimestre précédent, ainsi que les impôts unitaires (nets des subventions). La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre a principalement résulté d'une croissance annuelle plus négative de la productivité du travail, tandis que la croissance annuelle de la rémunération par tête est restée inchangée, à 5,5 %. La croissance des salaires négociés est restée largement inchangée au deuxième trimestre 2023, s'établissant à 4,3 % après 4,4 % au trimestre précédent. Les informations prospectives émanant des négociations salariales qui se sont achevées récemment ne montrent pas encore de signes évidents d'un retournement de la croissance des salaires.

Graphique 13

Décomposition du déflateur du PIB

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023. La rémunération par tête et la productivité du travail contribuent toutes deux aux variations des coûts unitaires de main-d'œuvre.

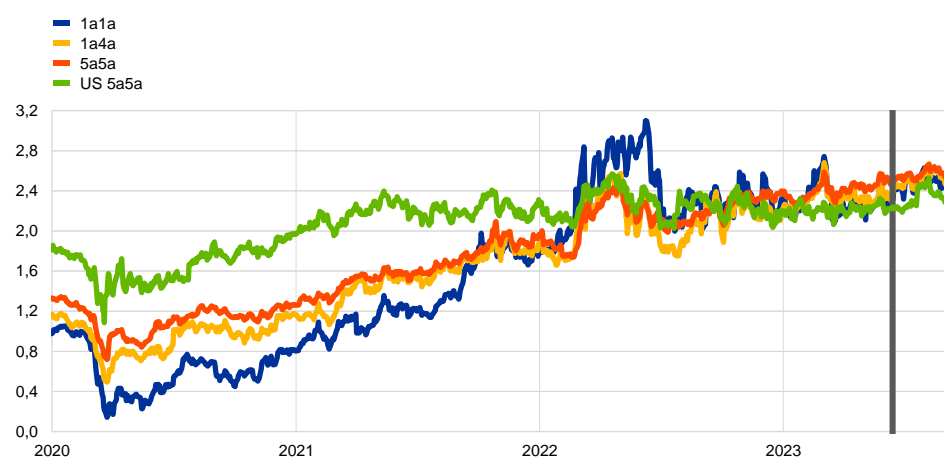
Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme ainsi que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché corrigées des primes de risque sont restés autour de 2 %. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2023 et dans l'enquête réalisée en septembre 2023 par la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), les anticipations médianes à plus long terme sont ressorties à 2,0 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché (basées sur l'IPCH hors tabac) ont augmenté pour l'ensemble des échéances au cours de la période sous revue, la hausse des prix de l'énergie et la persistance de l'inflation sous-jacente ayant poussé les intervenants de marché à réviser leurs perspectives d'inflation à la hausse (graphique 14). Toutefois, ces facteurs ont été partiellement contrebalancés par des perspectives de croissance plus mauvaises que prévu pour la zone euro durant la dernière partie de la période sous revue. Dans l'ensemble, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a augmenté d'environ 20 points de base pour s'établir à 2,6 %. Sur la partie longue, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans 5 ans a augmenté de 15 points de base pour s'établir à environ 2,6 %, légèrement au-dessous du pic pluriannuel qu'il a atteint début août. Bien qu'ils aient suivi une trajectoire similaire à celle des points morts d'inflation pour les États-Unis, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à long terme dans la zone euro restent élevés au regard des évolutions historiques. Toutefois, il convient de noter que ces 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. Les estimations fondées sur des modèles indiquent que les primes de risque sur l'inflation représentent une part importante de la hausse de la valorisation de marché de la compensation de l'inflation sur les maturités plus courtes et l'essentiel de la hausse pour les échéances plus longues. Du côté des consommateurs, selon l'enquête de la

BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) de juillet 2023, les anticipations médianes pour l'inflation totale à un an sont restées inchangées à 3,4 %, et celles à trois ans sont passées de 2,3 % à 2,4 %. Même si les mesures de l'incertitude entourant l'inflation réalisées lors de l'enquête CES ont légèrement diminué par rapport à leur pic, elles restent relativement élevées.

Graphique 14

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv, Bloomberg et calculs de la BCE.

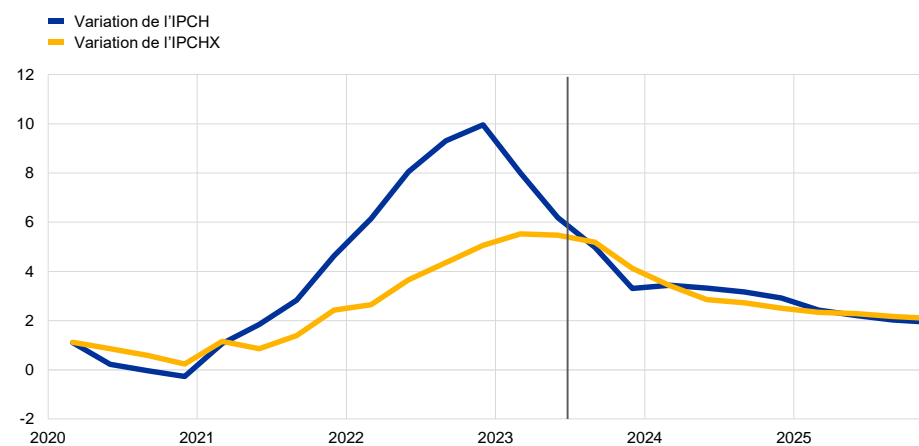
Notes : Le graphique présente les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation à différents horizons pour la zone euro et les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans pour les États-Unis. Les dernières observations se rapportent au 13 septembre 2023.

Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation totale poursuivra sa trajectoire baissière, ressortant, en moyenne, à 5,6 % en 2023, 3,2 % en 2024 et 2,1 % en 2025 (graphique 15). Cette trajectoire désinflationniste vers la cible de 2 % reflète la dissipation des effets exercés par les chocs antérieurs sur les prix de l'énergie et par d'autres tensions en amont de la chaîne des prix et le fait que les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent ancrées. Le profil d'évolution de l'inflation est également altéré dans un premier temps par d'importants effets de base baissiers relatifs à la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'accroissement des salaires devrait graduellement se ralentir à compter de mi-2023, mais demeurera soutenu sur l'horizon de projection et deviendra le principal déterminant de la hausse de l'IPCHX. Cette évolution résulte des augmentations des salaires minimums et de la compensation de l'inflation, dans un contexte de marché du travail tendu, bien qu'en phase d'accalmie. Les marges bénéficiaires, qui se sont significativement accrues l'an passé, devraient permettre d'amortir à moyen terme la répercussion des coûts de main-d'œuvre sur les prix finaux. En outre, le resserrement de la politique monétaire freinerait de plus en plus l'inflation sous-jacente. Par rapport aux projections de juin 2023, les projections pour l'inflation totale ont été revues à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2023 et 2024 en raison d'une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie, et à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2025, reflétant les effets modérateurs de l'appréciation de l'euro, du durcissement des conditions de financement et de l'affaiblissement de la conjoncture.

Graphique 15

Inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et [Projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro](#).
Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2023 pour les données et au quatrième trimestre 2025 pour les projections. Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE ont été finalisées fin août et la date d'arrêt des hypothèses techniques est le 22 août 2023. Les données historiques et effectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH et l'IPCHX sont trimestrielles.

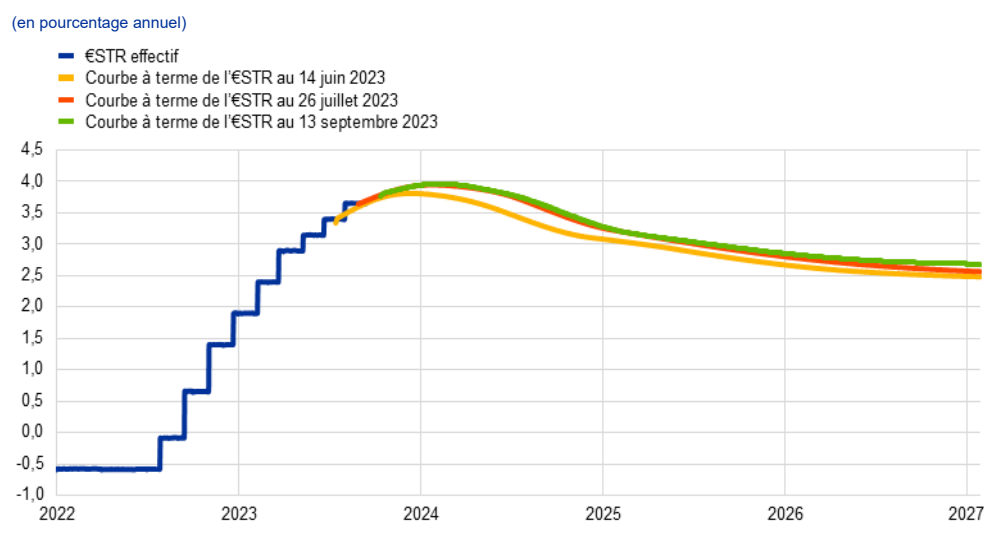
4 Évolutions sur les marchés financiers

Les marchés financiers de la zone euro ont achevé la période sous revue (du 15 juin au 13 septembre 2023) avec peu de changements dans l'ensemble, après avoir enregistré des mouvements au cours de la période. Les taux d'intérêt à court terme de la zone euro ont augmenté, les anticipations de resserrement de la politique monétaire s'étant renforcées dans un contexte de tensions à la hausse sur les perspectives d'inflation. Ces anticipations de taux d'intérêt ont été tempérées par des données nationales plus faibles relatives à l'économie réelle et par une certaine modération de la dynamique de croissance de l'économie mondiale. Par conséquent, à la fin de la période sous revue, la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) a atteint un point haut à 4,0 % environ au premier trimestre 2024, intégrant ainsi un nouveau resserrement modéré de la politique monétaire. Les taux d'intérêt à long terme de la zone euro ont augmenté parallèlement aux mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, mais dans une moindre mesure, les préoccupations relatives à la croissance ayant pesé sur les rendements des emprunts publics. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont bien résisté aux mauvaises surprises macroéconomiques. En outre, la fin annoncée des réinvestissements dans le cadre du programme d'achat d'actifs (asset purchase programme, APP) à compter de juillet 2023 a été absorbée sans difficulté. Les écarts de rendement sur les obligations des sociétés non financières des émetteurs à rendement élevé se sont légèrement accrus, en cohérence avec la forte exposition de ces émetteurs au cycle économique. Les indices boursiers larges ont diminué dans la zone euro, les perspectives de bénéfices plus faibles ayant pesé sur la valorisation boursière des sociétés non financières (SNF), malgré le redressement des cours des actions bancaires. Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

À la fin de la période sous revue, le pic de la courbe à terme de l'€STR, à 4,0 % environ au premier trimestre 2024, a été légèrement plus élevé qu'au début de la période sous revue mi-juin (graphique 16). Le taux de référence €STR s'est établi en moyenne à 3,5 % au cours de la période sous revue et a étroitement suivi les évolutions du taux de la facilité de dépôt, que le Conseil des gouverneurs a relevé de 25 points de base (de 3,25 % à 3,5 %) lors de sa réunion de politique monétaire du 15 juin 2023, puis de 25 points de base supplémentaires (de 3,5 % à 3,75 %) lors de sa réunion du 27 juillet. L'excédent de liquidité a diminué de 463 milliards d'euros pour s'établir à 3 681 milliards, reflétant principalement les remboursements dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Les taux à court et moyen terme des *swaps* au jour le jour (OIS), basés sur l'€STR, ont augmenté à la suite de la réunion de juin, les intervenants de marché ayant révisé à la hausse leurs anticipations relatives aux taux directeurs. Par la suite, les taux à terme ont légèrement baissé en raison de la détérioration des perspectives macroéconomiques domestiques et mondiales, mais ont de nouveau augmenté vers la fin de la période sous revue, les anticipations d'un nouveau resserrement de la politique monétaire s'étant renforcées. La décision du Conseil des gouverneurs, en juillet, de relever les taux directeurs et de fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 % n'a pas affecté significativement les

taux à terme. À la fin de la période sous revue, le pic de la courbe à terme, à 4,0 % environ au premier trimestre 2024, a été un peu plus tardif que ce qu'impliquaient les taux à terme mi-juin. Les anticipations relatives aux taux directeurs déduites de la courbe à terme sont globalement en ligne avec celles obtenues dans les enquêtes.

Graphique 16
Taux à terme de l'€STR



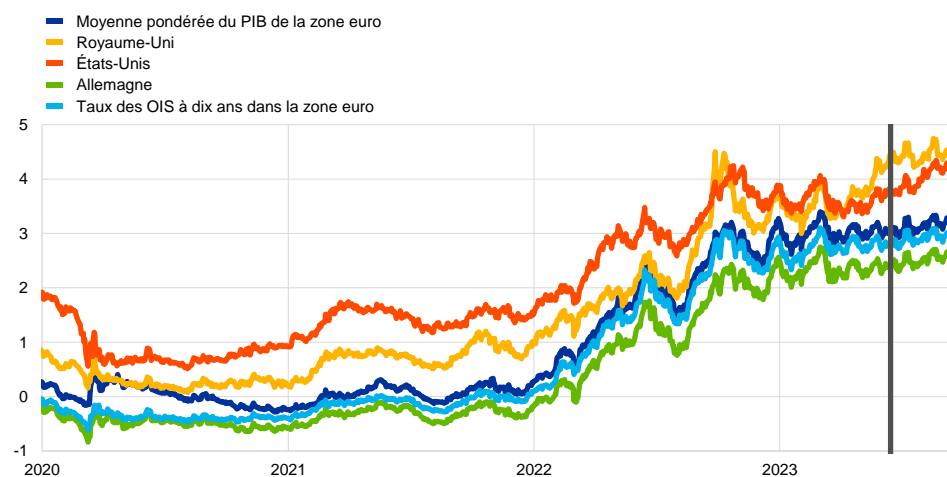
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
 Note : La courbe des taux à terme est estimée à l'aide des taux OIS (€STR) au comptant.

Les taux d'intérêt sans risque à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté, ne reflétant que partiellement les hausses des taux correspondants aux États-Unis (graphique 17). Les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro ont augmenté modérément, le taux des OIS à dix ans ayant augmenté de 14 points de base pour s'établir à 3,0 % environ au cours de la période sous revue. Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro à dix ans a augmenté dans les mêmes proportions pour s'établir à 3,3 %. Les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro ont suivi l'évolution des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, qui ont augmenté en grande partie en raison de primes de risque sur l'inflation plus élevées (cf. section 3). Les rendements des emprunts publics à long terme ont davantage augmenté aux États-Unis que dans la zone euro, en raison de perspectives macroéconomiques plus favorables. La divergence en termes de perspectives macroéconomiques a pesé sur les taux d'intérêt à long terme de la zone euro, en particulier au cours de la dernière partie de la période sous revue, les mauvaises surprises macroéconomiques ayant entraîné une inversion partielle des hausses précédentes. L'inversion de la courbe des rendements sans risque s'est légèrement atténuée au cours de la période sous revue, mais demeure à des niveaux historiquement élevés.

Graphique 17

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 13 septembre 2023.

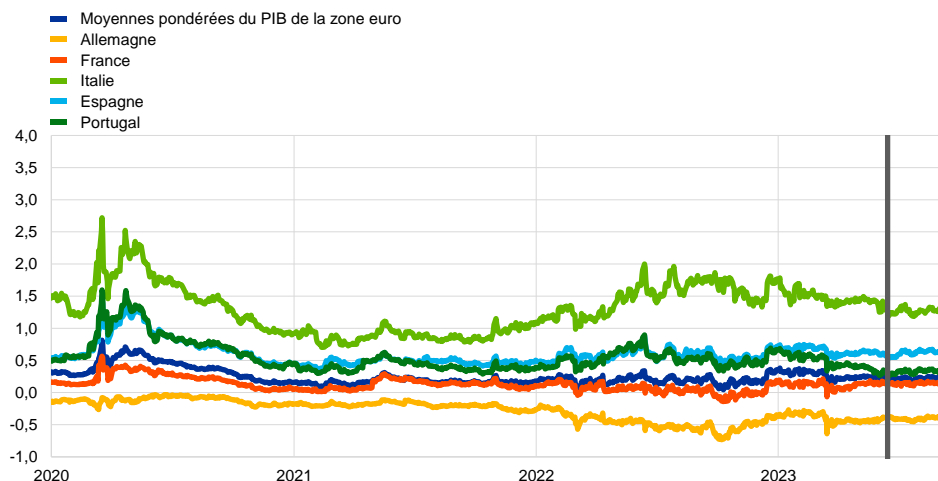
Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro n'ont que légèrement augmenté, malgré l'affaiblissement des perspectives économiques et l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP (graphique 18).

L'écart de rendement moyen pondéré du PIB des obligations souveraines de la zone euro par rapport au taux OIS basé sur l'€STR a augmenté de 6 points de base au cours de la période sous revue, pour atteindre un niveau qui n'est que légèrement supérieur à celui qui prévalait avant le début de la normalisation de la politique monétaire de la BCE. Les écarts de rendement souverains ont augmenté de manière inégale selon les juridictions, les écarts de rendement italiens et espagnols enregistrant les hausses les plus importantes, de 20 et 15 points de base respectivement. Les marchés des obligations souveraines ont résisté non seulement à la détérioration des perspectives macroéconomiques mais également à la réduction de la présence de l'Eurosystème sur le marché. L'absence de tensions à la hausse significatives sur les *spreads*, malgré l'arrêt du réinvestissement au titre de l'APP à compter de juillet et le creux estival habituel des conditions de la liquidité, suggère que les investisseurs privés continuent d'absorber sans difficultés majeures les obligations qui ne sont plus acquises par l'Eurosystème.

Graphique 18

Écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro par rapport au taux OIS à dix ans basé sur l'€STR

(en point de pourcentage)



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 13 septembre 2023.

Les écarts de rendement des obligations des sociétés non financières se sont légèrement élargis dans un contexte de détérioration de l'économie nationale.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise émises par les SNF ont augmenté de 5 points de base pour les obligations à rendement élevé. En revanche, pour les sociétés financières, les écarts de rendement se sont resserrés. Cette divergence reflète l'impact plus important de la détérioration des perspectives économiques sur les SNF les plus risquées que sur les sociétés financières, qui continuent de bénéficier de la hausse des taux d'intérêt. Les émissions brutes d'obligations par les SNF à rendement élevé sont demeurées modérées, tandis que les SNF bien notées ont émis des obligations à un rythme similaire à celui des années précédentes, reflétant l'évolution des écarts de rendement des obligations sur l'ensemble de l'échelle des notations.

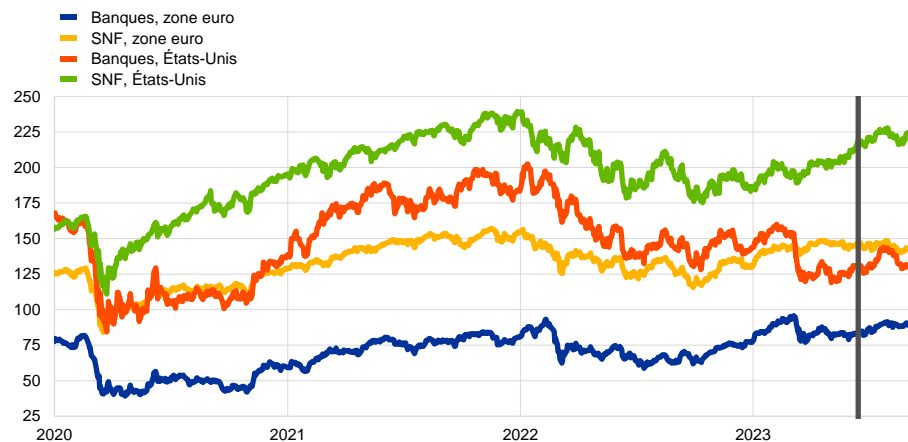
Les prix des actions de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue, les perspectives de bénéfices plus faibles ayant pesé sur la valorisation boursière des SNF (graphique 19).

Les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué de 2,9 % au cours de la période sous revue, tandis que ceux des États-Unis ont augmenté de 1,1 %. Les performances plus faibles dans la zone euro reflètent les baisses des prix des actions des SNF imputables aux mauvaises surprises en matière de bénéfices et aux révisions à la baisse des bénéfices attendus. Dans le secteur non financier, les prix des actions ont surtout diminué dans les secteurs de la consommation discrétionnaire, de l'industrie et de la technologie, fortement influencés par la détérioration des perspectives macroéconomiques nationales et mondiales. En revanche, les prix des actions des banques de la zone euro ont augmenté de 3,9 %, affichant de meilleures performances que leurs homologues aux États-Unis.

Graphique 19

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2016 = 100)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

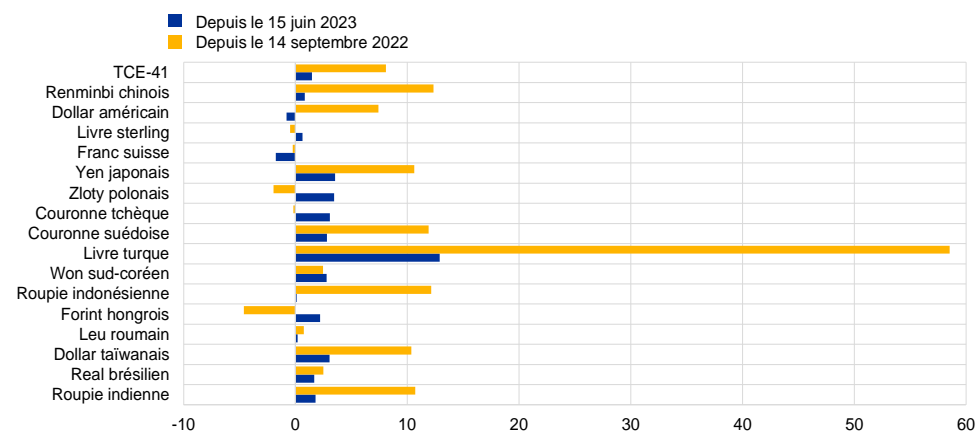
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (15 juin 2023). Les dernières observations se rapportent au 13 septembre 2023.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux, bien qu'il se soit légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain (graphique 20). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 41 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est légèrement apprécié (1,5 %). S'agissant des évolutions des taux de change bilatéraux vis-à-vis des grandes devises, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain (- 0,8 %), les dernières nouvelles économiques ayant été plus positives aux États-Unis que dans la zone euro. Ainsi, l'appréciation de l'euro en termes effectifs nominaux a été soutenue par un renforcement vis-à-vis de la plupart des autres devises. L'euro s'est renforcé vis-à-vis du yen japonais (de 3,5 %) et du renminbi chinois (0,8 %) à la suite des interventions des autorités chinoises pour contrer les pressions à la baisse exercées sur leur monnaie liées à la détérioration des perspectives de croissance. L'euro s'est également apprécié vis-à-vis de la livre turque (12,9 %) au cours de la période sous revue, mais il s'est stabilisé ces dernières semaines dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt par la Banque centrale de la République de Turquie.

Graphique 20

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 13 septembre 2023.

5 Conditions de financement et évolutions du crédit

La transmission du resserrement de la politique monétaire de la BCE aux conditions de financement au sens large est restée forte. Les coûts de financement des banques ont continué d'augmenter, reflétant de nouvelles hausses des taux appliqués aux dépôts et la réduction en cours de l'excédent de liquidité.

En juillet 2023, les taux débiteurs des banques ont également poursuivi leur hausse, atteignant leurs plus hauts niveaux depuis 2008 pour les entreprises et depuis 2012 pour les ménages. Sur la période allant du 15 juin au 13 septembre 2023, le coût du financement par endettement de marché et, surtout, du financement par émission d'actions a augmenté pour les sociétés non financières (SNF). Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés faibles en juillet, dans un contexte de hausse des taux débiteurs, de fléchissement de la demande de prêts lié à une réduction des projets de dépenses et à un durcissement des critères d'octroi, et de solidité des bénéfices non distribués. En juillet, les agrégats monétaires se sont contractés au rythme annuel le plus élevé jamais enregistré, sous l'effet de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction de la taille 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 juillet 2023, atteignant son plus haut niveau depuis plus de dix ans (graphique 21, partie a). Cette augmentation reflète principalement une hausse des taux appliqués aux dépôts, étant donné que les rendements des obligations bancaires sont demeurés globalement stables, en ligne avec les taux sans risque pour les échéances plus longues (graphique 21, partie b)¹². Les taux des dépôts ont continué de s'inscrire en hausse régulière, avec quelques variations entre les instruments et les secteurs (les taux appliqués aux dépôts ont été plus élevés pour les entreprises que pour les ménages). Les déposants ont réagi à cet accroissement de l'écart entre les taux des dépôts à terme et ceux des dépôts à vue en réorientant leurs 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 aux taux des dépôts a varié significativement d'une banque à l'autre. Elle 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 qu'elles appliquent 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 opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et de diminution des dépôts à vue. La suppression progressive en cours des TLTRO, qui a également contribué à une réduction de l'excédent de liquidité dans un environnement de liquidité toujours abondante, a conduit les banques à accroître leur recours aux titres de créance et

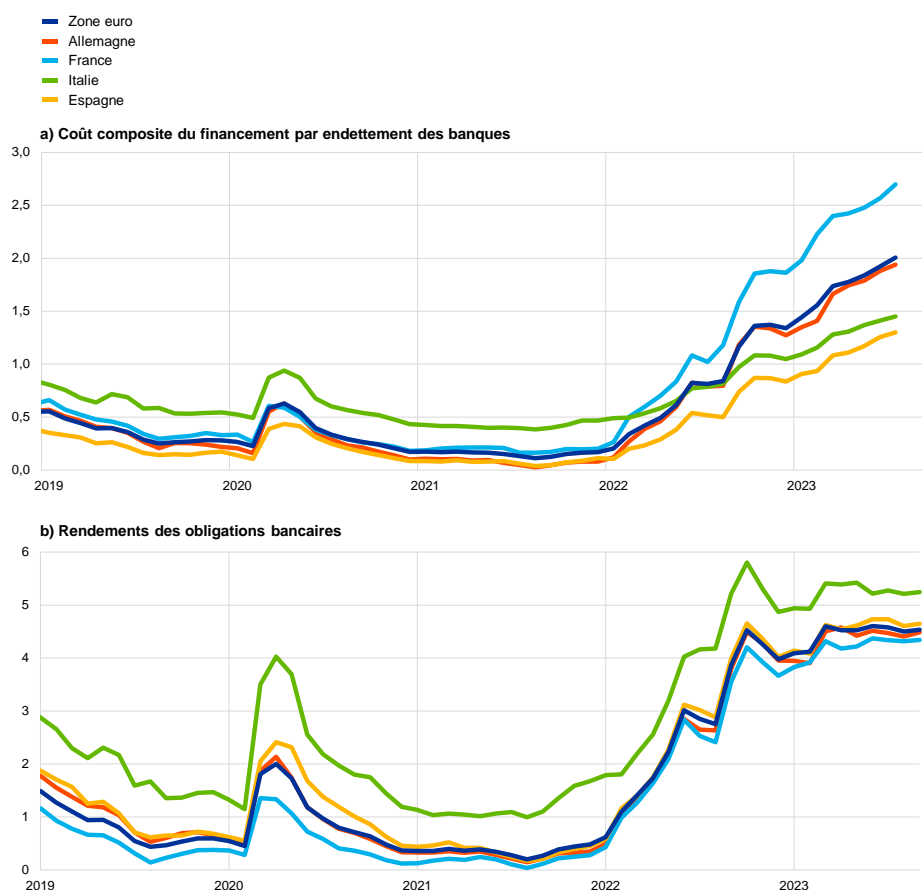
¹² Si la hausse du coût de l'emprunt interbancaire avait également été incluse dans le calcul des coûts composites du financement des banques, les coûts de financement dans leur ensemble auraient augmenté encore plus fortement depuis le début du cycle de relèvement des taux, quoique à partir d'un niveau plus faible.

aux instruments du marché monétaire, ainsi qu'à se livrer une concurrence plus active pour les dépôts.

Graphique 21

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

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, S&P Dow Jones Indices LLC et/ou affiliés et calculs de la BCE.

Notes: Les taux de financement composites des banques correspondent à la moyenne pondérée du coût composite des dépôts et du financement par endettement non sécurisé sur le marché. Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à juillet 2023 pour le coût composite de financement par endettement des banques et au 13 septembre 2023 pour les rendements des obligations bancaires.

Les bilans des banques ont été globalement solides, malgré un affaiblissement de l'environnement économique.

Au cours des premiers mois de 2023, les banques ont continué d'accroître leur capitalisation malgré des engagements de paiements plus importants (cf. encadré 7) et les derniers tests de résistance ont confirmé la capacité des banques de la zone euro à faire face aux chocs financiers et économiques dans un scénario défavorable. Un système bancaire bien capitalisé est essentiel pour garantir la fourniture durable de crédit à l'économie réelle dans des conditions adéquates. Malgré la hausse des coûts de financement des banques et la baisse des volumes de prêts, la rentabilité des banques a bénéficié de la hausse des marges d'intérêt nettes des banques début 2023. En parallèle, les ratios de prêts non performants des banques ont

légèrement augmenté dans un contexte de perspectives économiques plus faibles, tandis que les coûts de provisionnement sont restés contenus.

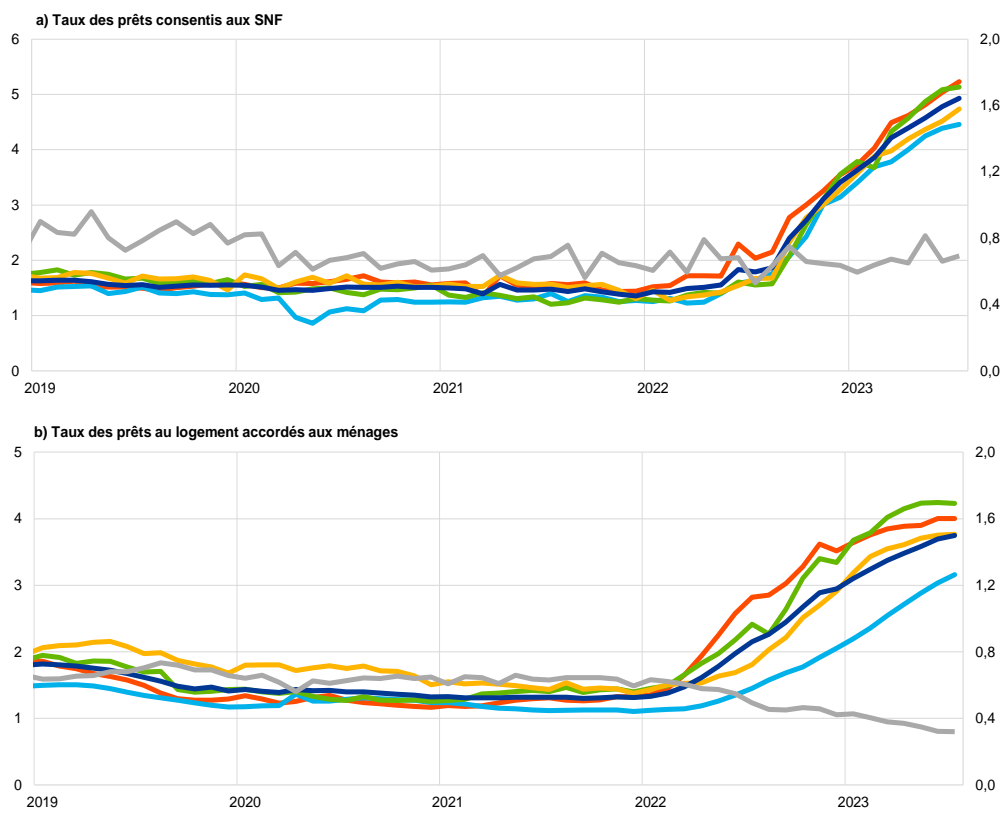
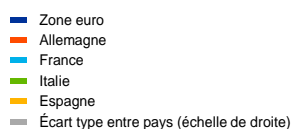
Les taux débiteurs ont augmenté plus rapidement que lors des cycles de relèvement précédents, reflétant principalement le rythme plus élevé des relèvements des taux directeurs.

Les taux directeurs de la BCE ont considérablement augmenté sur une période courte, soit de 425 points de base au total entre juillet 2022 et le 13 septembre 2023. Cette 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 est plus forte pour les entreprises que pour les ménages pour l'ensemble des pays (graphique 22) et des périodes de fixation des taux. Les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux SNF ont augmenté pour s'établir à 4,93 % en juillet, soit leur plus haut niveau depuis fin 2008. Par comparaison, ils ressortaient à 4,78 % en juin 2023 et 1,83 % en juin 2022, avant que la BCE ne commence à relever ses taux directeurs. Cette hausse des taux appliqués aux prêts a été généralisée, les hausses les plus fortes ayant concerné les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an, avec une certaine hétérogénéité entre les pays. 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 a légèrement augmenté en juillet (pour ressortir à 48 points de base), mais, d'un point de vue historique, il est resté stable à un niveau faible et avec des variations entre les pays de la zone. En juillet, les taux appliqués par les banques aux nouveaux prêts consentis aux ménages pour l'achat d'un logement ont également augmenté, pour s'établir à 3,75 % – leur plus haut niveau depuis janvier 2012 – après 1,97 % en juin 2022 et 3,70 % en juin 2023. L'augmentation enregistrée en juillet résulte de la hausse des taux sur les prêts hypothécaires à taux fixe et, plus encore, sur les prêts hypothécaires à taux variable, avec des différences entre les pays. D'après les résultats de l'[enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs](#) de juillet 2023, les consommateurs prévoient que les taux sur les prêts hypothécaires se stabiliseront légèrement au-dessus des niveaux actuels au cours des 12 prochains mois, reflétant peut-être la phase avancée du cycle de resserrement. 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 22

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

(pourcentages annuels ; écart type)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières (SNF) 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 juillet 2023.

Du 15 juin au 13 septembre 2023, le coût pour les SNF du financement par endettement de marché et, surtout, du financement par émission d'actions a augmenté. En juillet 2023, le coût total 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 6,2 %, soit pratiquement inchangé par rapport au mois précédent (graphique 23)¹³. Cela résulte du fait que la hausse du coût des emprunts à court et à long terme auprès des banques a été contrebalancée par une baisse du coût des fonds propres et du financement par endettement de marché au cours de la période allant de la fin juin à la fin juillet. Par conséquent, le coût global du financement en juillet est resté proche des niveaux élevés atteints en

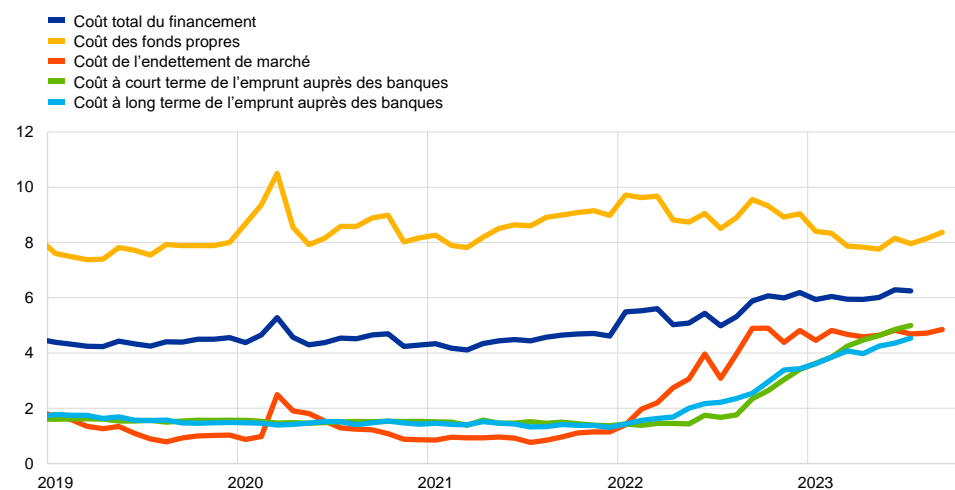
¹³ En raison de décalages dans la disponibilité des données relatives au coût de l'emprunt auprès des banques, les données relatives au coût total du financement des SNF ne sont disponibles que jusqu'à juillet 2023.

septembre 2022 et déjà observés fin 2011¹⁴. Au cours de la période sous revue (c'est-à-dire jusqu'au 13 septembre 2023), le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres ont tous deux augmenté. La hausse du coût de l'endettement de marché résulte de l'augmentation des taux sans risque et d'une légère hausse des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières sur le compartiment des obligations les mieux notées (cf. section 4). Cette hausse du taux sans risque (approximé par le taux des *swaps* au jour le jour à dix ans), associée au renforcement de la prime de risque sur actions, a entraîné une hausse substantielle du coût des fonds propres au cours de la période sous revue.

Graphique 23

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

(pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût total du financement des sociétés non financières (SNF) est fondé sur des données mensuelles et calculé comme la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt auprès des banques (données moyennes mensuelles), de l'endettement de marché et des fonds propres (données de fin de mois), en se fondant sur leurs encours respectifs. Les dernières observations se rapportent au 13 septembre 2023 pour le coût de l'endettement de marché et le coût des fonds propres (données quotidiennes) et à juillet 2023 pour le coût total de financement et le coût de l'emprunt auprès des banques (données mensuelles).

Les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont demeurés faibles en juillet, 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 s'est ralenti pour s'établir à 2,2 % en juillet, contre 3,0 % en juin, et reste soutenu par des effets de base (graphique 24, partie a). Le ralentissement a été observé dans l'ensemble des principales économies de la zone euro, avec une certaine hétérogénéité entre les pays, et reflète la 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. Les flux mensuels de prêts aux SNF sont proches de zéro depuis novembre 2022 et les flux mensuels de prêts aux ménages sont négatifs depuis mai 2023. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu de 1,7 % en juin à 1,3 % en juillet (graphique 24, partie b), dans

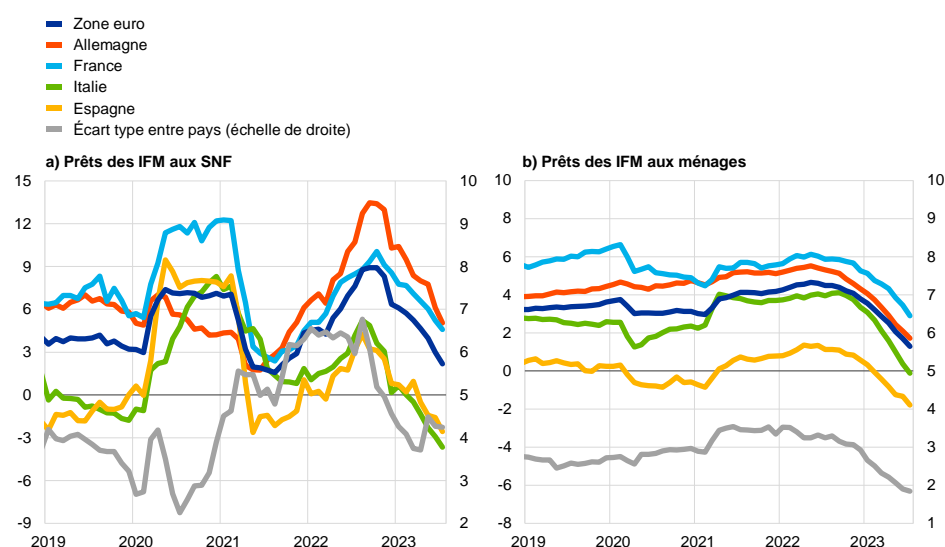
¹⁴ Cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique* pour les implications du coût du financement pour les investissements des entreprises de la zone euro visant à atténuer les risques liés aux catastrophes naturelles ou à respecter des critères climatiques plus stricts.

le 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). Les flux mensuels nets de prêts aux ménages ont été négatifs pour le troisième mois de suite et, en conséquence, le taux de variation sur trois mois annualisé a lui aussi baissé pour ressortir à $-0,8\%$, son plus bas niveau depuis le début de la zone euro.

Graphique 24

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 sociétés non financières (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 juillet 2023.

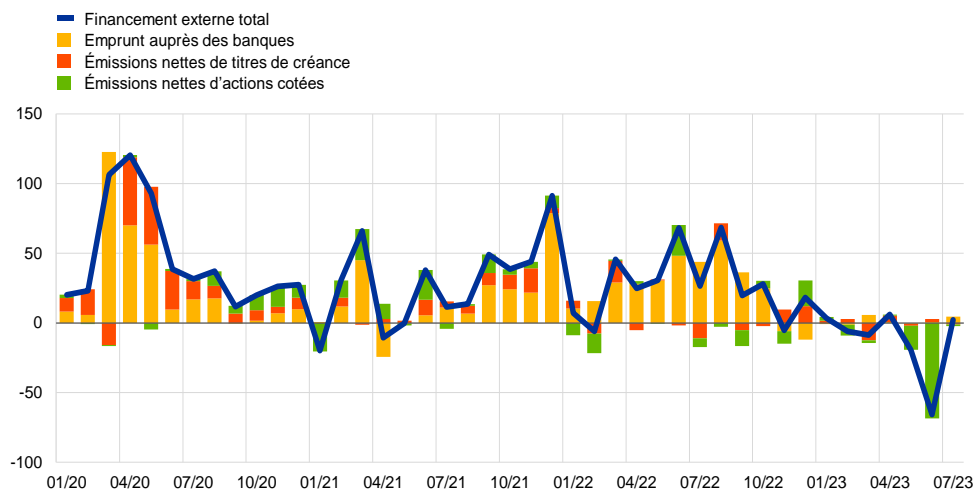
La croissance du financement externe net des entreprises de la zone euro a encore baissé au deuxième trimestre 2023 et s'est presque interrompue en juillet, reflétant entre autres les moindres besoins de financement des entreprises.

Le taux de croissance annuel du financement externe net est revenu de $1,8\%$ en avril 2023 à $0,3\%$ en juillet (graphique 25). Durant cette période, les flux de prêts ont été proches de zéro, reflétant les moindres besoins de financement des entreprises en raison du fléchissement de l'activité économique, de solides bénéfices non distribués, la hausse en cours des taux débiteurs et le durcissement des critères d'octroi des prêts bancaires. Les émissions nettes de titres de créance ont également stagné dans un contexte d'émissions brutes soutenues et de remboursements d'ampleur comparable. Les émissions nettes d'actions cotées se sont révélées modérées et sont devenues négatives en mai et en juin, reflétant des facteurs ponctuels (comme le rachat d'actions par une multinationale ou la nationalisation d'une grande entreprise). Plus généralement, l'activité en matière d'introductions en bourse et de fusion et acquisitions est faible depuis 2022.

Graphique 25

Flux nets de financement externe vers les SNF de la zone euro

(flux mensuels ; en milliards d'euros)



Sources : BCE, Eurostat, Dealogic et calculs de la BCE.

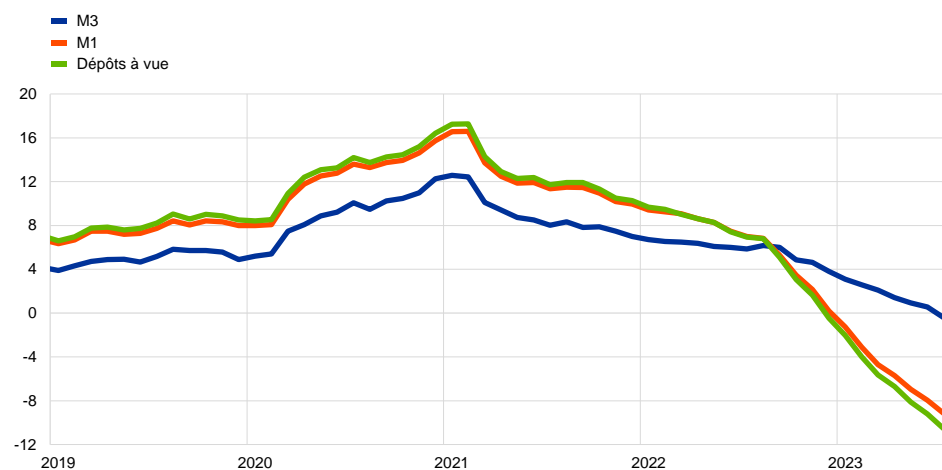
Notes : Le financement externe net pour les sociétés non financières (SNF) correspond à la somme des emprunts auprès des banques (prêts des institutions financières monétaires, IFM), des émissions nettes de titres de créance et des émissions nettes d'actions cotées. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession de prêts, de titrisation et de centralisation de trésorerie-notionnelle. Les dernières observations se rapportent à juillet 2023.

Les dépôts à vue se sont encore contractés en juillet, sous l'effet d'une réallocation de fonds vers des instruments assortis d'une rémunération plus élevée. Après une baisse de 9,2 % en glissement annuel en juin, le taux de variation des dépôts à vue a continué de se ralentir en juillet, leur taux de variation annuel revenant à - 10,5 %, soit la plus forte contraction depuis le début de l'Union économique et monétaire (UEM) en 1999 (graphique 26). Tandis que les taux d'intérêt augmentent, l'écart de rendement entre les dépôts à terme et les dépôts à vue continue de s'inscrire en hausse, entraînant une augmentation du coût d'opportunité de la détention des actifs liquides et la réallocation de fonds actuellement observée des dépôts à vue vers les dépôts à terme. Cela reflète le fait que les taux d'intérêt des dépôts à vue se sont ajustés plus lentement aux variations des taux directeurs que les taux des dépôts à terme. Cet écart de rendement important incite fortement les ménages et les entreprises à réorienter leurs dépôts à vue et leurs dépôts remboursables vers les 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 l'ampleur exceptionnelle des volumes réaffectés.

Graphique 26

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 juillet 2023.

En juillet 2023, le rythme annuel de contraction des agrégats monétaires était le plus élevé jamais enregistré, sous l'effet de l'atonie de la croissance du crédit et de la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème. La croissance de

l'agrégat monétaire étroit (M1) s'est encore contractée, de 9,2 % en juillet, après avoir baissé de 8,0 % en juin ; il s'agit de loin de la plus forte réduction jamais enregistrée pour cet agrégat. La variation annuelle de la monnaie au sens large (M3) dans la zone euro est passée en territoire négatif pour la première fois depuis février 2010, revenant de 0,6 % en juin à - 0,4 % en juillet (graphique 26), son plus bas niveau depuis le début de l'UEM. Ce recul marqué du taux de variation de M3 résulte d'une importante sortie mensuelle et d'effets de base. Les sorties mensuelles persistantes reflètent plusieurs facteurs. Premièrement, la contribution à la dynamique monétaire des prêts consentis aux ménages et aux entreprises est ressortie à zéro ces derniers mois. Deuxièmement, l'arrêt en juillet 2023 des réinvestissements du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre du programme d'achats d'actifs a entraîné une réduction du portefeuille d'actifs de l'Eurosystème, asséchant par conséquent la liquidité dans le système financier. De plus, le remplacement des dépôts par des obligations à long terme au sein du financement des banques a contribué à maintenir la croissance de M3 en territoire négatif. Les entrées monétaires en provenance du reste du monde ont toutefois jusqu'ici amorti dans une certaine mesure l'impact négatif des autres composantes. Ces flux reflètent la préférence des investisseurs étrangers pour les titres de la zone euro en raison de leurs rendements relativement attractifs et de la résistance actuelle des niveaux de confiance. Sans l'impulsion donnée par les investisseurs étrangers, la dynamique monétaire de la zone euro serait devenue encore plus négative.

6 Évolutions budgétaires

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire total des administrations publiques de la zone euro s'améliorerait marginalement en 2023 et 2024, mais se dégraderait légèrement en 2025. L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2023 et se resserrer vivement en 2024, avant de redevenir globalement neutre en 2025. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, on observera un certain resserrement de la politique budgétaire. Le ratio dette/PIB de la zone euro se replierait, de 91 % en 2022 à approximativement 88 % en 2025, mais n'en demeurerait pas moins nettement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. À mesure que le choc énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient continuer de lever rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes afin d'éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait dans le cas contraire une réponse encore plus forte de la politique monétaire. Les politiques budgétaires doivent être élaborées dans le but d'améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et de réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Dans son avis publié le 5 juillet 2023, la BCE a appelé les législateurs de l'Union européenne à conclure un accord sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'Union européenne aussi rapidement que possible, et au plus tard d'ici fin 2023.

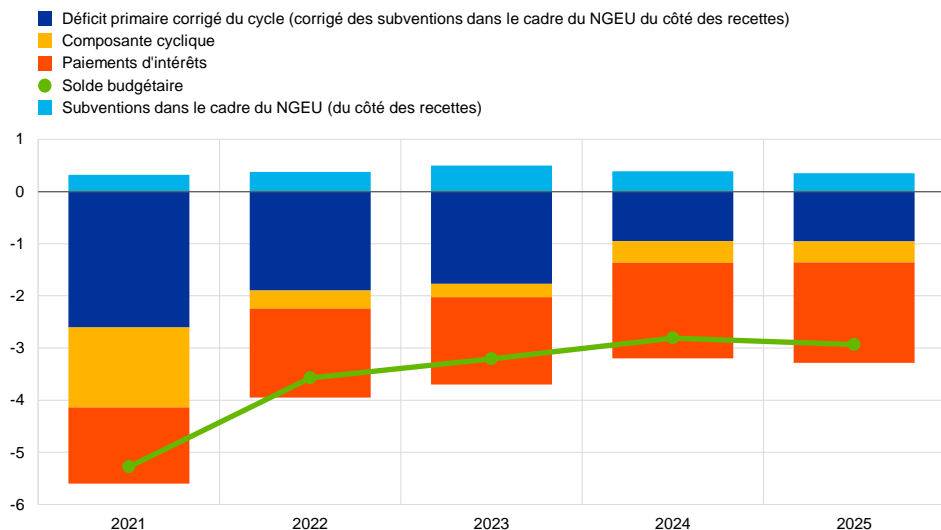
D'après les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire total des administrations publiques de la zone euro s'améliorerait marginalement en 2023 et 2024, mais se dégraderait légèrement en 2025¹⁵. Plus particulièrement, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait revenir à 3,2 % du PIB en 2023 et à 2,8 % en 2024, avant de remonter à 2,9 % en 2025 (graphique 27). Ce recul attendu durant la première partie de l'horizon de projection s'explique par des anticipations relatives à la contraction du déficit primaire corrigé du cycle, tandis que la composante cyclique devrait rester globalement stable. Les paiements d'intérêts augmenteraient légèrement sur l'horizon de projection. La baisse du déficit primaire corrigé du cycle tient à la réduction des mesures de soutien budgétaire mises en œuvre par les pouvoirs publics en réaction au choc énergétique et à la hausse de l'inflation. D'après les estimations actuelles, ces mesures atteindraient 1,4 % du PIB en 2023 dans la zone euro, avant de chuter à 0,4 % en 2024, et à quelque 0,2 % du PIB en 2025.

¹⁵ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2023 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 14 septembre 2023.

Graphique 27

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2023.

Notes : NGEU signifie *Next Generation EU*. Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de l'ensemble des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

L'orientation budgétaire de la zone euro serait globalement neutre en 2023 et se resserrerait vivement en 2024, avant de redevenir globalement neutre en 2025¹⁶.

Les variations annuelles du soutien budgétaire, corrigées des subventions accordées aux pays dans le cadre du programme *Next Generation EU* (NGEU), révèlent un durcissement cumulé des politiques budgétaires dans la zone euro sur la période de prévision. Ce durcissement se produirait principalement en 2024, lorsque 75 % environ des mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie et à l'inflation adoptées par les gouvernements de la zone euro seraient levées. En 2025, l'orientation budgétaire devrait être neutre attendu que la poursuite du retrait progressif des mesures énergétiques serait partiellement contrebalancée par une intensification des investissements, portée par le programme NGEU et par la hausse des dépenses en matière de défense. Dans l'intervalle, la cause du durcissement cumulé des politiques budgétaires sur l'horizon de projection ne serait pas à rechercher du côté des retraites et des salaires moyens dans la fonction publique, lesquels devraient progresser plus vivement que l'inflation en 2024 et 2025, tandis que les dépenses totales dans ces catégories s'élèveraient à un rythme équivalent ou supérieur au taux de croissance nominal potentiel.

Le ratio dette/PIB du secteur des administrations publiques de la zone euro continuerait de dépasser son niveau prépandémique, retombant à 89 % du PIB

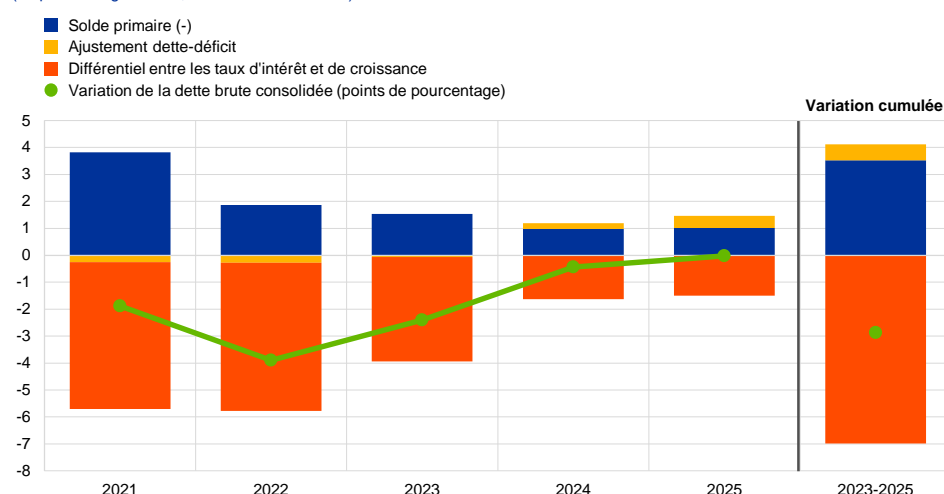
¹⁶ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance de l'économie par la voie des politiques budgétaires, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Étant donné que les recettes budgétaires plus importantes liées aux subventions au titre du plan NGEU provenant du budget de l'UE n'ont pas pour effet de comprimer la demande, le solde primaire corrigé du cycle est ajusté dans ce contexte afin d'exclure lesdites recettes. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

en 2023, avant de globalement se stabiliser en 2024 et 2025. Le ratio d'endettement avait augmenté de quelque 13 points de pourcentage pour s'établir aux alentours de 97 % en 2020. Il devrait revenir à 89 % du PIB en 2023, puis afficher des reculs marginaux en 2024 et 2025. Les évolutions prévues pour ces deux dernières années traduisent également les anticipations d'un resserrement sensible des différentiels négatifs entre les taux d'intérêt et la croissance nominale du PIB en comparaison de ceux observés entre 2021 et 2023 (graphique 28). Qui plus est, les déficits primaires, d'une part, et les ajustements dette-déficit positifs, d'autre part, devraient exercer une pression haussière sur le niveau de la dette. Par voie de conséquence, en dépit du repli de plus de 3 points de pourcentage entre 2023 et 2025, le ratio de dette agrégé de la zone euro devrait demeurer à la fin de l'horizon supérieur de près de 5 points de pourcentage au niveau qu'il affichait avant la pandémie.

Graphique 28

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique dans la zone euro

(en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : Calculs de la BCE et projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2023.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de l'ensemble des 20 États membres de la zone euro (y compris la Croatie).

Le solde budgétaire de la zone euro pour 2023 n'a pas été révisé comparativement aux projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème, mais les prévisions tablent désormais sur une amélioration légèrement plus modeste que prévu précédemment tant en 2024 qu'en 2025. Ces révisions à la baisse pour 2024 et 2025 sont motivées principalement par les ajustements attendus du solde primaire résultant de dépenses primaires plus élevées qu'escompté à l'origine, dont un alourdissement des dépenses consenties au titre des allocations de chômage dû au ralentissement prévu de l'activité. Après correction des variations conjoncturelles, les révisions portant sur l'ensemble de l'horizon temporel sous revue devraient être négligeables.

À mesure que le choc énergétique s'estompe, les pouvoirs publics devraient lever rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes. Cela éviterait d'accroître les pressions inflationnistes à moyen

terme, ce qui exigerait, dans le cas contraire, une réponse plus forte encore de la politique monétaire. Les politiques budgétaires doivent être conçues de manière à améliorer la productivité de l'économie de la zone euro et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Le meilleur moyen d'y parvenir est de disposer d'un cadre communautaire solide pour la coordination et la surveillance des politiques économiques et budgétaires. Comme elle l'indique dans son [avis](#) publié le 5 juillet 2023, la BCE salue les propositions de la Commission concernant la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE et apporte quelques observations et suggestions spécifiques et techniques en vue d'améliorer encore le nouveau cadre et de le rendre plus transparent et plus prévisible. Plus particulièrement, la BCE appelle vivement les législateurs de l'UE à sceller un accord sur la réforme du cadre de gouvernance économique le plus rapidement possible, et au plus tard d'ici fin 2023. Comme la clause dérogatoire générale contenue dans le pacte de stabilité et de croissance de l'UE aura été désactivée d'ici là, un tel accord sera crucial pour ancrer les attentes à l'égard de la soutenabilité de la dette et d'une croissance pérenne et inclusive. L'incapacité de convenir rapidement d'un cadre budgétaire crédible, transparent et prévisible, et de le mettre en place pourrait susciter de l'incertitude ainsi que retarder exagérément l'ajustement budgétaire nécessaire et freiner la dynamique des réformes et de l'investissement.

Encadrés

1 Les risques pour les prix mondiaux des matières premières alimentaires résultant d'El Niño

Jakob Feveile Adolfsen et Marie-Sophie Lappe

L'arrivée presque certaine d'un phénomène El Niño fin 2023 fait peser des risques sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires. En juin, l'Agence américaine d'observation océanique et atmosphérique (*National Oceanic and Atmospheric Administration*, NOAA) a annoncé que les conditions propices au phénomène El Niño étaient remplies, avec un épisode qui devrait se développer à la fin de l'année. Par définition, un événement El Niño se produit lorsque la moyenne glissante sur trois mois de la température de surface de l'océan dans la partie centre est du Pacifique tropical est restée au moins 0,5 degré Celsius au-dessus de la moyenne sur 30 ans pendant cinq périodes de chevauchement consécutives de trois mois ¹. Les dernières prévisions météorologiques indiquent une probabilité de 99 % qu'un épisode El Niño se forme au quatrième trimestre 2023 et une probabilité de 66 % qu'il s'agisse d'un épisode fort, c'est-à-dire avec un écart de température d'au moins 1,0 degré Celsius au-dessus du seuil de 0,5 degré définissant un phénomène El Niño (graphique A) ². Cette année, l'épisode El Niño marque une rupture par rapport aux trois dernières années, qui ont été désignées par son pendant froid, La Niña ³. El Niño devrait avoir des conséquences sur l'offre et les prix des produits alimentaires au niveau équatorial et mondial, car il influence les évolutions météorologiques dans le monde entier. Cet encadré porte sur les effets probables du phénomène El Niño sur les matières premières alimentaires mondiales et examine les risques pesant sur les prix des matières premières alimentaires dans le cas où le phénomène évoluerait vers un El Niño fort, qui pourrait amplifier les répercussions sur les prix des matières premières alimentaires l'année prochaine, plusieurs études montrent que l'arrivée de conditions El Niño, quelles qu'elles soient, pourrait avoir

¹ Selon la [définition](#) de la NOAA, El Niño correspond à la phase chaude de l'oscillation dans l'océan Pacifique équatorial (également appelée *El Niño–Southern Oscillation*, ENSO). Pendant la phase neutre de l'oscillation, les alizés, c'est-à-dire les vents permanents qui soufflent d'est en ouest au niveau de l'équateur, poussent l'eau chaude de l'Amérique du Sud vers l'Asie, où elle s'évapore plus facilement. Cela génère le processus de remontée (*upwelling*) : l'eau froide des profondeurs remonte à la surface de l'océan pour remplacer l'eau chaude. Pendant un événement El Niño, les alizés se ralentissent et l'eau chaude est repoussée vers l'Amérique du Sud, ce qui entraîne l'affaiblissement, voire l'arrêt, du processus de remontée.

² Historiquement, sur les 23 épisodes El Niño observés depuis 1950, 8 ont été des épisodes forts.

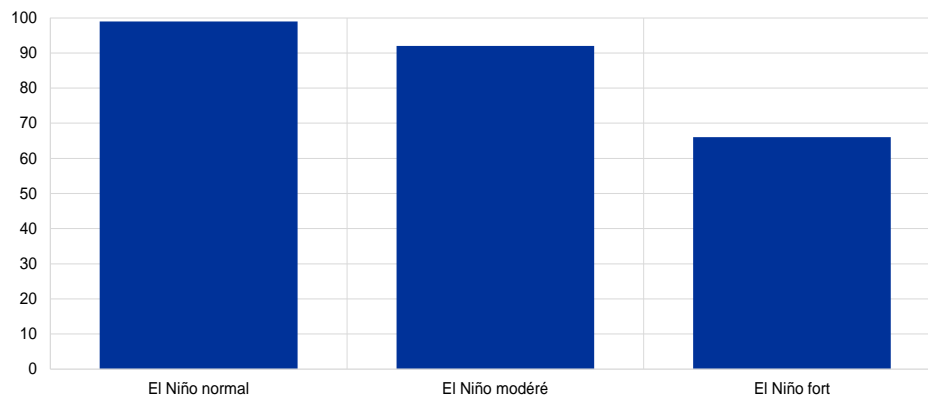
³ La définition de La Niña est semblable à celle d'El Niño, mais avec des anomalies négatives des températures de surface de l'océan. Une phase La Niña résulte du fait que les alizés sont plus forts que d'habitude, ce qui amplifie le processus de remontée.

une incidence sur les matières premières alimentaires mondiales, indépendamment de leur intensité ⁴.

Graphique A

Probabilités d'un événement El Niño au T4 2023

(en pourcentage)



Source : NOAA.

Notes : Un événement « El Niño normal » est défini par la NOAA comme une augmentation des températures de surface de l'océan d'au moins 0,5 degré Celsius au-dessus de la moyenne de long terme. Un « El Niño modéré » et un « El Niño fort » sont définis comme une hausse des températures d'au moins 1,0 degré Celsius et 1,5 degré Celsius, respectivement, au-dessus de la moyenne de long terme. Les dernières observations se rapportent au 10 août 2023.

Les effets météorologiques complexes résultant d'El Niño devraient avoir des répercussions sur les cultures alimentaires à l'échelle mondiale, en particulier autour de l'équateur.

El Niño est associé à une augmentation de la fréquence des événements météorologiques extrêmes. Ces événements diffèrent significativement d'une région à l'autre. Par exemple, El Niño entraîne généralement des vagues de chaleur et de fortes pluies en Amérique du Sud et dans le sud des États-Unis, tandis qu'il provoque des sécheresses dans le nord du pays. La complexité des schémas climatiques qui en résultent implique qu'El Niño a des répercussions différentes sur les rendements agricoles selon les types de culture et les saisons de croissance, ainsi que selon la région considérée. Les effets sur les rendements agricoles sont également susceptibles de varier en fonction des différents cycles d'El Niño. Les estimations des effets historiques d'un phénomène El Niño sur les rendements agricoles illustrent la manière dont l'impact diffère d'un type de culture à l'autre, même au sein d'un même pays. Bien qu'un épisode El Niño semble être suivi de récoltes de soja plus importantes aux États-Unis, il a généralement des effets

⁴ Cet encadré se concentre sur les prix internationaux des matières premières alimentaires et non sur les prix à la consommation des produits alimentaires dans la zone euro, où les effets devraient être moins importants. Peersman (2022) montre que les variations des prix internationaux des matières premières alimentaires expliquent près de 30 % de la volatilité de l'inflation à moyen terme dans la zone euro. Cf. Peersman (G.), « *International Food Commodity Prices and Missing (Dis)inflation in the Euro Area* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n° 1, 2022, p. 85-100. Les subventions octroyées aux producteurs de la zone euro par le biais de la politique agricole commune de l'UE ont partiellement atténué les effets des variations des prix internationaux des matières premières alimentaires sur les prix à la consommation des produits alimentaires dans la zone euro. Cf., par exemple, Ferrucci (G.), Jiménez-Rodríguez (R.) et Onorante (L.), « *Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy* », *International Journal of Central Banking*, vol. 8, n° 1, 2012, p. 179-217.

négatifs sur les rendements en blé et en maïs dans ce pays ⁵. En outre, même si El Niño a historiquement eu des effets positifs sur les rendements en soja aux États-Unis et en Amérique du Sud, il a tendance à les réduire en Asie ⁶. En raison de ces effets complexes, il est difficile de prédire les implications d'El Niño sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires. La substitution entre matières premières alimentaires complique davantage les effets sur les prix. Dans une certaine mesure, les agriculteurs considèrent le soja et le maïs comme des substituts mutuels et passent alternativement d'une culture à l'autre en fonction de l'évolution des prix des contrats à terme. Cela implique qu'une réduction potentielle des rendements en maïs pourrait se transmettre aux prix du soja, tandis que cet effet de substitution pourrait légèrement atténuer les effets sur les prix du maïs. En outre, les épisodes El Niño de 1982-1983 ont provoqué une diminution des populations de poissons en Asie et en Australie, entraînant une substitution de la demande de poissons par le soja pour l'alimentation animale ⁷. En raison de cette complexité, et étant donné que les rendements agricoles sont l'un des nombreux facteurs qui affectent les prix mondiaux des matières premières alimentaires, il serait trompeur d'extrapoler directement les effets sur les rendements agricoles aux effets sur les prix.

Les analyses historiques suggèrent qu'un El Niño normal a des effets haussiers sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires. Plusieurs études examinent les effets d'El Niño sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires. Brenner (2002) a conclu que l'oscillation El Niño est à l'origine de près de 20 % des mouvements inflationnistes des prix mondiaux des matières premières depuis 1963 et qu'un événement El Niño normal a tendance à accentuer la hausse des prix réels des matières premières d'environ 3 % pendant 6 à 12 mois après son apparition, la contribution la plus importante résultant des matières premières alimentaires ⁸. Cashin *et al.* (2017) documentent la variation de l'impact des chocs El Niño depuis 1972 sur l'activité économique dans différents pays, la plupart des pays étant confrontés à une augmentation des prix des matières premières non énergétiques ⁹. Dans l'ensemble, ils concluent qu'El Niño a un effet haussier d'environ 5 % sur les prix mondiaux des matières premières non énergétiques et que cet impact dure pendant 6 à 16 mois ¹⁰. D'autres conclusions suggèrent que

⁵ Aux États-Unis, les cultures de soja ont principalement bénéficié de conditions de croissance favorables pendant l'été dans le Midwest, tandis que les vagues de chaleur et les sécheresses ont causé des dommages aux cultures en Asie. Les cultures de maïs aux États-Unis ont pour l'essentiel été affectées négativement par la sécheresse dans les États du Sud-Est qui tend à être une conséquence d'El Niño.

⁶ Fondé sur Iizumi (T.), Luo (J.J.), Challinor (A.J.), Sakurai (G.), Yokozawa (M.), Sakuma (H.), Brown (M.E) et Yamagata (T.), « *Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops* », *Nature Communications*, 5, n° 3712, 2014.

⁷ Cf. Brenner (A.D.), « *El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n° 1, 2002, p. 176-183.

⁸ Brenner (A.D.), *op. cit.*

⁹ Cashin (P.), Mohaddes (K.) et Raissi (M.), « *Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño* », *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, p. 37-54.

¹⁰ Cashin *et al.*, *ibid.*, utilisent une mesure non fondée sur la température, qui ne permet pas de classer un épisode El Niño comme normal ou fort. Outre les effets sur les prix des matières premières alimentaires, les prix des métaux contribuent également à la hausse des prix des matières premières non énergétiques, principalement car les événements météorologiques extrêmes affectent l'activité minière, comme cela a été observé au Chili. Cf. Cashin (P.), Mohaddes (K.) et Raissi (M.), « *El Niño: Good Boy or Bad?* », *Finance and Development*, vol. 53, n° 1, 2016, p. 30-33.

l'inflation réagit plus fortement à un événement El Niño dans les pays où le poids des produits alimentaires dans l'indice d'inflation est plus important. Ces études suggèrent qu'un épisode El Niño, quelle qu'en soit l'intensité, a des effets significatifs sur les prix des matières premières alimentaires et que cela entraîne généralement des hausses de prix.

La hausse des prix mondiaux des matières premières alimentaires pourrait atteindre 9 % si les conditions El Niño actuelles évoluent vers un événement El Niño fort. Même si les conditions El Niño sont déjà présentes et s'il est presque certain que 2023 sera une année El Niño, l'incertitude est plus importante en ce qui concerne la force de cet événement ¹¹. Les estimations historiques, en contrôlant par les évolutions du cycle d'activité mondial ainsi que par les prix des engrais et de l'énergie, suggèrent qu'une augmentation des températures de surface de l'océan correspondant à la transition d'un El Niño normal vers un El Niño fort entraînerait une hausse des prix mondiaux des matières premières alimentaires pendant une période pouvant aller jusqu'à deux ans, avec un pic d'inflation à 9 % survenant 16 mois après le début de l'épisode El Niño fort (graphique B, partie a). Cela résulte de l'accentuation des risques et de l'amplification potentielle des événements météorologiques extrêmes qu'un El Niño fort impliquerait par rapport à un El Niño normal. Les risques à la hausse pesant sur les prix des matières premières alimentaires résultant du développement d'un phénomène El Niño fort sont particulièrement prononcés pour le soja, le maïs et le riz, tandis que les effets attendus sur les prix sont haussiers, mais non significatifs pour le blé et proches de zéro pour le café et le cacao (graphique B, partie b).

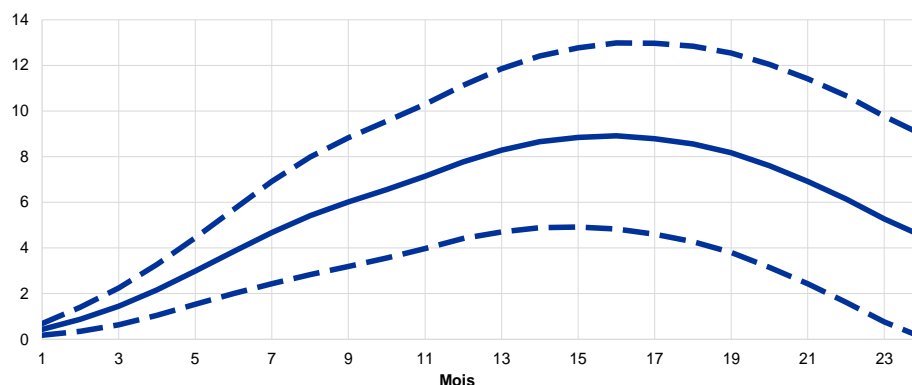
¹¹ 1,0 degré Celsius est la différence entre un événement El Niño normal (anomalie de 0,5 degré Celsius) et fort (anomalie de 1,5 degré Celsius). Pour les probabilités actuelles d'un événement El Niño, cf. le graphique A.

Graphique B

Effets estimés sur les prix mondiaux des matières premières alimentaires du passage d'un El Niño normal à fort

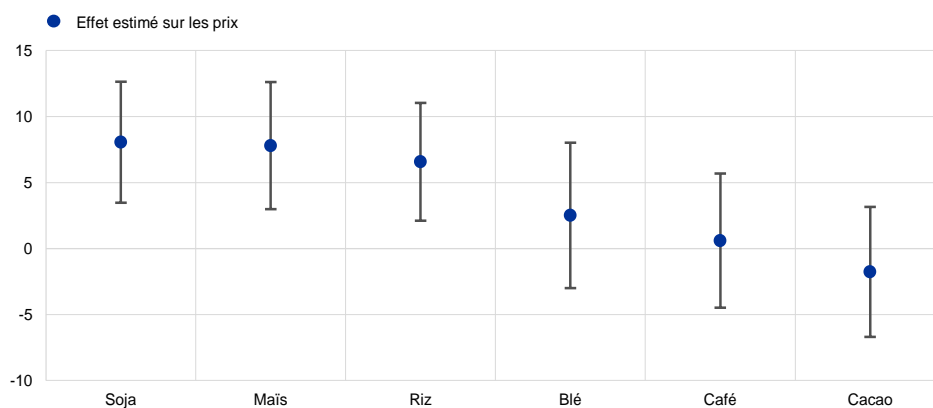
a) Effets sur les prix après le début d'une période d'El Niño fort

(variations en pourcentage)



b) Effets sur les prix d'une sélection de matières premières alimentaires

(variations en pourcentage)



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

Notes : L'effet estimé sur les prix montre l'impact d'une augmentation de 1,0 degré Celsius des températures de surface de l'océan pendant des phénomènes El Niño, en contrôlant par les prix des engrais et du pétrole comme coûts intermédiaires dans la production alimentaire et par l'activité industrielle mondiale comme un indicateur du cycle d'activité mondial. Les fonctions de réponse impulsionnelle ont été estimées à l'aide de projections locales en suivant l'approche de Jordà (Ö.), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », vol. 95, n° 1, 2005, p. 161-182. Les graphiques présentent des intervalles de confiance à 68 %. La partie b) présente l'effet estimé sur les prix après 16 mois, sur la base de la réaction maximale de l'agrégat des prix des matières premières alimentaires dans la partie a). Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

Les marchés financiers intègrent des hausses des prix des contrats à terme, mais également une plus grande incertitude relative aux prix. L'intégration des évolutions d'El Niño améliore la précision des prévisions relatives à la volatilité des prix des contrats à terme sur les matières premières alimentaires¹². Cela suggère que les *traders* sur dérivés de matières premières pourraient intégrer les perspectives relatives à El Niño lorsqu'ils négocient sur le marché de contrats à terme. En ce qui concerne tout particulièrement les trois principales cultures céréalières (soja, maïs et blé), les prix des contrats à terme ont augmenté la

¹² Su *et al.* montrent que l'intégration des évolutions d'El Niño améliore les prévisions relatives à la volatilité des prix des contrats à terme sur le marché américain des céréales. Cf. Su (Y.), Liang (C.), Zhang (L.) et Zeng (Q.), « *Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation* », *International Review of Economics & Finance*, vol. 81, 2022, p. 98-112.

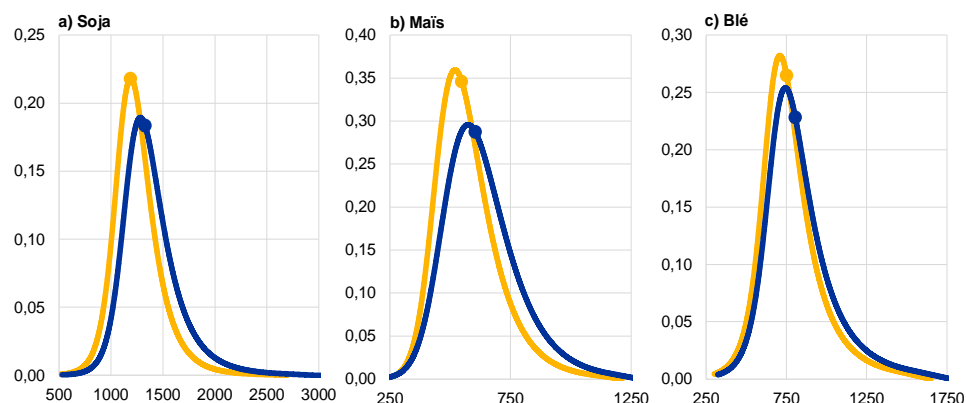
semaine suivant l'annonce de la NOAA, le 8 juin, de l'arrivée des conditions El Niño, avec une probabilité d'environ 50 % d'un phénomène El Niño fort vers la fin de l'année (graphique C)¹³. Le niveau des prix et l'incertitude sur les prix du soja et du maïs pour l'été 2024 ont augmenté significativement. Les prix du soja ont augmenté de 12 % et ceux du maïs de 10 %, tandis que l'écart type des distributions a augmenté de 24 % et 23 % respectivement. Selon des analystes de marché, ces évolutions reflètent principalement des évolutions météorologiques défavorables dans l'hémisphère Nord début juin, le développement d'El Niño faisant peser une incertitude supplémentaire sur les perspectives relatives aux cultures. L'impact sur le blé, qui est demeuré historiquement moins sensible aux événements El Niño forts, a été moins important, les prix augmentant de 7 % et l'écart type de 13 %. Dans l'ensemble, les variations des distributions des prix tirées des options reflètent les tensions potentielles à la hausse sur les prix des matières premières alimentaires et l'accroissement de l'incertitude relative aux prix résultant des évolutions actuelles d'El Niño.

Graphique C

Distributions des prix tirées des options avant et après l'annonce d'El Niño

(axe des abscisses : en dollar par boisseau ; axe des ordonnées : en pourcentage)

- Distributions des prix avant l'annonce d'El Niño
- Prix des contrats à terme avant l'annonce d'El Niño
- Distributions des prix après l'annonce d'El Niño
- Prix des contrats à terme après l'annonce d'El Niño



Notes : Les distributions neutres au risque tirées des options sont calculées selon l'approche de Black (F.) et Scholes (M.), « *The Pricing of Options and Corporate Liabilities* », *Journal of Political Economy*, vol. 81, n° 3, 1973, p. 637-654, sur la base des prix des contrats à terme négociés à la bourse de commerce de Chicago (*Chicago Board of Trade*) sur l'échéance de juillet 2024 pour le soja, le maïs et le blé dur rouge d'hiver. Les taux des *swaps* au jour le jour sont utilisés comme données d'entrée pour le taux d'intérêt sans risque. L'incertitude entourant les prix est mesurée par la largeur des distributions tirées des options. Les dates d'arrêt relatives aux périodes avant et après l'annonce d'El Niño sont le 7 juin 2023 et le 16 juin 2023, respectivement.

¹³ Pondérations respectives du soja, du maïs et du blé dans l'indice des produits alimentaires et des boissons (*Index for Food and Beverages*) de HWWI (sur la base des importations des pays de l'UEM) : 14 %, 14 % et 8 %.

Le rôle des effets de réouverture selon les pays et les secteurs

Niccolò Battistini et Johannes Gareis

Cet encadré analyse la dispersion récente de l'activité économique entre les pays et les secteurs et évalue le rôle que les effets de réouverture ont joué après la levée des restrictions liées au coronavirus (COVID-19) l'année dernière. La croissance de la production dans la zone euro s'est significativement ralentie depuis début 2022. Parallèlement la dispersion de la croissance entre les pays et les secteurs a diminué, tout en demeurant persistante. Cette dispersion persistante reflète une économie à deux vitesses, avec une croissance relativement modérée dans le secteur manufacturier, résultant en partie du fléchissement de la demande mondiale et du durcissement des conditions de financement dans la zone euro, et une croissance relativement robuste dans les services, soutenue par les effets de réouverture. Toutefois, les données d'enquêtes récentes suggèrent que cette dispersion pourrait se réduire à court terme : même si l'impulsion liée aux effets de réouverture s'affaiblit, la propagation d'autres forces dans les différents secteurs se renforce.

Début 2023, la dispersion de la croissance entre les pays de la zone euro était encore relativement élevée, tandis que la dispersion de la croissance entre les secteurs était en ligne avec les niveaux d'avant la pandémie. Afin de prendre en compte la taille économique des pays et des secteurs, la dispersion de la croissance est mesurée sur la base de l'écart type pondéré de la croissance de la valeur ajoutée (réelle brute) en glissement annuel dans l'ensemble des pays de la zone euro (hors Irlande) et des secteurs ¹. Les deux mesures ont atteint des niveaux sans précédent après le déclenchement de la pandémie de COVID-19, mais ont significativement diminué en 2022, mais pas au même rythme (graphique A, partie a). Au premier trimestre 2023, la dispersion de la croissance entre pays est restée plus élevée qu'avant la pandémie, tandis que la dispersion de la croissance entre secteurs est revenue aux niveaux d'avant la pandémie. La plus grande dispersion de la croissance entre pays semble être liée à la dispersion qui demeure plus élevée de la croissance dans les services nécessitant de nombreux contacts, qui a diminué par rapport au pic enregistré pendant la pandémie, mais qui est restée à un niveau historiquement élevé (graphique A, partie b) ². À l'inverse, la dispersion de la croissance entre pays dans le secteur manufacturier est revenue aux niveaux d'avant la pandémie.

¹ Cf. également l'encadré intitulé « L'élargissement de la croissance économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

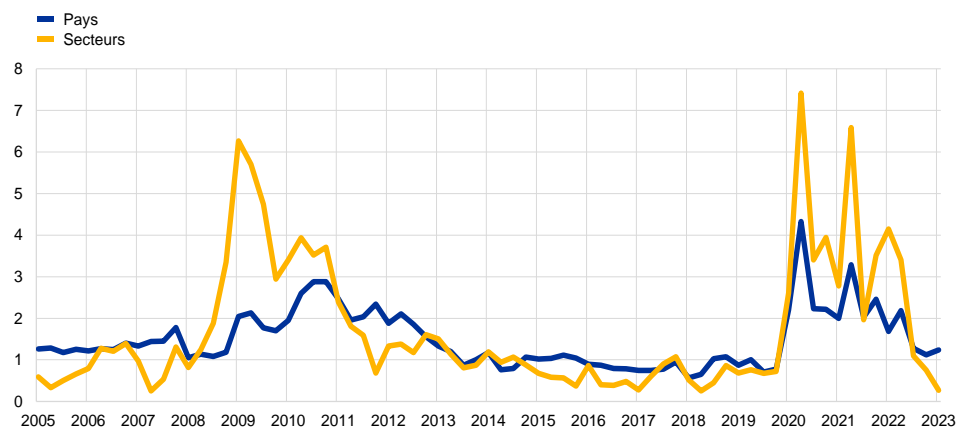
² L'expression « services nécessitant de nombreux contacts » est employée comme raccourci pour désigner le commerce de gros et de détail, ainsi que les activités liées aux services de transport, d'hébergement et de restauration (conformément à la classification NACE Rev. 2).

Graphique A

Dispersion de la croissance de la valeur ajoutée

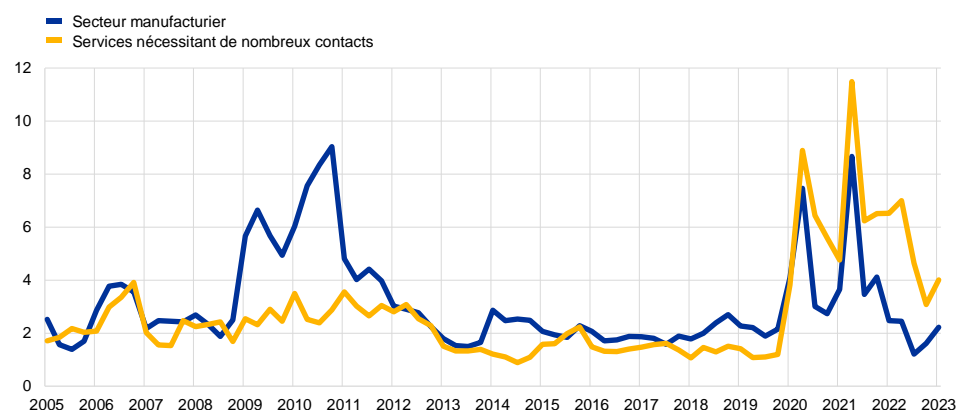
a) Dispersion de la croissance de la valeur ajoutée entre pays et secteurs de la zone euro

(en points de pourcentage)



b) Dispersion de la croissance de la valeur ajoutée entre pays de la zone euro dans le secteur manufacturier et le secteur des services nécessitant de nombreux contacts

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : La dispersion de la croissance entre pays est mesurée comme l'écart type pondéré de la croissance de la valeur ajoutée en glissement annuel dans l'ensemble des pays de la zone euro, hors Irlande. La dispersion de la croissance entre secteurs est mesurée comme l'écart type pondéré de la croissance de la valeur ajoutée en glissement annuel dans les secteurs manufacturier, de la construction, des services nécessitant de nombreux contacts et dans une combinaison d'autres secteurs. La dispersion de la croissance entre pays dans le secteur manufacturier et le secteur des services nécessitant de nombreux contacts est mesurée comme l'écart type pondéré de la croissance de la valeur ajoutée spécifique au secteur en glissement annuel dans l'ensemble des pays de la zone euro, hors Irlande. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023.

Au premier trimestre 2023, la croissance économique est restée plus élevée dans les pays où les services nécessitant de nombreux contacts sont plus importants pour l'économie dans son ensemble. En 2022, la production dans les services nécessitant de nombreux contacts a crû à un rythme plus soutenu dans les pays où ces services représentent une plus grande part de l'économie (graphique B, partie a). Cela reflète en partie le profil de croissance qui a suivi le déclenchement de la pandémie, lorsque ces pays ont enregistré un ralentissement économique relativement prononcé dans les services nécessitant de nombreux contacts. Les services nécessitant de nombreux contacts ont continué de croître à un rythme relativement élevé dans les pays où ces services sont plus importants au premier trimestre 2023, leur niveau dans ces pays dépassant relativement davantage ceux d'avant la pandémie que dans les pays où ces services revêtent une moindre

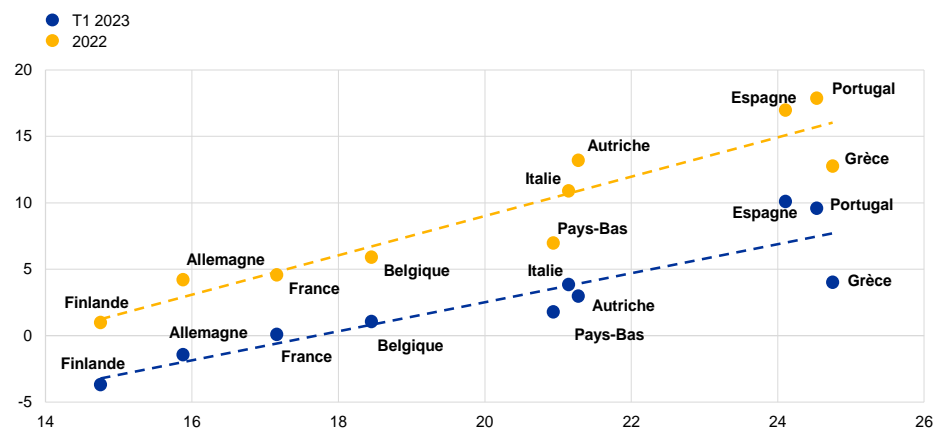
importance. Cela montre que les pays présentant une plus grande dépendance vis-à-vis des services nécessitant de nombreux contacts ont continué de bénéficier davantage de l'élan de croissance dans ce secteur, ce qui s'est également traduit par une croissance de la valeur ajoutée relativement plus élevée dans l'ensemble (graphique B, partie b). À l'inverse, les pays caractérisés par une plus grande dépendance vis-à-vis du secteur manufacturier ont principalement enregistré une diminution de la croissance de la valeur ajoutée totale au premier trimestre 2023, reflétant la croissance légèrement plus faible dans le secteur manufacturier que dans celui des services nécessitant de nombreux contacts. Toutefois, la croissance du secteur manufacturier dans les pays de la zone euro a été distribuée de manière bien plus uniforme, suggérant que ses moteurs actuels sont répartis plus uniformément entre les pays de la zone euro que ceux des services nécessitant de nombreux contacts.

Graphique B

Relation entre la taille du secteur des services nécessitant de nombreux contacts et la croissance de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts et de la valeur ajoutée totale dans les pays de la zone euro

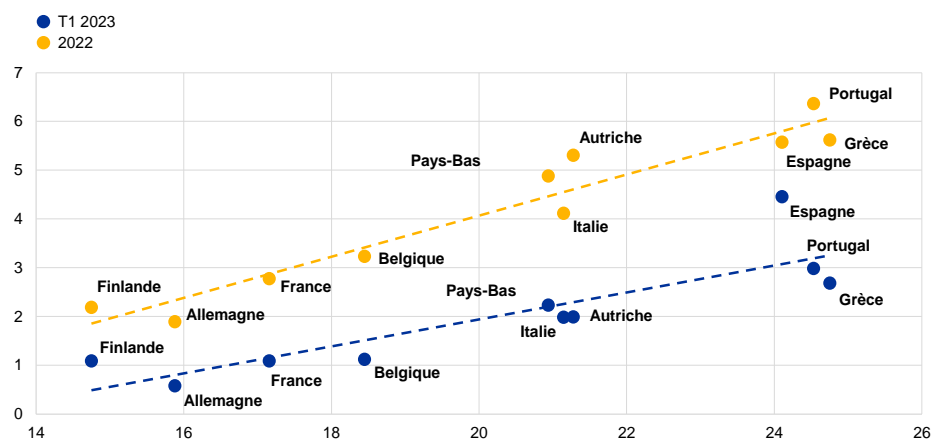
a) Taille du secteur des services nécessitant de nombreux contacts et croissance de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts

(axe horizontal : part moyenne de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts dans la valeur ajoutée totale en 2022 ; axe vertical : croissance de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts en glissement annuel)



b) Taille du secteur des services nécessitant de nombreux contacts et croissance de la valeur ajoutée totale

(axe horizontal : part moyenne de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts dans la valeur ajoutée totale en 2022 ; axe vertical : croissance de la valeur ajoutée totale en glissement annuel)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les graphiques présentent les dix plus grands pays de la zone euro (hors Irlande) – dont le suivi est important, car leurs résultats sont significatifs pour la zone euro dans son ensemble – en ligne avec le calcul de la dispersion de la croissance de la valeur ajoutée (graphique A). Les lignes de tendance linéaire sont présentées en pointillés. Les taux de croissance annuels pour 2022 correspondent aux moyennes annuelles des taux de croissance annuels en glissement trimestriel en 2022.

Un modèle empirique montre que les effets des modifications inattendues des restrictions de déplacement sur les services nécessitant de nombreux contacts sont disproportionnés par rapport à ceux exercés sur le secteur manufacturier. Un modèle vectoriel autorégressif bayésien quantifie l'impact de la réouverture de l'économie sur la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts, sur la base de données de la zone euro allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2023. Le modèle utilise l'indice composite Google Mobility Index (GMI) pour mesurer l'impact des fermetures liées à la pandémie et la réouverture de l'économie qui a

suivi par le biais des variations volontaires et involontaires de la mobilité des personnes. Le modèle intègre cet indice ainsi que le Global Supply Chain Pressure Index de la Federal Reserve Bank of New York (un indicateur de la demande extérieure dans la zone euro), les prix de l'énergie, la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier, les services nécessitant de nombreux contacts et une combinaison d'autres secteurs, le déflateur de la consommation privée, le taux d'intérêt et le taux de change. Le modèle identifie les restrictions liées à la pandémie et les chocs de réouverture qui ont suivi (c'est-à-dire les chocs liés à la pandémie) en partant de l'hypothèse qu'une variation inattendue du GMI a un impact immédiat sur le secteur manufacturier et sur les services nécessitant de nombreux contacts³. Les résultats montrent qu'une baisse inattendue du GMI (c'est-à-dire un choc de restriction lié à la pandémie) entraîne une baisse significative de l'activité dans le secteur manufacturier et dans les services nécessitant de nombreux contacts, la baisse étant plus importante dans ces derniers. De manière symétrique, une augmentation inattendue du GMI (c'est-à-dire un choc lié à la réouverture) induit une hausse plus importante dans les services nécessitant de nombreux contacts que dans le secteur manufacturier (graphique C, partie a).

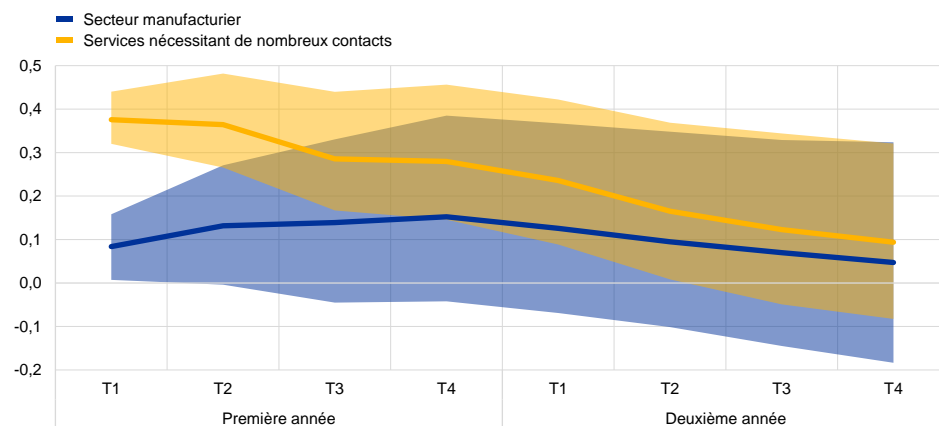
³ Pour ce faire, on utilise une décomposition de Cholesky dans laquelle le GMI est placé après les variables mondiales et avant les variables spécifiques à la zone euro. Le modèle inclut quatre retards pour chaque variable, toutes les variables étant exprimées en logarithmes (à l'exception du GMI et des taux d'intérêt) et utilise comme variable de contrôle la volatilité exceptionnellement élevée des données entre les premier et troisième trimestres 2020. Cf. Lenza (M.) et Primiceri (G.), « [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#) », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n° 4, juin/juillet 2022, p. 688-699. Pour le *Global Supply Chain Pressure Index*, cf. Benigno (G.), di Giovanni (J.), Groen (J.) et Noble (A.), « [A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#) », *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, janvier 2022. Le GMI est disponible pour la période allant de janvier 2020 à octobre 2022 ; il est supposé égal à zéro pour les autres périodes de l'échantillon, ce qui implique en particulier qu'il n'y a pas de restrictions de déplacement après octobre 2022.

Graphique C

Valeur ajoutée du secteur manufacturier et des services nécessitant de nombreux contacts

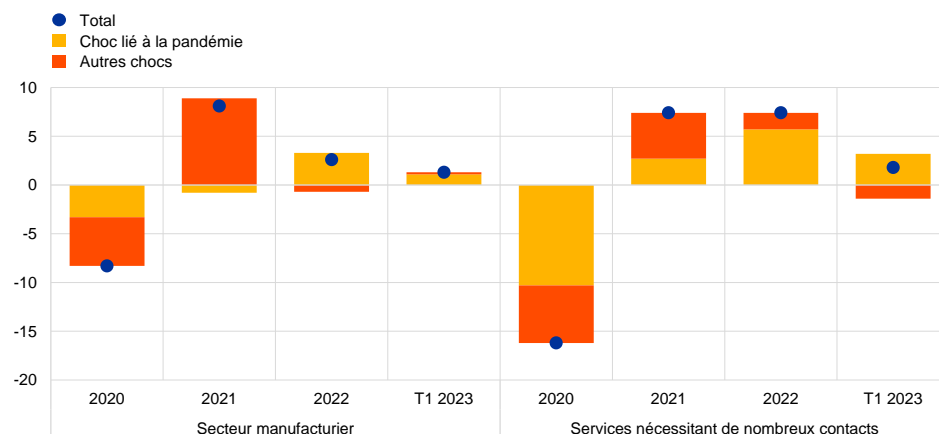
a) Impact d'une hausse inattendue du GMI composite sur l'activité du secteur manufacturier et des services nécessitant de nombreux contacts

(en pourcentages)



b) Estimation des moteurs de la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts

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



Sources : Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York, et calculs des services de la BCE.

Notes : Les résultats sont fondés sur un modèle vectoriel autorégressif bayésien pour la zone euro. Les chocs liés à la pandémie ont été identifiés avec une décomposition de Cholesky en partant de l'hypothèse qu'une variation inattendue du GMI composite a un impact immédiat sur le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts. La partie a) montre les effets d'une augmentation inattendue du GMI (c'est-à-dire un choc de réouverture). Une baisse inattendue du GMI (c'est-à-dire un choc de restriction lié à la pandémie) a des effets symétriques. Les zones grisées dans la partie a) font référence à des intervalles de confiance à 90 %. Dans la partie b), la contribution estimée du terme constant (c'est-à-dire la croissance tendancielle) n'est pas présentée. En outre, les taux de croissance annuels pour 2020, 2021 et 2022 correspondent aux moyennes annuelles des taux de croissance annuels trimestriels. Tous les taux de croissance sont calculés en logarithmes.

Les effets de réouverture sont demeurés un moteur important du différentiel de croissance entre le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts au premier trimestre 2023, mais se sont globalement atténués par rapport à 2022. La décomposition fondée sur un modèle de la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts suggère que les différences entre les secteurs quant à l'impact des chocs liés à la pandémie ont joué un rôle important dans les différences de performance des secteurs depuis 2020, l'arrêt de l'économie et la réouverture qui a suivi ayant un impact plus important sur les services nécessitant

de nombreux contacts (graphique C, partie b). Début 2023, les effets de réouverture étaient toujours présents, avec toutefois des impulsions de croissance plus faibles pour le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts, par rapport à 2022. Dans le même temps, d'autres chocs ont commencé à se propager aux services nécessitant de nombreux contacts et ont eu moins d'effet sur la croissance du secteur manufacturier. Cela est cohérent avec l'atténuation des contraintes d'offre ; toutefois, il est possible que ces contraintes aient été contrebalancées par une demande mondiale et intérieure plus faible, ainsi que par le durcissement des conditions de financement dans la zone euro ⁴.

Au cours de l'année 2023, les effets de la réouverture de l'économie devraient continuer à s'estomper et d'autres facteurs devraient prendre davantage d'importance. En raison de l'atténuation progressive des effets de réouverture, ainsi que de la propagation à l'ensemble de l'économie d'autres forces, telles que le durcissement des conditions de financement, la dynamique du secteur manufacturier et des services nécessitant de nombreux contacts devrait encore s'affaiblir dans un avenir proche, entraînant une diminution de la dispersion de la croissance entre les secteurs. La perte d'élan de croissance des services nécessitant de nombreux contacts devrait également entraîner une diminution de la dispersion de la croissance de la valeur ajoutée des services nécessitant de nombreux contacts, ainsi que de l'ensemble de l'activité économique, entre les pays. Dans l'ensemble, cette diminution de la dispersion de la croissance entre les secteurs et les pays reflète des perspectives à court terme plus faibles pour l'activité économique, comme le montrent les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro.

⁴ À l'inverse, d'autres chocs expliquent la résistance plus prononcée et la reprise plus rapide du secteur manufacturier après le début de la pandémie, ce qui est conforme à la reprise rapide et forte de la demande mondiale de biens manufacturés. Toutefois, cette reprise ne s'est pas entièrement répercutée sur l'activité manufacturière en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement et, par la suite, de l'impact de la crise énergétique. Si la réorientation de la demande mondiale des services vers les biens s'explique par la pandémie, elle n'est pas capturée par les chocs identifiés comme liés à la pandémie en soi, ces chocs mesurant des variations inattendues de la mobilité des personnes et ne rendent pas nécessairement compte des variations inattendues de leurs préférences en matière de consommation. Toutefois, la réaction plus faible du secteur manufacturier par rapport aux services nécessitant de nombreux contacts en raison d'une variation inattendue de la mobilité peut, dans une certaine mesure, être liée à une réorientation de la consommation des personnes des services vers les biens, ce qui explique en partie que l'impact du choc de mobilité soit plus faible sur la valeur ajoutée du secteur manufacturier que sur celle des services nécessitant de nombreux contacts.

3 Population active de la zone euro : évolutions et déterminants récents

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández et Marco Weißler

Le marché du travail de la zone euro a connu récemment une évolution notable, à savoir un fort rebond de la population active. En particulier, au cours des dix-huit derniers mois, la principale source de croissance de l'emploi a été le fort accroissement de la population active plutôt qu'une forte baisse du nombre de chômeurs. Le présent encadré fournit une vue d'ensemble des évolutions récentes de la population active de la zone euro en utilisant les données d'Eurostat et l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES). Il analyse également les déterminants de la population active de la zone euro à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien à fréquence mixte (MF-BVAR) afin de distinguer les facteurs incitatifs et dissuasifs à l'origine de la dynamique de la population active ¹.

Après avoir retrouvé fin 2022 son niveau d'avant la pandémie, la population active est désormais supérieure à ce niveau. Plus récemment, elle a reflué vers sa tendance de long terme antérieure à la pandémie (graphique A), en raison notamment de la contribution des travailleurs étrangers ². La différence entre les tendances à court terme et à long terme d'avant la pandémie mesure l'évolution de la croissance de la population, qui s'est nettement ralentie depuis 2008. En juin 2023, la population active, déduite des données mensuelles relatives au chômage, s'est établie environ 3,8 millions de personnes au-dessus de son niveau de janvier 2020. Selon les données trimestrielles détaillées issues de l'enquête de l'UE sur les forces de travail (*EU Labour Force Survey*, LFS), les travailleurs migrants, en particulier ceux provenant de l'extérieur de l'UE, ont joué un rôle important dans la dynamique de la population active pendant la pandémie de COVID-19. Dans la première phase de la pandémie, du quatrième trimestre 2019 au quatrième trimestre 2020, la population active étrangère a diminué proportionnellement plus (2,0 %) que la population active totale (1,2 %). En revanche, du premier trimestre 2021 au premier trimestre 2023, les travailleurs étrangers représentaient 41 % de la hausse totale de la population active, leur part passant de 10,3 % à 11,4 % au cours de cette période.

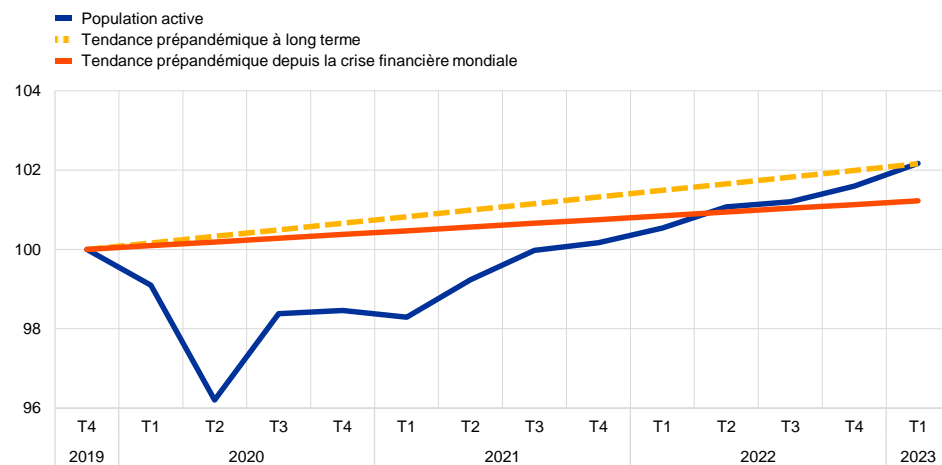
¹ Outre l'analyse des évolutions de la population active, une analyse complète des implications de la croissance de l'emploi pour les tensions sur le marché du travail et la croissance des salaires doit tenir compte des dimensions sectorielles du marché du travail et de la contribution du nombre moyen d'heures travaillées (marge intensive). Cf. par exemple : « *More jobs but fewer working hours* », *Blog de la BCE*, 7 juin 2023, sur les différences entre l'emploi et le nombre total d'heures travaillées, ainsi que le rôle important joué par le nombre moyen d'heures travaillées pendant la pandémie et la crise énergétique. Cf. également l'encadré « *Le rôle de l'emploi public pendant la crise de la COVID19* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

² La hausse de la population active dans la zone euro n'a pas été homogène selon les groupes sociodémographiques. Par exemple, le taux d'activité des travailleurs d'âge intermédiaire et peu qualifiés s'est moins redressé depuis le début de la pandémie (cf. graphique 9 de l'article « *L'incidence de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2020).

Graphique A

La population active de la zone euro et les tendances linéaires avant la pandémie

(indice : T4 2019 = 100)



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

Notes : La tendance pré-pandémique à long terme couvre la période 1995-2029, tandis que la tendance pré-pandémique depuis la crise financière mondiale couvre la période 2009-2019. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2023.

Ces dernières années, une part croissante de nouveaux arrivants sur le marché du travail de la zone euro était auparavant inactive.

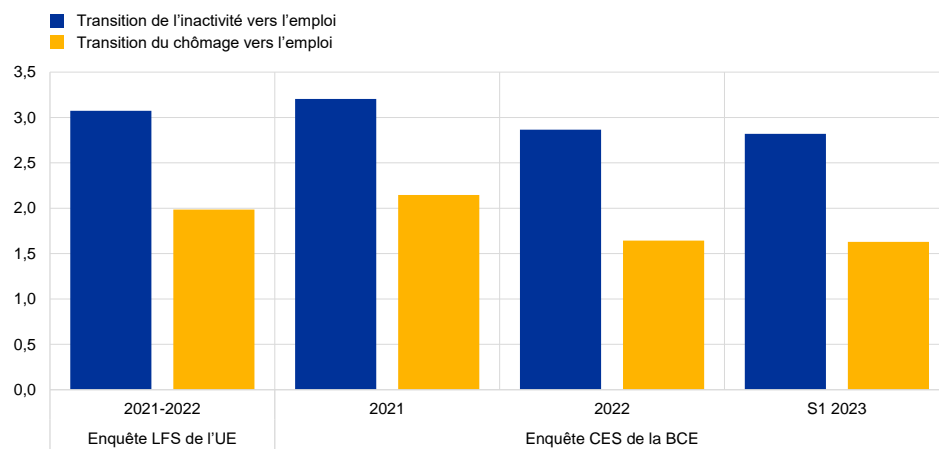
Les transitions de l'inactivité vers l'emploi ont été le principal déterminant de la croissance de l'emploi. Selon les données de l'enquête CES, les transitions du chômage vers l'emploi représentaient 1,6 % de l'emploi total, tandis que les transitions de l'inactivité vers l'emploi représentaient 2,8 % (graphique B). Ces chiffres impliquent que seulement 37 % des nouvelles recrues au premier semestre 2023 étaient au chômage au cours du trimestre précédent. Ce constat est cohérent avec les données d'Eurostat qui montrent que les transitions de l'inactivité vers l'emploi représentaient 60 % des nouveaux arrivants sur le marché du travail en 2022, ce qui contraste avec la période 2011-2019 lorsque les transitions du chômage vers l'emploi représentaient 51 % des nouveaux arrivants sur le marché du travail³.

³ En tenant compte de la composition du pays dans les transitions sur le marché du travail ressortant de l'enquête sur les forces de travail, les transitions de l'inactivité vers l'emploi ont augmenté, passant de 49 % sur la période 2011-2019 à 55 % sur la période 2021-2022. Cette hausse des transitions de l'inactivité vers l'emploi par rapport aux transitions du chômage vers l'emploi peut également refléter un taux de chômage plus faible au cours de la période récente. Au cours de la période 2011-2019, le taux de chômage moyen était de 10,2 %, contre 7,3 % sur la période 2021-2022.

Graphique B

Transitions vers l'emploi

(part en pourcentage de l'emploi)



Sources : Enquête de l'UE sur les forces de travail et enquête CES de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

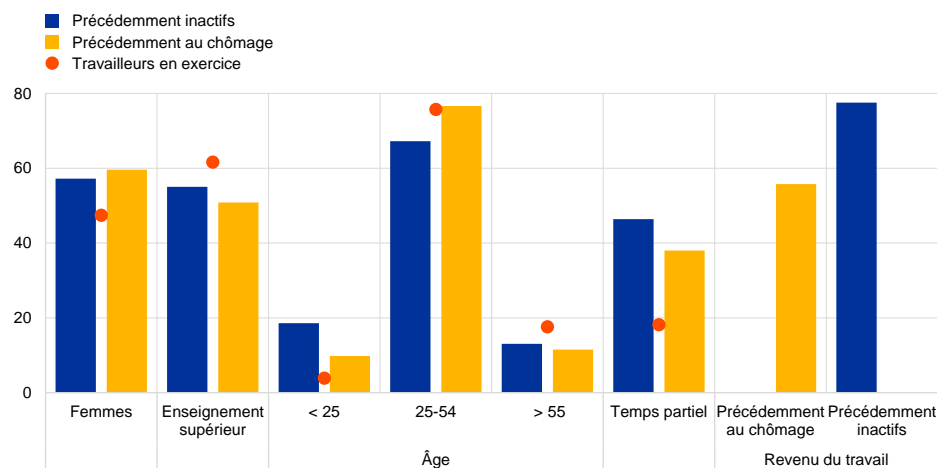
Selon l'enquête CES de la BCE, les caractéristiques des nouveaux arrivants sur le marché du travail et des travailleurs en exercice sont différentes, y compris leurs revenus du travail.

En moyenne, les nouveaux arrivants sur le marché du travail sont plus jeunes et ont un niveau d'instruction plus faible que les travailleurs en exercice (les travailleurs employés avant les nouvelles transitions). Ils sont également plus susceptibles d'être des femmes, de travailler à temps partiel et d'avoir de plus faibles revenus (graphique C). Les personnes embauchées après avoir été au chômage gagnent environ 55 % du revenu des travailleurs en exercice, tandis que celles qui sont passées directement de l'inactivité à l'emploi ont un niveau moyen de revenu du travail qui équivaut à environ 80 % de celui des travailleurs en exercice. Les caractéristiques des individus et des postes expliquent seulement partiellement les différences de revenu du travail observées. Cependant, les effets de composition sur la croissance globale des salaires provenant des différences de revenu du travail entre les nouveaux arrivants qui étaient en inactivité et ceux qui étaient au chômage sont probablement faibles.

Graphique C

Caractéristiques des nouveaux arrivants

(part en pourcentage de l'emploi, pourcentages)



Source : Enquête CES de la BCE

Notes : Les colonnes de droite montrent les revenus du travail des nouveaux arrivants par rapport à ceux des travailleurs en exercice. Les dernières observations se rapportent à avril 2023.

Une hausse de l'activité des travailleurs auparavant inactifs peut alléger les tensions sur le marché du travail. Elle peut également contribuer à modérer la croissance des salaires, en fonction des divers facteurs qui favorisent l'augmentation de la population active. Si les modifications des taux d'entrée résultent d'un choc de demande positive (par ex., une augmentation de la demande de travailleurs hautement qualifiés), nous devrions alors également observer des pressions haussières sur les salaires des travailleurs en exercice, mais si ces modifications sont déterminées par un choc d'offre positif (par ex., les entrées de migrants), les nouveaux arrivants sur le marché du travail peuvent alors contribuer à limiter les exigences salariales des travailleurs en exercice.

Nous utilisons un modèle estimé pour la zone euro afin de quantifier les principaux déterminants de la population active et leur importance relative au cours du cycle⁴. Ce modèle vise à identifier les effets des forces sous-jacentes provenant des conditions de la demande agrégée et de la technologie, ainsi que les autres déterminants tels que la démographie, les efforts de recherche d'emploi ou le nombre d'heures travaillées (offre de main-d'œuvre), l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail et le pouvoir de négociation des salariés, reflétant, par exemple, des ajustements dans les salaires minimums.

Ce modèle montre que les conditions de la demande et de l'offre agrégées ont été des déterminants clés depuis la pandémie. Chaque barre dans le graphique D représente la contribution individuelle des chocs structurels par rapport aux composantes déterministes estimées sur la période allant du

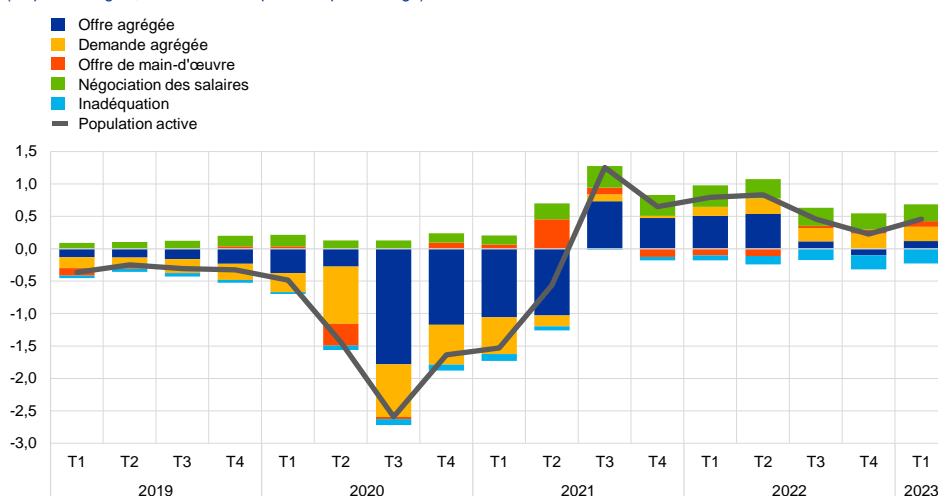
⁴ Fondé sur Consolo (A.), Foroni (C.) et Martínez Hernández (C.), « *A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 5, octobre 2023, p. 1048-1082. Le modèle empirique est un MF-BVAR estimé à l'aide d'informations sur l'inflation, la production industrielle, les salaires, le chômage, les offres d'emploi et la population active. Ce modèle est une représentation empirique d'un modèle d'équilibre général dans lequel les chocs agrégés et les chocs spécifiques à un marché du travail déterminent la dynamique de la population active.

premier trimestre 1998 au premier trimestre 2023. Les conditions de l'offre (barres bleues) et de la demande (barres jaunes) agrégées représentent l'essentiel de la baisse de la population active pendant la pandémie et de sa hausse pendant la reprise post-pandémique. Ces déterminants tiennent compte des évolutions technologiques, des restrictions de déplacements liées à la pandémie, des évolutions de la demande agrégée et des évolutions sectorielles asymétriques.

En outre, les chocs spécifiques au marché du travail ont donné un nouvel élan à la population active. L'augmentation du pouvoir de négociation des salariés (barres vertes) est probablement liée a) à la hausse généralisée du salaire minimum, qui a permis d'encourager les travailleurs marginaux à revenir dans la population active, b) à la baisse de l'immigration pendant les années COVID-19 et c) à des pénuries croissantes de main-d'œuvre. L'amélioration de l'offre de main-d'œuvre (barres rouges), quant à elle, est probablement liée au rattrapage plus récent des flux d'immigration. Les distorsions entre la demande et l'offre de compétences spécifiques aux secteurs continuent néanmoins de peser sur la population active, comme l'illustre la contribution négative croissante des chocs d'inadéquation (barres turquoise).

Graphique D
Déterminants de la population active tirés du modèle

(en pourcentages ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Cf. la note de bas de page n° 4 pour plus d'informations sur le modèle. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023.

Pour conclure, la forte augmentation de la population active a des implications importantes permettant de comprendre la dynamique du marché du travail et sa position dans le cycle. Premièrement, le nombre de personnes prêtes à travailler étant plus élevé que celui des chômeurs, une mesure cyclique des capacités inutilisées sur le marché du travail doit tenir compte de la part croissante des transitions de l'inactivité vers l'emploi. Deuxièmement, tous facteurs étant égaux par ailleurs, l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre devrait avoir un effet d'atténuation sur les tensions salariales.

Quel est le principal déterminant de l'inflation récente selon les consommateurs ?

Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvas, Aidan Meyler et Pedro Neves

Les perceptions qu'ont les consommateurs des facteurs à l'origine de l'inflation peuvent constituer un déterminant important de leur comportement économique et de leurs anticipations d'inflation.

En général, les convictions individuelles déterminées par les narratifs dominants ont un impact à la fois sur les actions et sur les anticipations¹. Les convictions relatives aux sources de l'inflation sont l'un des narratifs susceptibles d'avoir un impact sur le comportement économique. La question de savoir quel est le principal facteur à l'origine de la hausse des prix s'est posée avec plus d'acuité récemment². Cet élément est important, dans la mesure où il peut affecter les anticipations des consommateurs relatives à l'inflation future et leur comportement effectif³. Dans ce contexte, en juin 2023, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs leur a demandé ce qu'ils estimaient être le principal facteur à l'origine des évolutions du niveau général des prix des biens et services dans leur pays au cours des 12 derniers mois⁴. Trois réponses possibles leur étaient proposées, reflétant les trois principaux facteurs comptables susceptibles d'influencer la fixation des prix du

¹ Pour la manière dont les narratifs déterminent les événements et les comportements, cf., par exemple, Shiller (R.J.), « *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events* », Princeton University Press, 2019.

² Cf. Lagarde (C.), « Mettre un terme à la persistance de l'inflation », discours lors du forum 2023 de la BCE consacré à l'activité de banque centrale portant sur « La stabilisation macroéconomique dans un environnement d'inflation volatile », à Sintra, Portugal, 27 juin 2023 ; Bernanke (B.) et Blanchard (C.), « *What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?* », étude préparée pour « *The Fed: Lessons learned from the past three years* », conférence au Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy de l'Hutchins Institution, 23 mai 2023 ; Hansen (N.-J.), Toscani (F.) et Zhou (J.), « *Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains* », *IMF Blog*, Fonds monétaire international, 26 juin 2023.

³ Si, par exemple, les consommateurs sont convaincus que l'inflation est due à des coûts des consommations intermédiaires plus élevés (par exemple, les prix de l'énergie et des matières premières), ils jugent probablement que l'inflation est plus transitoire. Cela peut conduire à une convergence plus rapide des anticipations d'inflation avec la cible. Dans le même temps, s'ils sont convaincus que les salaires ou les bénéfices sont le principal moteur de l'inflation, cela pourrait impliquer des anticipations d'inflation future plus persistantes ainsi que leur désancrage. De plus, si les consommateurs ont l'impression que les prix élevés sont dus aux coûts des consommations intermédiaires supportés par les entreprises, ils pourraient être plus disposés à payer des prix supérieurs que s'ils pensent que les bénéfices des entreprises sont le principal déterminant.

⁴ La question posée était la suivante : « À votre avis, quel est le principal facteur à l'origine de l'évolution du niveau général des prix des biens et services dans votre pays au cours des 12 derniers mois ? ». Les choix proposés étaient les suivants : « 1. Les bénéfices des entreprises sont le principal facteur », « 2. Les coûts salariaux pour les entreprises sont le principal facteur », « 3. Les autres coûts des consommations intermédiaires pour les entreprises (par exemple l'énergie, les matières premières et les autres coûts pour les entreprises) sont le principal facteur ». L'échantillon incluait les six principales économies de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas) et se compose de 10 308 réponses recueillies pour l'ensemble des pays (Belgique : 845, Allemagne : 1 797, Espagne : 2 268, France : 2 264, Italie : 2 267, Pays-Bas : 867).

côté des entreprises (les bénéfices, les salaires et les autres coûts des consommations intermédiaires) ⁵.

La plupart des consommateurs sont convaincus que les variations de prix ont été principalement déterminées par des facteurs liés aux coûts des consommations intermédiaires, les bénéfices des entreprises étant classés en deuxième position et les salaires en troisième. La partie a) du graphique A présente la distribution des réponses. Les autres coûts des consommations intermédiaires (hors salaires), qui incluent l'énergie et les intrants intermédiaires, ont été choisis par une large majorité de participants (65 % environ). Les bénéfices des entreprises sont arrivés en deuxième position comme facteur d'explication, 25 % environ des participants choisissant cette option, et les salaires sont arrivés en troisième position avec 8 %. Le classement relatif des options a été cohérent entre les pays et pour l'ensemble des ventilations démographiques possibles ⁶.

⁵ En raison de la possibilité d'effets d'ordre, qui pourraient conduire les participants à l'enquête à favoriser la première ou la dernière option, l'ordre des propositions a été randomisé pour plus de 10 000 participants. Même si l'ordre des propositions a eu un impact statistiquement important sur les réponses, il a été faible du point de vue économique et n'a pas eu d'incidence significative sur les moyennes agrégées ou les classements entre les trois propositions.

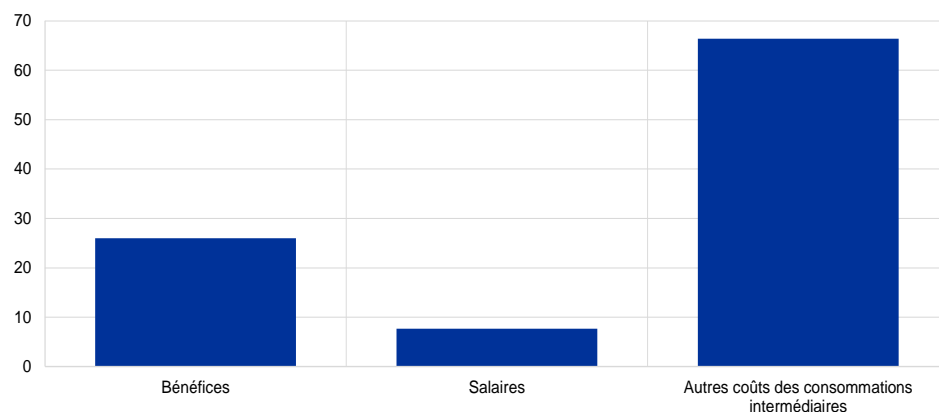
⁶ Le classement relatif des options est inchangé pour toutes les ventilations possibles. Même s'il existe des différences s'agissant de l'ampleur en fonction de la démographie, celles-ci ne modifient pas les classements.

Graphique A

Principaux déterminants perçus de l'inflation

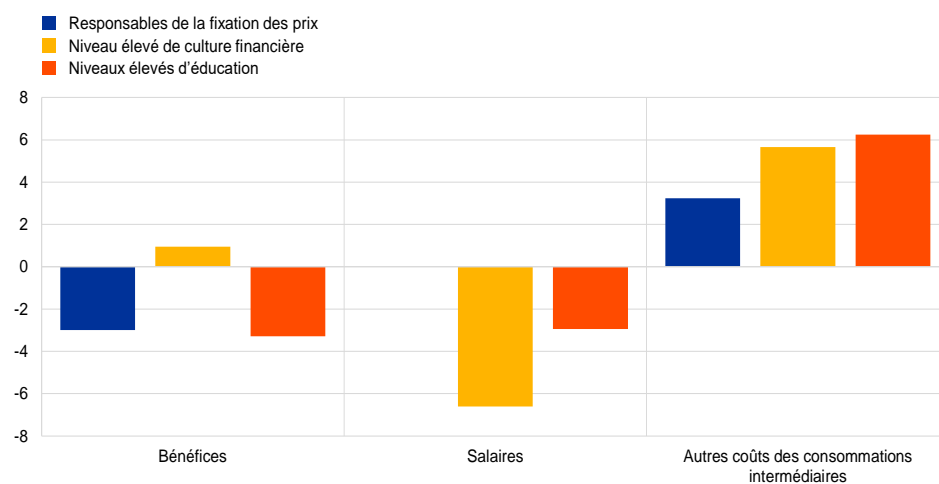
a) Ensemble

(en pourcentages des consommateurs)



b) Ventilation par groupes de participants sélectionnés

(en points de pourcentage, différence en part des réponses)



Source : BCE (Enquête sur les anticipations des consommateurs).
Notes : Partie a : estimations pondérées. Part des participants ayant choisi chacune des options. Partie b : estimations pondérées. Différences dans la part de chaque option par groupe. Un niveau élevé de culture financière est défini par rapport à un niveau faible (c'est-à-dire des scores inférieurs à 4 sur l'échelle allant de 1 à 5). Un niveau d'éducation élevé correspond à une licence ou à un diplôme plus élevé et les réponses sont définies par rapport à toutes les autres. Les responsables de la fixation des prix constituent un sous-ensemble de participants ayant indiqué avoir des responsabilités de direction spécifiques s'agissant de la fixation des prix et des questions liées aux contrats notamment.

La connaissance des stratégies de fixation des prix des entreprises ainsi que des niveaux plus élevés de culture financière et d'éducation sont associés à une indication plus fréquente des autres coûts des consommations intermédiaires comme principal déterminant. La partie b) du graphique A montre

comment les résultats varient en fonction des caractéristiques spécifiques des participants à l'enquête. Les participants occupant des postes de direction avec des responsabilités explicites en matière de fixation des prix et de contrats (ce qui signifie qu'ils ont connaissance des stratégies de fixation des prix) tendent à choisir plus fréquemment que les autres participants les autres consommations

intermédiaires comme raison principale ⁷. Un tableau similaire se dessine s'agissant des participants ayant des niveaux de culture financière ou d'éducation élevés.

Même si les salaires ont été classés en troisième position (c'est-à-dire la dernière) dans l'ensemble des pays, il existe une corrélation entre les convictions spécifiques à un pays et les évolutions des salaires dans le pays concerné. Si les salaires ont été classés en dernière position dans tous les pays, on constate des différences entre pays. Moins de 6 % des participants en Espagne et en Italie ont choisi les salaires comme étant le principal facteur, tandis que plus de 10 % les ont désignés en Belgique et aux Pays-Bas. La partie a) du graphique B présente les réponses par pays ainsi que les chiffres effectifs pour la croissance des salaires négociés. La Belgique et les Pays-Bas, qui enregistrent un taux de croissance des salaires effectifs plus élevé, ont également un plus grand nombre de participants choisissant les salaires comme principal moteur de l'inflation.

Les participants à l'enquête ayant des responsabilités en matière de fixation des salaires sont plus susceptibles de sélectionner les salaires comme le facteur principal à l'origine de l'inflation. La partie b) du graphique B classe l'option concernant les salaires par groupe. Les participants qui jouent un rôle actif dans la fixation des salaires sont de fait plus susceptibles de choisir cette option. Cela pourrait refléter une plus grande conscience de l'importance des salaires dans les structures de coûts des entreprises par rapport aux consommateurs qui observent seulement leurs revenus personnels. Plus spécifiquement, les dirigeants ayant des responsabilités en matière de fixation des salaires et les participants classés comme travailleurs indépendants employant des salariés sont plus susceptibles de choisir les salaires comme déterminant principal. En revanche, les salariés et les travailleurs indépendants sans salariés ont tendance à citer moins souvent les salaires comme déterminant principal.

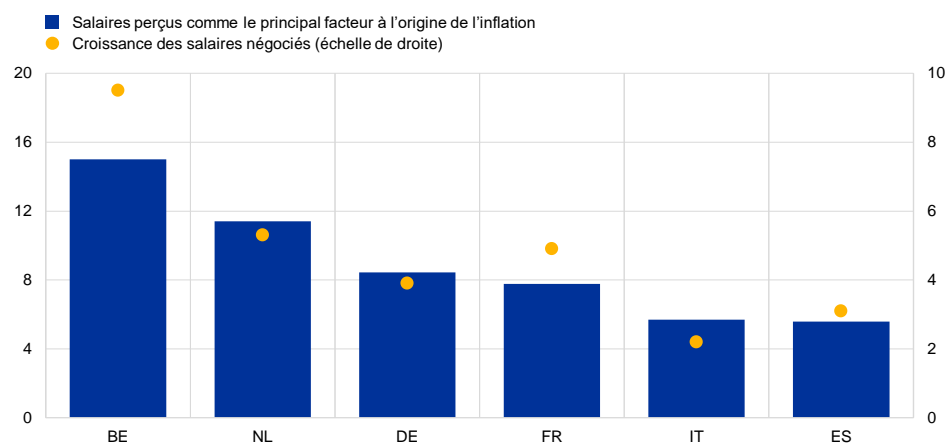
⁷ Les participants avec des responsabilités de décision (en matière de fixation des prix ou des salaires) représentent environ 14,5 % de l'échantillon apparié. Plus précisément, les participants occupant des postes de direction avec des responsabilités en matière de contrats et de fixation des prix représentent 11,7 % (N = 1,065) de l'échantillon apparié total, tandis que ceux ayant des responsabilités dans la fixation des salaires représentent 6,4 % (N = 582) de l'échantillon apparié.

Graphique B

Salaires perçus comme le principal facteur à l'origine de l'inflation

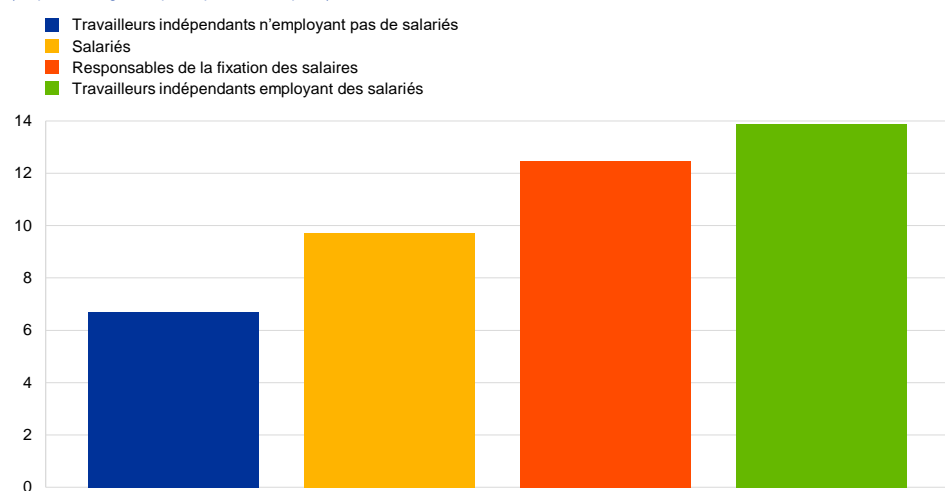
a) Ventilation par pays

(en pourcentage des participants à l'enquête ; variations annuelles en pourcentage)



b) Ventilation par groupes de participants sélectionnés

(en pourcentage des participants à l'enquête)



Source : BCE (Enquête sur les anticipations des consommateurs).

Notes : Partie a : estimations pondérées. « Croissance des salaires négociés » se rapporte au taux de croissance annuel des salaires négociés au premier trimestre 2023, y compris les paiements exceptionnels. Partie b : estimations pondérées. Part des participants dans chaque groupe choisissant les salaires comme principal déterminant de l'inflation. Les travailleurs indépendants sont répartis entre ceux qui ont des salariés et ceux qui n'en ont pas. Les responsables de la fixation des salaires constituent un sous-ensemble des participants qui indiquent spécifiquement qu'ils exercent des responsabilités dans ce domaine.

Les participants pour lesquels les autres coûts des consommations intermédiaires constituent le principal déterminant s'attendent à une inflation moins persistante. En particulier, leurs anticipations d'inflation à moyen terme ont tendance à être plus basses et la transmission des anticipations à court terme aux anticipations à moyen terme plus faible. Le tableau A quantifie la corrélation entre les réponses et les anticipations d'inflation à moyen terme (en contrôlant par l'éducation, la culture financière ainsi que par des effets fixes par pays et temporels)⁸. Les résultats suggèrent que l'explication par les coûts des

⁸ Nous contrôlons par d'autres variables susceptibles d'affecter les anticipations d'inflation afin de tenter d'identifier l'effet pur de la conviction relative au facteur qui détermine l'inflation et non les facteurs de confusion possibles tels que l'éducation ou la culture financière.

consommations intermédiaires est associée à un niveau plus faible pour les anticipations à moyen terme, ressortant en moyenne à 0,46 point de pourcentage, par rapport à un groupe de base de participants ayant désigné les bénéfices comme facteur principal. En outre, s'agissant de la transmission des anticipations à court terme aux anticipations à moyen terme, l'impact conditionnel des participants ayant répondu « autres coûts des consommations intermédiaires » reflète un taux de transmission de 32 %, comparé à un taux de transmission non conditionnel de 60 %⁹. Enfin, la probabilité attendue que la BCE maintienne la stabilité des prix est supérieure de 3,5 à 3,6 points de pourcentage pour les participants ayant choisi l'option « autres coûts des consommations intermédiaires » par rapport aux deux autres options. Cette association positive est plus forte que l'association avec l'éducation, la culture financière ou le revenu.

⁹ Pour calculer l'impact conditionnel, nous additionnons la transmission des anticipations à un an aux anticipations à trois ans (0,60) avec la variable muette de la réponse 3 (- 0,31) et le terme d'interaction (0,03). L'effet marginal augmente (0,03) avec la hausse de l'anticipation à un an, mais il part d'un niveau nettement plus faible (- 0,31) pour les participants qui ont choisi les « autres coûts des coûts des consommations intermédiaires » comme déterminant principal.

Tableau A

Anticipations d'inflation et déterminants de l'inflation

Modèle	Principaux déterminants de l'inflation		Culture financière		Niveau d'éducation		Anticipations d'inflation à un an	Interaction à un an avec les salaires	Interaction à un an avec les autres coûts des consommations intermédiaires	Contrôles des pays	Effets fixes temporels
	Salaires	Autres coûts des consommations intermédiaires	Moyen	Élevé	Moyen	Élevé					
Variable dépendante :											
Anticipations d'inflation à trois ans	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**				Oui	Oui
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
Anticipations d'inflation à trois ans	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59*	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Oui	Oui
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Probabilité que la cible soit atteinte dans trois ans		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Oui	Oui
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Probabilité que la cible soit atteinte dans trois ans		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Oui	Oui
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Source : BCE (Enquête sur les anticipations des consommateurs).
 Notes : Estimations pondérées. L'échantillon intègre la plupart des participants ayant répondu à la question sur les déterminants de l'inflation (environ 9 500), en excluant seulement quelques observations qui n'ont pas été appariées. Les catégories sont présentées par rapport à la catégorie de base, à savoir « bénéfiques » pour les réponses et « faible » pour la culture financière et l'éducation. La culture financière se définit comme suit : faible = scores 1-2, moyen = 3, élevé = 4-5. L'éducation se définit comme suit : faible = jusqu'au premier cycle d'enseignement secondaire, moyen = du lycée jusqu'à l'université, élevé = enseignement supérieur.
 * indique une signification statistique au niveau de 10 %. ** indique une signification statistique au niveau de 5 %. *** indique une signification statistique au niveau de 1 %.

Le choix des « autres coûts des consommations intermédiaires » comme principal déterminant de l'inflation présente une corrélation avec les consommateurs qui déclarent être convaincus que la BCE sera en mesure de maintenir la stabilité des prix dans trois ans. L'avis selon lequel les autres coûts des consommations intermédiaires constituent le principal facteur (et, par conséquent, la probabilité que les participants interprètent les déterminants de l'inflation comme étant plus transitoires) est fortement corrélé avec la conviction des consommateurs que la BCE sera en mesure de maintenir la stabilité des prix dans trois ans¹⁰. Le graphique C montre que la probabilité médiane perçue que la BCE maintienne la stabilité des prix dans trois ans est la plus élevée lorsque l'explication « autres coûts des consommations intermédiaires » est choisie. Elle est plus faible

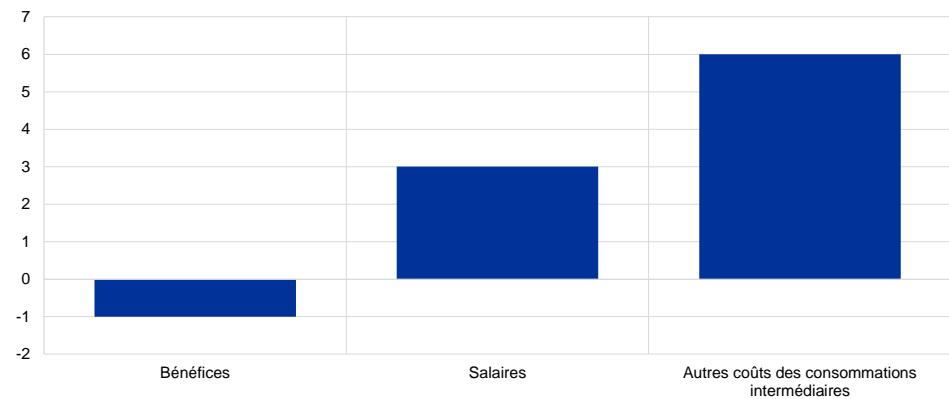
¹⁰ La probabilité médiane inconditionnelle se situe actuellement à 42 %. Il est toutefois difficile d'interpréter cet indicateur sans disposer de séries temporelles plus longues. L'analyse se concentre par conséquent sur les différences transversales. L'indicateur sous-jacent a été élaboré dans le cadre d'un projet de recherche visant à examiner l'efficacité de la communication de la BCE relative à son évaluation de la stratégie de 2021 ; cf. Ehrmann (M.), Georgarakos (D.) et Kenny (G.), « *Credibility gains from communication with the public : evidence from the new monetary policy strategy* », *Working Paper Series*, n° 2785, BCE, 2023.

lorsque les salaires sont sélectionnés et à son niveau le plus bas lorsque les profits sont indiqués comme facteur principal à l'origine de l'inflation.

Graphique C

Probabilité perçue que la BCE maintienne la stabilité des prix dans trois ans et convictions relatives aux sources de l'inflation

(en points de pourcentage)



Source : BCE (Enquête sur les anticipations des consommateurs).

Notes : Estimations pondérées. Les barres représentent la probabilité médiane par facteur moins la probabilité médiane globale. Probabilités ou possibilité que la BCE maintienne la stabilité des prix, calculées en réponse à la question : « Selon vous, quelle est la probabilité que la Banque centrale européenne (BCE) maintienne la stabilité des prix dans l'économie de la zone euro au cours des trois prochaines années ? ». Fourchette de réponses possible de 1 à 100.

Au final, ces nouveaux éléments ressortant de l'enquête sur les anticipations des consommateurs suggèrent que les perceptions relatives aux principaux déterminants de l'inflation actuelle sont associées à la manière dont les consommateurs forment leurs anticipations d'inflation à moyen terme.

Si la plupart des participants ont considéré les autres coûts des consommations intermédiaires comme le principal moteur de l'inflation sur la période de douze mois s'achevant en juin 2023, la question de savoir si les bénéfices ou les salaires sont perçus comme un moteur plus important nécessite un suivi attentif à l'avenir. Il sera également utile de suivre cette évolution afin de tracer toute concomitance avec un éventuel impact haussier sur les anticipations d'inflation à moyen terme et une perception réduite de la probabilité que la BCE soit en mesure de maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

5 Le changement climatique, l'investissement vert et le financement des entreprises de la zone euro – résultats de l'enquête SAFE

Annalisa Ferrando, Johannes Groß et Judit Rariga

Cet encadré examine la manière dont les entreprises de la zone euro perçoivent les risques liés au changement climatique ainsi que leurs plans d'investissement et leurs besoins de financement afin d'atténuer les conséquences du changement climatique. Entre le 25 mai et le 26 juin 2023, la Banque centrale européenne (BCE) a réalisé une campagne pilote de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), qui a inclus pour la première fois des questions spécifiques liées à l'impact du changement climatique sur les entreprises de la zone euro ¹. Plus spécifiquement, les entreprises ont été interrogées sur : a) l'importance qu'elles accordent aux conséquences des risques physiques et de transition ; b) leur comportement en matière d'investissement afin d'atténuer les risques ou réduire l'impact environnemental négatif de leurs activités économiques ; c) les différentes sources de financement choisies pour financer les investissements liés au changement climatique et d) les obstacles potentiels au financement nécessaire.

La littérature existante regroupe généralement les risques climatiques, en fonction de leurs déterminants, en risques physiques et en risques de transition. Les risques physiques résultent de l'impact physique du changement climatique sur l'économie, tels que les événements météorologiques extrêmes et les modifications du régime climatique. Les risques de transition découlent de la mise en œuvre de normes, de réglementations climatiques et d'une tarification du carbone plus strictes afin de promouvoir la transition vers une économie bas carbone. Les risques physiques peuvent eux-mêmes être divisés en risques physiques aigus, liés aux catastrophes naturelles telles que les incendies, les tempêtes et les inondations, et en risques chroniques, liés aux modifications à plus long terme du

¹ L'objectif de cette campagne pilote de l'enquête SAFE était d'évaluer plusieurs changements envisagés pour l'enquête, à savoir a) l'augmentation de la fréquence de l'enquête, de semestrielle à trimestrielle, afin de fournir des informations plus rapides sur les conditions de financement des entreprises, b) l'ajout de nouvelles questions quantitatives prospectives sur les principales variables économiques et c) la possibilité d'inclure de nouvelles questions *ad hoc*. Les résultats de cette campagne pilote n'ont à ce jour pas été publiés sur le site internet de la BCE. Ils devraient l'être une fois que l'évaluation de la qualité des réponses est terminée. La campagne pilote de l'enquête SAFE a été réalisée auprès d'un échantillon d'entreprises de la zone euro plus petit que celui de l'enquête habituelle. L'échantillon a été choisi à l'aide d'un échantillonnage aléatoire stratifié par pays, classe de taille et activité économique afin d'être représentatif de la population d'entreprises de la zone euro. La taille totale de l'échantillon était de 5 733 entreprises, dont 5 233 (91 %) étaient des PME (moins de 250 salariés). La campagne pilote a été réalisée auprès d'entreprises situées en Autriche, en Belgique, en Finlande, en France, en Allemagne, en Grèce, en Irlande, en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal, en Slovaquie et en Espagne.

régime climatique résultant de la dégradation de l'environnement naturel et de l'épuisement des ressources naturelles ².

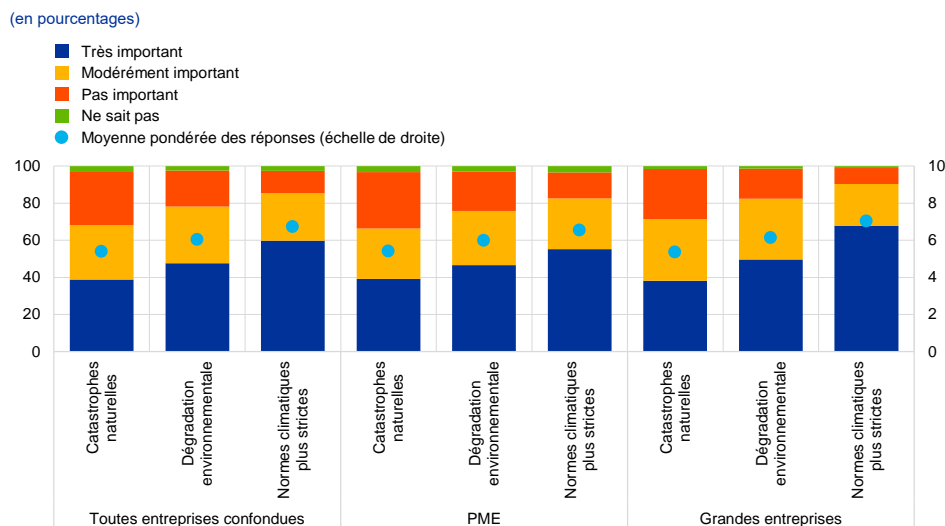
Les préoccupations à l'égard des conséquences du changement climatique sur les cinq prochaines années sont relativement généralisées dans les entreprises de la zone euro (graphique A). Dans l'enquête, 60 % d'entre elles ont indiqué que les risques de transition liés à des normes climatiques plus strictes sont « très importants » pour elles ³. Les grandes entreprises sont davantage préoccupées par les risques de transition résultant de normes, de réglementations climatiques et d'une tarification du carbone plus strictes que les petites et moyennes entreprises (PME). En outre, 39 % des participants sont très préoccupés par les catastrophes naturelles (score supérieur ou égal à 7 sur une échelle allant de 1 à 10), tandis que 48 % ont indiqué le même niveau de préoccupation vis-à-vis de la dégradation environnementale. Cela indique qu'un plus grand nombre d'entreprises sont préoccupées par les conséquences de la dégradation environnementale, même si elles ne considèrent pas que leurs propres activités sont exposées à des catastrophes naturelles immédiates.

² Cf. Banque des règlements internationaux, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, avril 2021 et Réseau pour le verdissement du système financier, *Macroeconomic and financial stability: implications of climate change*, juillet 2019. Cf. également le billet de blog de la BCE rédigé par Frank Elderson, *The economy and banks need nature to survive*, juin 2023.

³ Des résultats similaires ont été obtenus dans l'enquête réalisée par la BCE début 2022 auprès de grandes entreprises sur l'impact du changement climatique sur l'activité économique et les prix. Interrogés sur le principal impact du changement climatique sur leur activité, environ deux tiers des participants ont indiqué les risques associés à la transition vers une économie neutre en carbone, et la moitié d'entre eux ont également indiqué les risques physiques résultant du changement climatique. « L'impact du changement climatique sur l'activité et les prix – enseignements d'une enquête auprès de grandes entreprises », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2022.

Graphique A

Importance des conséquences du changement climatique pour les entreprises de la zone euro au cours des cinq prochaines années



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne.

Notes : Il a été demandé aux entreprises d'indiquer quelle était, sur les cinq prochaines années, l'importance des conséquences du changement climatique pour leur modèle d'activité actuel, sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important). Sur le graphique, l'échelle a été divisée en trois catégories : importance faible (1-3), modérée (4-6) et élevée (7-10). Le score moyen est pondéré par classe de taille, activité économique et pays pour refléter la structure économique de la population sous-jacente d'entreprises.

Les entreprises sont préoccupées par les risques physiques résultant du changement climatique, en particulier dans les zones côtières et les régions où la fréquence des incendies a augmenté, tandis que les préoccupations à l'égard des risques de transition sont réparties plus uniformément entre les régions de la zone euro (graphique B). Une analyse régionale de l'importance que

les entreprises accordent aux conséquences du changement climatique révèle que les préoccupations vis-à-vis des catastrophes naturelles sont plus présentes dans les régions côtières ou dans les zones historiquement vulnérables aux sécheresses, aux incendies ou aux inondations, en particulier dans les pays du sud de l'Europe et les pays nordiques (graphique B, partie a, gauche). En revanche, les préoccupations liées à la dégradation environnementale sont principalement concentrées dans les régions concernées par le tourisme ou l'industrie lourde (graphique B, partie a, droite). Parallèlement, non seulement le risque de transition constitue une préoccupation pour un plus grand nombre d'entreprises par rapport au risque physique, comme le montre le graphique A, mais il est également distribué de manière plus uniforme entre les régions de la zone euro (graphique B, partie b). Étant donné que les réglementations climatiques sont essentiellement élaborées à l'échelle nationale ou européenne, le niveau d'importance que les entreprises accordent au risque de transition est plus homogène à l'intérieur de chaque pays par rapport aux préoccupations liées aux risques physiques, qui sont davantage regroupées régionalement.

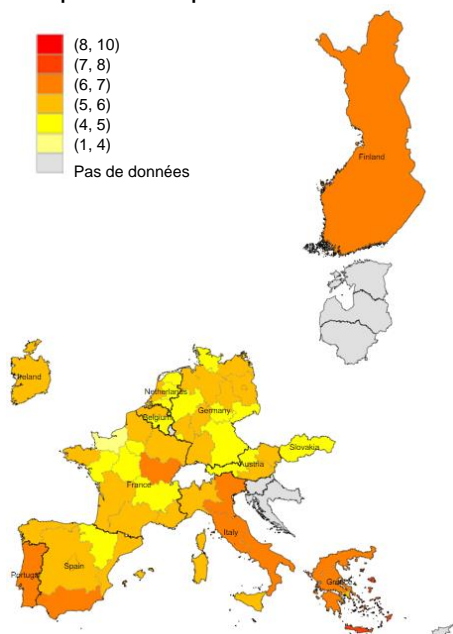
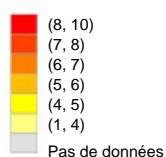
Graphique B

Importance des conséquences du changement climatique pour les cinq prochaines années – distribution géographique

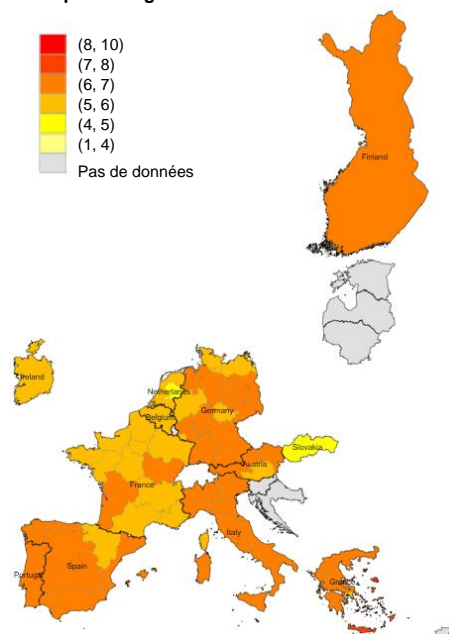
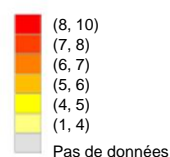
a) Risque physique

(scores moyens pondérés)

Risque de catastrophe naturelle

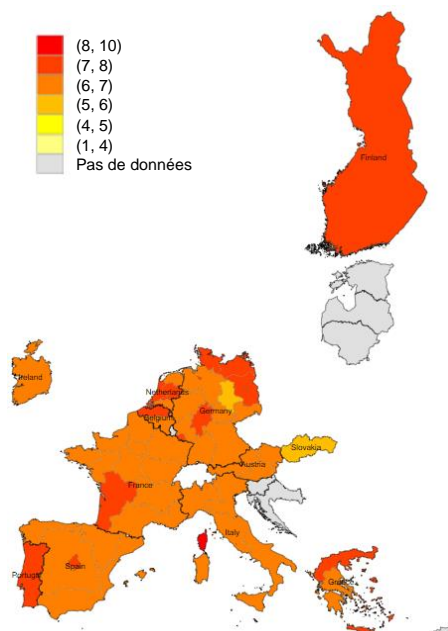
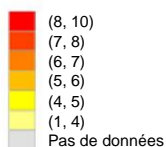


Risque de dégradation



b) Risque de transition

(scores moyens pondérés)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne.

Notes : Les cartes présentent le score moyen pondéré relatif à l'importance des conséquences du changement climatique pour les entreprises au cours des cinq prochaines années par principales régions socio-économiques sur la base de NUTS1 (classification de 2016) dans la zone euro. Il a été demandé aux entreprises d'indiquer quelle était, sur les cinq prochaines années, l'importance des conséquences du changement climatique (catastrophes naturelles, dégradation environnementale et normes climatiques plus strictes) pour leur modèle d'activité actuel, sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important). Les scores moyens pondérés au niveau NUTS1 correspondent aux moyennes des réponses au sein de chaque tranche pondérée par classe de taille, activité économique et pays pour refléter la structure économique de la population sous-jacente d'entreprises.

Les préoccupations des entreprises à l'égard des risques de catastrophe naturelle au niveau des pays reflètent les pertes passées et sont corrélées avec les risques futurs anticipés (graphique C).

La partie supérieure du graphique C fait clairement apparaître une relation positive entre le score moyen pondéré, tiré de l'enquête, relatif à l'importance des risques de catastrophe naturelle pour l'activité des entreprises et les pertes passées cumulées résultant des différentes catastrophes survenues au cours des 40 dernières années au niveau des pays⁴. Toutefois, la corrélation est moins forte lorsque l'on compare les scores par pays tirés de l'enquête – regroupés en classes de risque faible, moyen et élevé – avec une mesure prospective tirée de l'approximation des pertes annuelles anticipées par les banques sur les prêts aux entreprises en raison de catastrophes naturelles dans un scénario climatique de référence (graphique C, partie inférieure)⁵. Les évaluations plus élevées des risques par les entreprises ne sont que faiblement corrélées avec des pertes futures anticipées significativement plus élevées résultant du changement climatique. En outre, dans les classes où les entreprises accordent une grande importance au risque de catastrophe naturelle, la distribution des pertes anticipées est plus large. Cela pourrait indiquer que les évolutions futures du changement climatique ne sont pas encore pleinement prises en compte dans les évaluations des risques par les entreprises, étant donné le degré d'incertitude entourant les scénarios climatiques futurs.

⁴ Pour plus d'informations sur les données relatives aux pertes passées dues au changement climatique, cf. [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

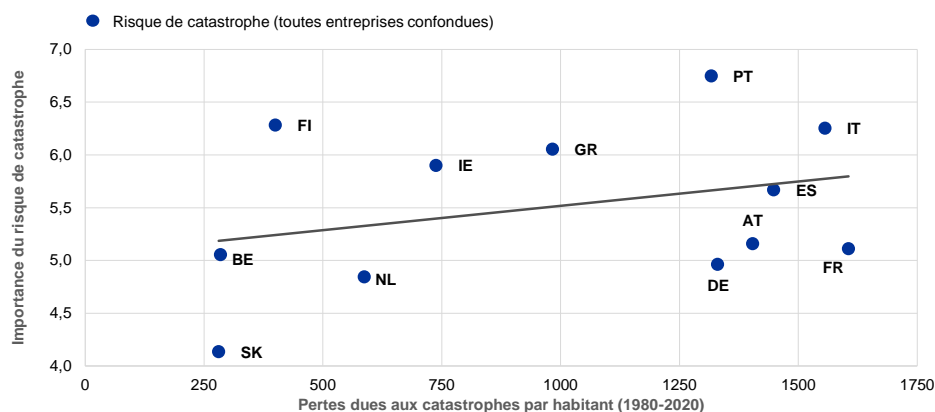
⁵ Sur la base du scénario de référence (JRC 2017) établi par le Centre commun de recherches de la Commission européenne, les pertes annuelles anticipées au niveau des pays dues à des catastrophes naturelles (inondations côtières et fluviales et tempêtes de vent) sont approximées par la somme des scores de risque au niveau des entreprises pondérés par la part des expositions aux prêts, à la dette et aux actions des entreprises vis-à-vis des établissements financiers. Les scores de risque au niveau des entreprises indiquent la part du portefeuille exposée annuellement au risque en termes d'actifs totaux, estimée à l'aide des fonctions de dommage du Centre commun de recherches (Huizinga, De Moel et Szewczyk, 2017). Pour des informations plus détaillées sur les indicateurs analytiques des risques physiques et la méthodologie, cf. [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Graphique C

Importance des risques de catastrophe naturelle sur les cinq prochaines années par rapport aux pertes passées et anticipées dues au risque de catastrophe

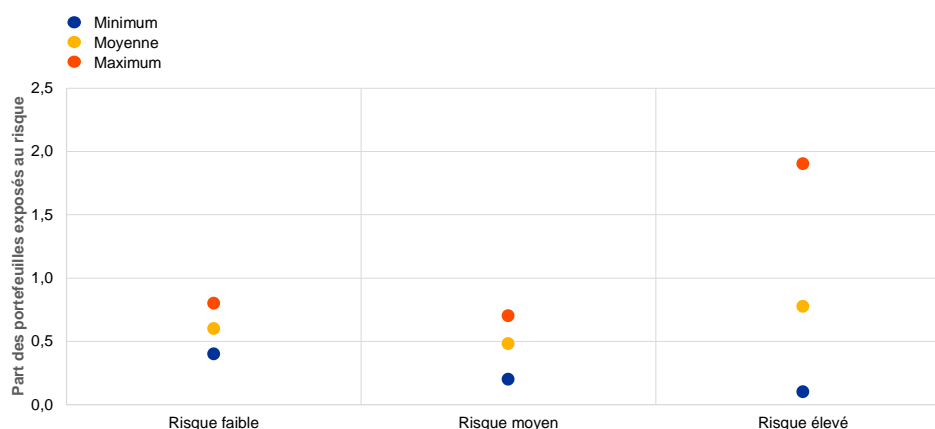
a) Pertes historiques dues au risque de catastrophe

(axe des ordonnées : scores moyens pondérés des réponses à l'enquête ; axe des abscisses : en millions d'euros)



b) Risques futurs anticipés

(axe des ordonnées : en pourcentage ; axe des abscisses : groupes de risques sur la base des réponses à l'enquête)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne, *Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT)*, ECB *analytical indicators on physical risk* et calculs de la BCE.

Notes : Dans le cadre de l'enquête SAFE, il a été demandé aux entreprises d'indiquer quelle était, sur les cinq prochaines années, l'importance des conséquences des risques de catastrophe naturelle pour leur modèle d'activité actuel, sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important). Les scores moyens pondérés représentés sur l'axe des ordonnées de la partie a correspondent aux moyennes des réponses au niveau des pays, établies à l'aide du nombre pondéré de participants. L'axe des abscisses dans la partie a indique la valeur du dommage économique causé par des événements météorologiques et climatiques extrêmes pour la période 1980-2020. L'axe des ordonnées dans la partie b présente la distribution de l'exposition au risque normalisée, qui quantifie, du point de vue des banques, la part du portefeuille exposée au risque via leurs expositions aux prêts, à la dette et aux actions des sociétés non financières au niveau des pays. Sur l'axe des abscisses de la partie b, les pays sont classés comme présentant un risque faible si la valeur du score moyen de risque de catastrophe est inférieure à 5, un risque modéré si la valeur est comprise entre 5 et 6 et un risque élevé si elle est supérieure à 6. La partie b exclut les Pays-Bas (NL) étant donné que la mesure des pertes annuelles anticipées ne tient pas compte des mesures d'atténuation actuelles et futures, ce qui positionne les Pays-Bas en valeur aberrante.

La plupart des entreprises estiment avoir suffisamment investi ou prévoient d'investir afin de lutter contre le changement climatique.

La moitié des entreprises de la zone euro considèrent qu'elles ont suffisamment investi afin d'atténuer leur propre impact environnemental négatif, tandis que 24 % d'entre elles prévoient d'investir au cours des cinq prochaines années. Dans le même temps, 32 % des entreprises ont indiqué qu'elles ont réalisé des investissements et 23 % prévoient de le faire au cours des cinq prochaines années afin d'atténuer l'impact du risque de catastrophe naturelle. Au sein des classes de taille, les grandes

entreprises semblent être plus actives dans la réduction de l'impact environnemental négatif lié à leur activité.

Des normes climatiques plus strictes incitent plus fortement les entreprises à investir dans l'atténuation du changement climatique que les catastrophes naturelles ou la dégradation de l'environnement (graphique D). Les régressions sous forme réduite analysant l'impact conjoint des trois principaux risques de changement climatique sur les investissements liés au climat des entreprises suggèrent que des normes climatiques plus strictes pourraient inciter les entreprises à investir relativement plus (10 points de pourcentage) que les risques de catastrophe naturelle (7 points de pourcentage) ou la dégradation environnementale (6 points de pourcentage) ⁶. Toutefois, lorsqu'on se concentre uniquement sur les PME, des normes climatiques plus strictes ne sont pas significativement plus susceptibles d'affecter les investissements comparées aux préoccupations liées aux catastrophes naturelles ou à la dégradation de l'environnement naturel. En revanche, pour les grandes entreprises, des normes climatiques plus strictes ont une plus grande importance pour leurs plans d'investissement. Dans l'ensemble, il pourrait être plus facile pour les entreprises d'évaluer les coûts associés à des normes plus strictes (par exemple, la taxe carbone) que la probabilité et les conséquences d'une catastrophe naturelle. Ainsi, des normes plus strictes pourraient inciter plus fortement les entreprises à investir dans l'atténuation du changement climatique. Les grandes entreprises devraient également avoir davantage conscience de leur impact climatique du fait des pressions croissantes pour publier des informations sur les questions de durabilité ⁷.

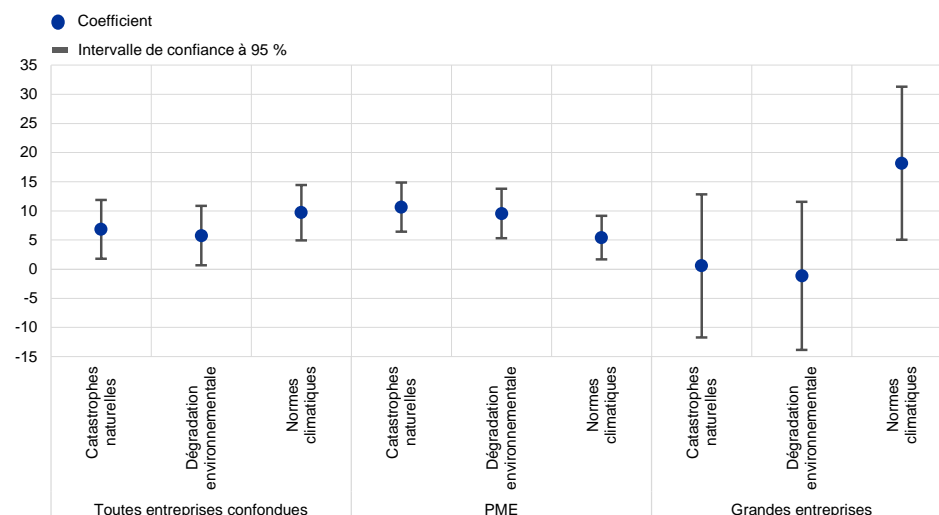
⁶ La littérature existante souligne également le rôle des taxes carbone pour encourager la production et les innovations dans les technologies vertes. Cf. Acemoglu (D.), Aghion (P.), Bursztyn (L.) et Hemous (D.), « *The Environment and Directed Technical Change* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 1, février 2012 et Acemoglu (D.), Akcigit (U.), Hanley (D.) et Kerr (W.), « *Transition to Clean Technology* », *Journal of Political Economy*, volume 24, n° 1, février 2016. Bien que la plupart des entreprises de l'UE soient préoccupées par les risques physiques, peu d'entre elles investissent pour devenir plus résilientes, cf. Banque européenne d'investissement, « *What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey* », 14 juin 2023.

⁷ Cf. le site de la Commission européenne pour de plus amples informations sur la législation de l'Union européenne sur la [publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises](#) s'appliquant aux grandes entreprises et aux entreprises cotées (y compris les PME cotées).

Graphique D

Conséquences du changement climatique et investissements pour atténuer son impact

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de régression qui montrent l'impact des conséquences du changement climatique pour les entreprises de la zone euro au cours des cinq prochaines années sur les investissements liés au climat effectifs ou prévus. Les variables muettes catastrophes naturelles, dégradation environnementale et normes climatiques plus strictes sont égales à 1 si l'entreprise indique que ces préoccupations sont très importantes, c'est-à-dire qu'elles sont supérieures ou égales à 7 sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important). La variable de résultat est égale à 1 si les entreprises ont investi ou prévoient d'investir au cours des cinq prochaines années pour atténuer le risque de catastrophes naturelles ou leur propre impact environnemental négatif. Les variables de contrôle sont le chiffre d'affaires, les coûts de main-d'œuvre, les coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre et les charges d'intérêts des entreprises, et la régression inclut des effets fixes liés à la taille de l'entreprise (nombre d'employés), au temps, au secteur et à la localisation au niveau NUTS1. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 95 %.

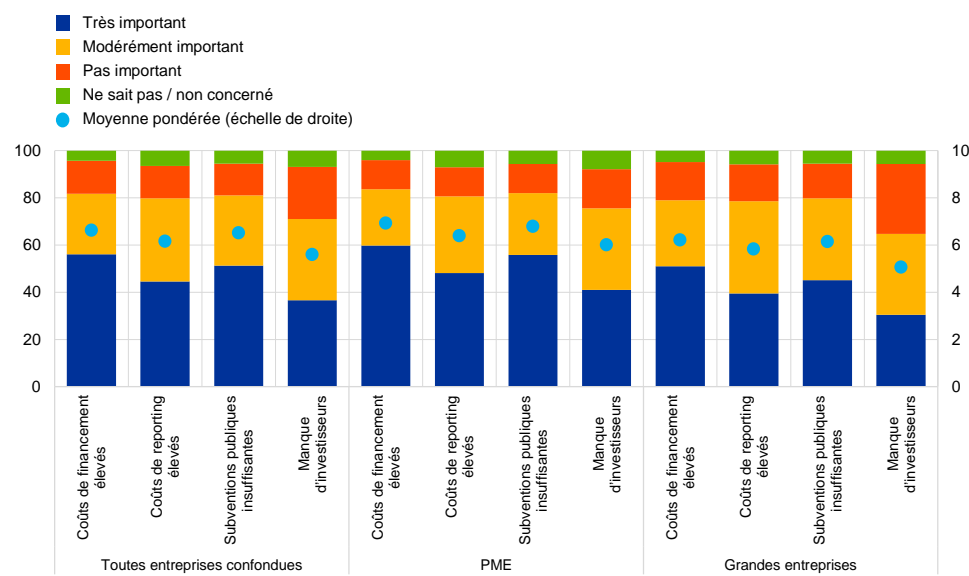
Les entreprises ont indiqué que plusieurs obstacles entravent l'accès au financement nécessaire pour réaliser des investissements visant à atténuer les risques de catastrophe naturelle ou à respecter des normes climatiques plus strictes (graphique E). Plus de la moitié des entreprises ont indiqué que des taux d'intérêt ou des coûts de financement trop élevés ainsi que des subventions publiques insuffisantes constituent des obstacles très importants à la réalisation d'investissements liés au climat⁸. Les entreprises peuvent considérer que les coûts sont élevés, car il est possible qu'elles n'internalisent pas suffisamment les bénéfices résultant de la lutte contre les risques liés au changement climatique. Les coûts trop élevés liés à la publication d'informations environnementales ont également été cités comme un obstacle très important par 45 % des entreprises, tandis que 37 % considèrent que le manque de volonté des investisseurs pour financer des investissements verts constitue une préoccupation très importante. Pour les PME, tous les obstacles à l'obtention de financements à des fins d'investissement constituent une plus grande préoccupation que pour les grandes entreprises.

⁸ De Haas (R.), Martin (R.), Muûls (M.) et Schweiger (H.), « *Managerial and financial barriers to the green transition* » montrent, à l'aide de données d'enquêtes auprès des entreprises, que les contraintes de crédit ainsi que les pratiques de gestion verte peu efficaces freinent l'investissement des entreprises dans les technologies vertes.

Graphique E

Les obstacles à l'obtention de financements à des fins d'investissements visant à atténuer les risques de catastrophe naturelle ou à respecter des normes climatiques plus strictes

(en pourcentages)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne.

Notes : Il a été demandé aux entreprises d'indiquer dans quelle mesure les obstacles à l'obtention de financements à des fins d'investissements visant à atténuer les risques de catastrophe naturelle ou à respecter des normes climatiques plus strictes sont importants sur une échelle allant de 1 (pas du tout important) à 10 (extrêmement important). Sur le graphique, l'échelle a été divisée en trois catégories : importance faible (1-3), modérée (4-6) et élevée (7-10). L'échantillon inclut des entreprises qui ont déjà investi ou prévoient d'investir dans des politiques vertes.

Les résultats de l'enquête mettent en évidence le rôle important joué par les garanties publiques sur les prêts et les fonds du secteur privé pour diriger les ressources vers le verdissement de l'économie (graphique F).

Outre les prêts non subventionnés et les bénéfices non distribués, les prêts subventionnés constituent une source importante de financement pour les entreprises, et ce dans une plus grande mesure pour les PME que pour les grandes entreprises. Pour le premier semestre 2023, l'enquête SAFE indique que 19 % des entreprises ont eu recours à des prêts non subventionnés pour financer leur activité, tandis que seulement 9 % ont eu recours à des prêts subventionnés. Dans le même temps, pour réaliser des investissements liés au climat, 24 % des entreprises prévoient d'avoir recours à des prêts non subventionnés et une plus grande part d'entreprises prévoient d'avoir recours à des prêts subventionnés (34 %). Les résultats récents de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mettent en évidence l'attention accrue que les banques portent aux risques liés au climat et soulignent le fait que les exigences croissantes en matière de publication d'informations ainsi que les mesures de soutien budgétaire ont un impact bénéfique

sur les prêts aux entreprises vertes ⁹. Par exemple, les banques ont fait état d'un assouplissement des critères d'octroi et des modalités et conditions attachées aux nouveaux prêts consentis aux entreprises vertes, tandis qu'elles ont indiqué un durcissement global pour les entreprises non vertes. À cet égard, les banques pourraient sans doute encore percevoir les prêts aux entreprises non vertes comme étant plus risqués que ceux consentis aux entreprises vertes ¹⁰. Le recours aux garanties publiques pourrait ainsi atténuer ce risque, ce qui faciliterait le processus de transition climatique également pour les entreprises qui, bien qu'elles aient des plans de transition, ne sont pas considérées comme vertes par les banques.

Du côté des entreprises, les régressions sous forme réduite analysant l'impact conjoint des sources de financement sur les investissements liés au climat confirment que le recours aux prêts subventionnés et aux bénéfiques non distribués accroît la probabilité d'investir de 7 points de pourcentage et 8 points de pourcentage, respectivement (graphique F, partie b). En outre, les résultats soulignent l'importance des fonds propres pour encourager l'investissement des entreprises afin d'atténuer le risque de catastrophe naturelle ainsi que leur propre impact environnemental négatif ¹¹.

⁹ Cf. « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023* », BCE, 25 juillet 2023. En fonction de la disponibilité des données, les banques interrogées dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire utilisent différentes sources pour distinguer les entreprises vertes des entreprises non vertes, telles que les informations spécifiques à l'entreprise tirées des états financiers, des rapports de durabilité sur les données relatives aux émissions et, s'ils sont disponibles, des plans de transition, en particulier pour les grandes entreprises, ainsi que les informations collectées pour les nouveaux prêts consentis aux emprunteurs à partir de questionnaires (généralement liés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance). D'après les banques, afin d'évaluer les risques liés au climat pour les prêts consentis aux PME, des informations et estimations tirées de la moyenne sectorielle ont souvent été utilisées à la place des informations mentionnées précédemment.

¹⁰ Cf. Buchetti (B.), Miquel-Flores (I.), Perdichizzi (S.) et Reghezza (A.), « *Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation* », juin 2023 ; Lamperti (F.), Bosetti (V.), Roventini (A.), Tavoni (M.) et Treibich (T.), « *Three green financial policies to address climate risks* », *Journal of Financial Stability*, volume 54, juin 2021.

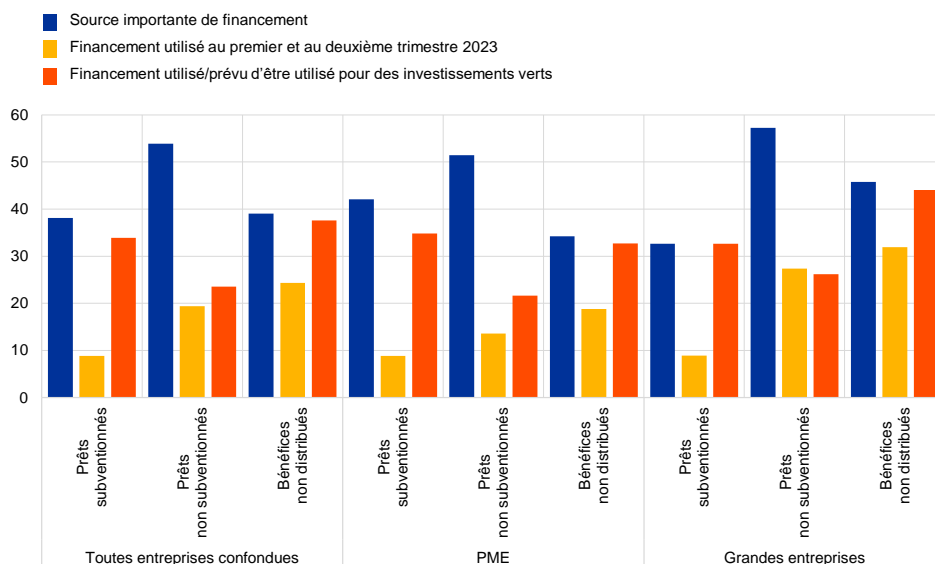
¹¹ Cf. De Haas (R.) et Popov (A.), « *Finance and Green Growth* », *The Economic Journal*, vol. 133, Issue 650, février 2023, p. 637–668.

Graphique F

Le recours aux sources de financement à des fins d'investissements visant à atténuer l'exposition aux catastrophes naturelles et aux risques liés aux politiques climatiques

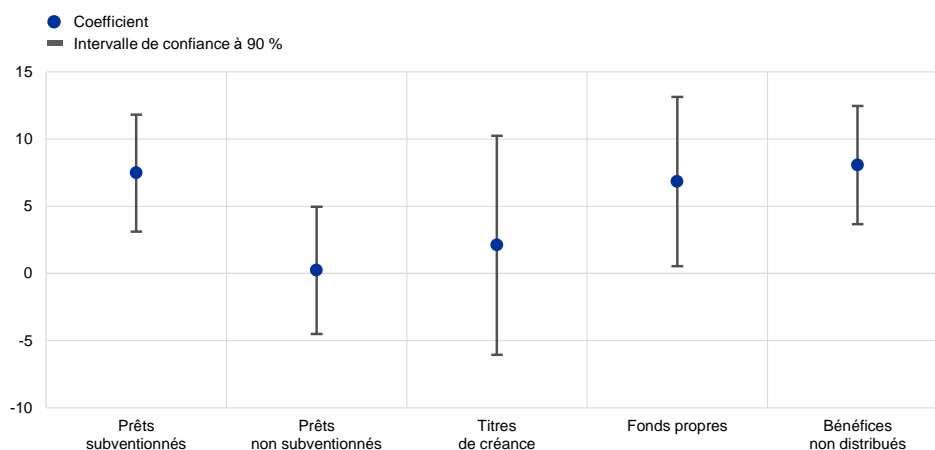
a) Recours aux sources de financement

(en pourcentages)



b) Impact des sources de financement sur les investissements liés au climat

(en points de pourcentage)



Sources : Enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les données font référence aux entreprises qui ont déjà investi ou qui prévoient d'investir dans des politiques vertes. Dans la partie a, les barres bleues correspondent à la part des entreprises qui considèrent certains types de financement comme importants pour leur activité (elles y ont eu recours par le passé ou envisagent d'y avoir recours dans le futur), tandis que les barres jaunes correspondent à la part des entreprises qui ont eu recours à un certain type de financement au premier trimestre ou au cours des deux premiers trimestres de 2023. Les barres rouges correspondent à la part des entreprises qui ont eu recours ou qui prévoient d'avoir recours à certains types de financement à des fins d'investissements visant à atténuer l'exposition aux catastrophes naturelles et aux risques liés aux politiques climatiques. La partie b présente les coefficients de régression des sources de financement des entreprises de la zone euro sur les investissements liés au climat effectifs ou prévus. Les variables muettes prêts subventionnés, prêts non subventionnés, titres de créance, fonds propres et bénéfices non distribués sont égales à 1 si l'entreprise indique qu'elle a recours ou prévoit d'avoir recours à ces sources de financement à des fins d'investissements verts. La variable dépendante est une variable muette qui est égale à 1 si les entreprises ont investi ou prévoient d'investir au cours des cinq prochaines années pour atténuer le risque de catastrophes naturelles ou leur propre impact environnemental négatif et à 0 si l'entreprise n'a pas investi. La régression inclut des effets fixes liés à la taille, au temps, au secteur et à la localisation au niveau NUTS1. Les moustaches représentent les intervalles de confiance à 90 %.

6 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 10 mai au 1^{er} août 2023

Jens Budde et Petra Fricke

Cet encadré décrit les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2023. Ces deux périodes de constitution se sont déroulées du 10 mai au 1^{er} août 2023 (la « période sous revue »).

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé ses trois taux directeurs de 25 points de base à chacune des réunions du Conseil des gouverneurs sur la période, c'est-à-dire le 4 mai 2023 et le 15 juin 2023. Ces augmentations ont pris effet au cours des troisième et quatrième périodes de constitution respectivement.

L'excédent de liquidité dans le système bancaire de la zone euro a nettement diminué durant la période sous revue. Cette évolution s'explique par l'arrivée à l'échéance, le 28 juin 2023, de la quatrième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et par les remboursements anticipés par les banques d'autres fonds TLTRO. La réduction progressive de la taille du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP), à la suite de l'interruption par l'Eurosystème des réinvestissements dans le cadre de ce programme à compter du 1^{er} juillet, a également contribué, quoique dans une moindre mesure, à cette évolution. Toutefois, la baisse continue du solde des facteurs autonomes, qui ont ajouté de la liquidité au système, a partiellement compensé la réduction de l'excès de liquidité. Le solde des facteurs autonomes s'est inscrit en baisse depuis la fin de l'environnement de taux d'intérêt négatifs en juillet 2022, principalement en raison de la diminution des dépôts des administrations publiques.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui se définit comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a diminué de 189,8 milliards d'euros pour s'établir à 1 836,9 milliards. Par rapport aux première et deuxième périodes de constitution de 2023, cette évolution résulte presque entièrement d'une baisse de 189,4 milliards d'euros du solde des facteurs autonomes, qui s'établit à 1 671,9 milliards (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »), en raison du recul des facteurs autonomes de retrait de liquidité et d'une augmentation des facteurs autonomes d'apport de liquidité. Les réserves obligatoires n'ont que légèrement diminué, de 0,3 milliard d'euros, ressortant à 165 milliards.

Les facteurs autonomes de retrait de liquidité ont diminué de 127,6 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 2 804,4 milliards,

principalement en raison d'une baisse des dépôts des administrations publiques et des autres facteurs autonomes. Les dépôts des administrations publiques (cf. la partie du tableau A intitulée « Engagements ») ont diminué de 113,9 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue, ressortant à 255,8 milliards, l'essentiel de cette diminution étant intervenue au cours de la troisième période de constitution des réserves. Cette baisse reflète la poursuite de la normalisation des coussins de liquidité détenus par les trésors publics nationaux et un ajustement de leur stratégie de gestion de la trésorerie en raison de l'abaissement du plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques par les banques centrales nationales qui a pris effet le 1^{er} mai 2023. La valeur moyenne des billets en circulation a diminué de 8,2 milliards d'euros au cours de la période sous revue pour s'établir à 1 565,3 milliards.

Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont augmenté de 62 milliards d'euros pour s'établir à 1 133 milliards. Les actifs nets libellés en euros ont augmenté de 55,7 milliards d'euros au cours de la période sous revue. Cette augmentation résulte en grande partie de la baisse des engagements en euros vis-à-vis des non-résidents de la zone euro au cours de la troisième période de constitution. Cela reflète un ajustement dans la stratégie de gestion de la trésorerie des clients des services de gestion des réserves de l'Eurosystème (*Eurosystem reserve management services*, ERMS), la rémunération des dépôts détenus dans le cadre des services de gestion des réserves de l'Eurosystème ayant été ajustée parallèlement à celle des dépôts des administrations publiques à compter du 1^{er} mai 2023. Les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 6,2 milliards d'euros.

Le tableau A présente une vue d'ensemble des facteurs autonomes évoqués précédemment et de leurs évolutions ¹.

¹ Pour plus de précisions sur les facteurs autonomes, cf. l'article intitulé « *The liquidity management of the ECB* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2002.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 10 mai 2023 – 1 ^{er} août 2023						Précédente période sous revue : 8 février 2023 – 9 mai 2023	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 10 mai – 20 juin		Quatrième période de constitution : 21 juin – 1 ^{er} août		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de retrait de liquidité	2 804,4	(-127,6)	2 823,8	(-104,1)	2 784,5	(-39,3)	2 932,0	(-136,5)
Billets en circulation	1 565,3	(+8,2)	1 563,7	(+3,8)	1 567,0	(+3,3)	1 557,1	(-6,1)
Dépôts des administrations publiques	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Autres facteurs autonomes (nets) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1 003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1 005,2	(-67,5)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
Réserves obligatoires ²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
Facilité de dépôt	3 919,0	(-126,4)	4 126,4	(+130,3)	3 706,6	(-419,8)	4 045,4	(-241,1)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

1) Calculé comme la somme des comptes de réévaluation, autres créances et engagements des résidents de la zone euro, capital et réserves.

2) Cette rubrique qui figure pour mémoire n'apparaît pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 10 mai 2023 – 1 ^{er} août 2023						Précédente période sous revue : 8 février 2023 – 9 mai 2023	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 10 mai – 20 juin		Quatrième période de constitution : 21 juin – 1 ^{er} août		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes d'apport de liquidité	1 133,0	(+62,0)	1 145,8	(+63,4)	1 119,9	(-25,9)	1 071,0	(+81,8)
Avoirs extérieurs nets	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Avoirs nets libellés en euros	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
Instruments de politique monétaire	5 766,7	(-326,6)	5 986,4	(-38,5)	5 546,8	(-439,6)	6 093,4	(-477,6)
Opérations d' <i>open market</i>	5 766,6	(-326,7)	5 986,3	(-38,5)	5 546,7	(-439,6)	6 093,3	(-477,6)
Opérations de crédits	897,5	(-274,7)	1 102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1 172,3	(-454,5)
Opérations principales de refinancement	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Opérations TLTRO III	887,5	(-281,1)	1 098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1 168,6	(-453,3)
Portefeuilles d'achats fermes de titres ¹⁾	4 869,1	(-51,9)	4 884,1	(-21,5)	4 853,8	(-30,4)	4 921,0	(-23,1)

	Période sous revue actuelle : 10 mai 2023 – 1 ^{er} août 2023						Précédente période sous revue : 8 février 2023 – 9 mai 2023	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 10 mai – 20 juin		Quatrième période de constitution : 21 juin – 1 ^{er} août		Première et deuxième périodes de constitution	
Facilité de prêt marginal	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. « MRO » correspond aux opérations principales de refinancement et « LTRO » aux opérations de refinancement à plus long terme.

1) Avec l'arrêt des achats nets d'actifs, la décomposition de chaque portefeuille d'achats fermes de titres n'est plus présentée.

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : 10 mai 2023 – 1 ^{er} août 2023						Précédente période sous revue : 8 février 2023 – 9 mai 2023	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : 10 mai – 20 juin		Quatrième période de constitution : 21 juin – 1 ^{er} août		Première et deuxième périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹⁾	1 836,9	(-189,8)	1 843,2	(-168,6)	1 830,3	(-12,9)	2 026,6	(-220,4)
Solde des facteurs autonomes ²⁾	1 671,9	(-189,4)	1 678,4	(-167,6)	1 665,2	(-13,2)	1 861,3	(-218,3)
Excédent de liquidité ³⁾	3 933,3	(-133,4)	4 143,1	(+130,2)	3 718,3	(-424,8)	4 066,7	(-257,2)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

1) Calculé comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires.

2) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs. Dans ce tableau, le solde des facteurs autonomes inclut également les « éléments en cours de règlement ».

3) Calculé comme la somme de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt moins le recours à la facilité de prêt marginal.

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages et points de pourcentage)

	Période sous revue actuelle : 10 mai 2023 – 1 ^{er} août 2023				Précédente période sous revue : 8 février 2023 – 9 mai 2023			
	Troisième période de constitution : 10 mai – 20 juin		Quatrième période de constitution : 21 juin – 1 ^{er} août		Première période de constitution		Deuxième période de constitution	
Opérations principales de refinancement	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Facilité de prêt marginal	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Facilité de dépôt	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
Indice RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Sources : BCE, CME Group et Bloomberg

Notes : Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation en points de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution. L'€STR est le taux à court terme de l'euro.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a diminué de 326,6 milliards d'euros pour s'établir à 5 766,7 milliards au cours de la période sous revue (graphique A).

La réduction de la liquidité s'explique principalement par une diminution des opérations de crédit.

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations de crédit a diminué de 274,7 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Cette diminution reflète largement la baisse des encours des TLTRO III en raison de l'arrivée à échéance de la quatrième opération TLTRO III (476,8 milliards d'euros) et des remboursements anticipés par les banques d'autres fonds TLTRO (29,5 milliards) au cours de la quatrième période de constitution le 28 juin. Parallèlement, l'encours des opérations classiques de refinancement de l'Eurosystème (opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois) a légèrement augmenté au cours de la quatrième période de constitution.

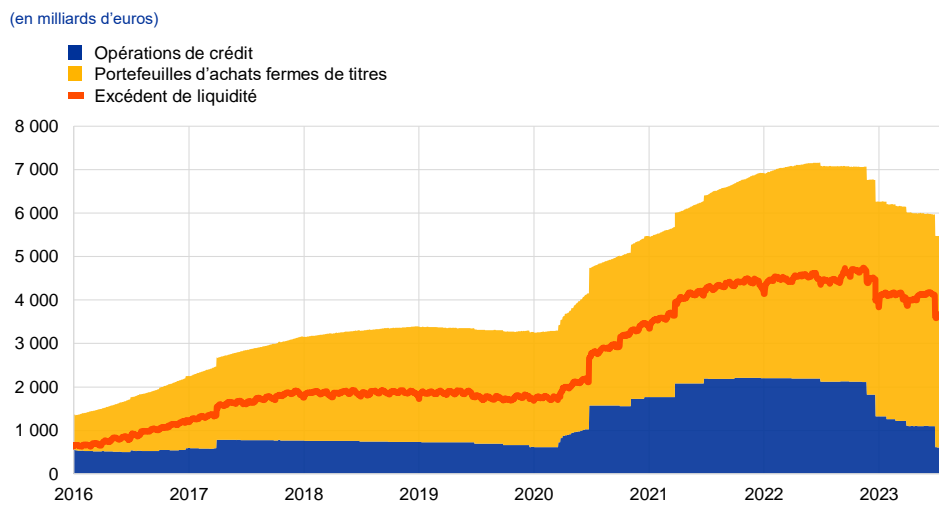
Le montant moyen de liquidité fournie par le biais des encours des portefeuilles d'achats fermes de titres a diminué de 51,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue.

Les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie ont été interrompus fin mars 2022, et depuis lors, l'Eurosystème réinvestit intégralement les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de ce programme. S'agissant de l'APP, en ligne avec la décision du Conseil des gouverneurs, les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance ont été réduits en moyenne de 15 milliards d'euros par mois jusqu'à la fin du mois de juin et ont été complètement interrompus à compter du 1^{er} juillet ².

² Les titres détenus dans les portefeuilles d'achats fermes de titres sont comptabilisés au coût amorti et réévalués à la fin de chaque trimestre, ce qui a également un impact sur les moyennes totales et les variations de ces portefeuilles.

Graphique A

Variations de la liquidité fournie par le biais des opérations d'*open market* et de l'excédent de liquidité



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 1^{er} août 2023.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité a diminué de 467,8 milliards d'euros, revenant de 4 114 milliards le dernier jour de la précédente période sous revue pour s'établir à 3 646,1 milliards le 1^{er} août. L'excédent moyen de liquidité a diminué de 133,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 3 933,3 milliards. L'excédent de liquidité correspond à la somme de l'excédent des réserves des banques par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt, déduction faite du recours à la facilité de prêt marginal. Il reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins de refinancement des banques. Après avoir atteint un pic à 4 748 milliards d'euros en novembre 2022, l'excédent de liquidité a progressivement diminué, principalement en raison des opérations arrivant à échéance et des remboursements anticipés dans le cadre des TLTRO III, nets des effets des facteurs autonomes.

Évolutions des taux d'intérêt

Le taux à court terme de l'euro (€STR) a augmenté de 51 points de base, passant de 2,894 % le 9 mai, dernier jour de la précédente période sous revue, à 3,404 % le 1^{er} août³, dernier jour de la période sous revue actuelle, reflétant le relèvement des taux directeurs de la BCE. La transmission des relèvements des taux directeurs de la BCE en mai et en juin 2023 aux taux du marché monétaire en blanc a été complète et immédiate. En moyenne, l'€STR s'est établi 10,1 points

³ Le taux au 1^{er} août a également été influencé par les effets de fin de mois en juillet.

de base au-dessous du taux de la facilité de dépôt au cours de la période sous revue actuelle, comme lors des deux premières périodes de constitution de 2023.

Le taux des opérations de pension dans la zone euro, mesuré par l'indice RepoFunds Rate Euro, a augmenté de 55,7 points de base, passant de 2,881 % le 9 mai à 3,438 % le 1^{er} août (cf. note de bas de page 3). La transmission des relèvements des taux directeurs de la BCE au compartiment des opérations garanties du marché monétaire a été immédiate et complète. Le marché repo a continué de bien fonctionner grâce à plusieurs facteurs, notamment une augmentation des émissions nettes depuis début 2023 et la libération des garanties mobilisées à la suite de l'arrivée à échéance des TLTRO, ainsi qu'une diminution des encours au titre de l'APP.

Les distributions de capital des banques et leurs implications pour la politique monétaire

Cyril Couaillier, Maria Dimou et Conor Parle

Les banques distribuent du capital aux actionnaires soit en versant des dividendes soit en procédant à des rachats d'actions, avec des implications ambiguës pour la transmission de la politique monétaire via le canal bancaire.

D'une part, les distributions de capital peuvent se révéler bénéfiques pour la transmission monétaire à long terme en rendant les banques attractives pour les investisseurs. Premièrement, une distribution de capital signale la confiance que placent les gestionnaires dans le flux de bénéfices attendu de leur banque ou indique que les prix actuels des actions de la banque sont jugés sous-évalués. Deuxièmement, les distributions de dividendes permettent aux investisseurs d'accroître le contrôle des liquidités générées par la banque et de bénéficier des versements qui les accompagnent, plutôt que d'en garder l'intégralité à la disposition des gestionnaires. Par ces deux canaux, la distribution de capital peut indiquer aux investisseurs en actions qu'une banque est solide. Cela se traduit par une baisse du coût des fonds propres pour la banque, lui facilitant ainsi les levées de fonds sur les marchés financiers. Au final, une baisse du coût des fonds propres peut soutenir la santé financière des banques, en préservant leur capacité à transmettre de manière harmonieuse la politique monétaire. D'autre part, les distributions de capital abaissent les ratios de fonds propres des banques, toutes choses égales par ailleurs. Ces distributions pourraient être la manifestation d'une faiblesse économique passée ou future, les banques étant susceptibles de distribuer des fonds propres qu'elles n'ont pas eu la possibilité d'allouer pour satisfaire la demande de prêts à des fins d'investissement, et pour lesquels elles n'anticipent pas la nécessité de le faire. Les distributions seraient donc cohérentes avec la transmission du resserrement de la politique monétaire. De plus, la capacité d'intermédiation réduite se répercuterait également sur la transmission du resserrement de la politique monétaire par le canal bancaire, les coussins de fonds propres moins importants contribuant à resserrer les conditions du crédit. Toutefois, en particulier en période d'incertitude, les paiements excessifs ou inopportuns peuvent amplifier les tensions et entraver la transmission harmonieuse de la politique monétaire dans une situation où le système financier a subi un choc ¹. Dans certaines circonstances, cela peut accentuer l'exposition du système financier au risque d'instabilité financière. Les banques doivent donc adopter des politiques de paiement prudentes.

Depuis la fin de la phase la plus aigüe de la pandémie et l'arrivée à échéance de la recommandation faite par la supervision bancaire de la BCE de réduire les paiements, les banques de la zone euro ont distribué du capital à un rythme soutenu, en particulier via d'importants programmes de rachats d'actions (graphique A), rattrapant les distributions auxquelles elles avaient

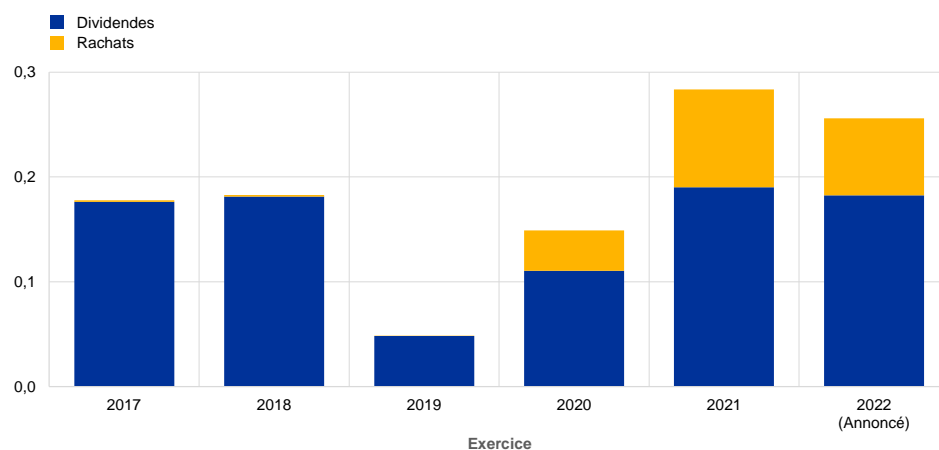
¹ Par exemple, les rachats d'actions pourraient résulter du fait que la rémunération des directeurs généraux est liée au prix des actions. Une distribution de fonds propres qui n'est pas déterminée par les fondamentaux pourrait réduire la capacité d'intermédiation des banques.

renoncé les années précédentes. Une nouvelle base de données par banques relatives aux dividendes et aux rachats d'actions des banques de la zone euro, provenant des rapports annuels, met en lumière la dynamique à l'origine de la distribution de capital. Ces données permettent aux paiements attendus pour l'exercice 2022 (c'est-à-dire dont le versement est prévu en 2023) d'être examinés et à la dynamique des paiements d'être évaluée au niveau tant micro que macro. La recommandation faite par la supervision bancaire de la BCE en mars 2020 de suspendre les paiements de capital pendant la pandémie a entraîné une forte baisse de la distribution de capital cette année-là, de nombreuses banques ayant annulé les versements qu'elles avaient prévu d'effectuer au titre des bénéfices de 2019 (graphique A). En décembre 2020, cette recommandation a été modifiée pour demander aux banques de ne pas effectuer de paiements ou de les limiter. Depuis l'expiration de cette recommandation en septembre 2021, les banques de la zone euro ont repris leurs paiements, à des volumes accrus par rapport aux années d'avant la pandémie, mais qui restent inférieurs aux distributions prévues pour 2020 et 2021. Même si les dividendes sont légèrement supérieurs à leur niveau d'avant la pandémie, l'essentiel de la hausse des distributions de capital résulte de rachats d'actions. Ces rachats d'actions expliquent 33 % des paiements sur la base des bénéfices de 2021 et 29 % des paiements prévus au titre des bénéfices de 2022 (graphique A, barres jaunes), alors qu'entre 2017 et 2019, ils étaient pratiquement inexistantes.

Graphique A

Distributions de dividendes et rachats d'actions en pourcentage du total des actifs

(pourcentage du total des actifs)

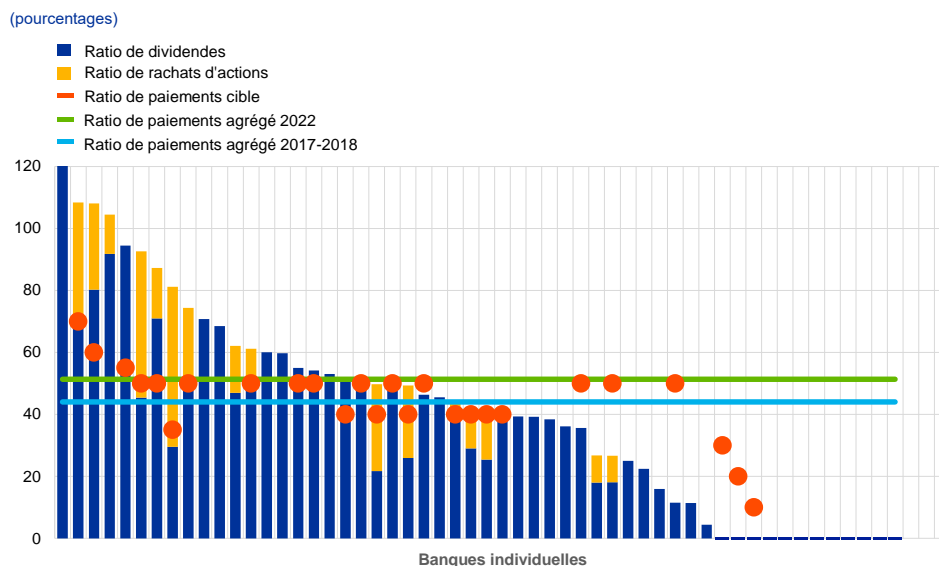


Sources : Comptes financiers des banques et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente la valeur annuelle agrégée des paiements de dividendes et des rachats d'actions à des fins d'annulation pour un échantillon de 57 banques de la zone euro rapporté à la somme des moyennes du total des actifs pour chaque année pour chaque banque. Lorsque les données relatives à un exercice ne sont pas disponibles, on utilise le total des actifs pour l'exercice suivant. Les valeurs sont tirées des rapports annuels pour chaque banque et représentent la somme des paiements intermédiaires effectués avant la fin de l'exercice de référence et les paiements finaux effectués après la fin de l'exercice, les deux types de paiements étant liés aux bénéfices réalisés pendant l'exercice de référence. Les dernières observations se rapportent à la distribution des bénéfices de 2022 (à payer en 2023).

Graphique B

Ratios de paiements réalisés par banque pour les bénéfices de 2022 et cible de ratios de paiements minimaux



Sources : Comptes financiers des banques, déclarations d'informations prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente le total des rachats d'actions et des dividendes pour les bénéfices imputables à l'exercice 2022 en part des bénéfices nets des banques individuelles pour ce même exercice. La barre de gauche représente un ratio total de 350 % pour une banque ayant effectué un paiement exceptionnel en 2023 lié à l'exercice 2022. Les points indiquent la cible pour les ratios de paiements minimaux d'un sous-échantillon de banques pour lesquelles ces cibles sont publiées. Les lignes pleines vertes et bleu clair représentent les ratios de paiements (définis comme la somme des paiements totaux divisée par la somme des bénéfices nets de l'ensemble des banques de l'échantillon) pour 2022 et 2017-2018, respectivement. La période 2019-2021 n'est pas incluse, car elle a été au moins en partie affectée par la pandémie. Les petites barres sur la droite égales à zéro correspondent aux banques qui n'ont pas prévu de versements de dividendes ni de rachats d'actions pour l'exercice 2022 au moment de l'analyse. L'ensemble des ratios se rapporte à la distribution des bénéfices pour 2022 (à payer en 2023).

Les volumes de paiements varient fortement d'une banque à l'autre, du point de vue du total des paiements comme de l'importance des rachats exceptionnels (graphique B), tandis que les plans annoncés par les banques suggèrent qu'une nouvelle hausse des dividendes est probable. En données agrégées, un échantillon de banques cotées de la zone euro ont versé ou eu l'intention de verser environ 50 % de leurs bénéfices totaux de 2022 sous la forme de dividendes et de rachats d'actions (ligne pleine verte dans le graphique B), un niveau nettement supérieur au ratio de paiements agrégés de 44 % pour les exercices 2017 et 2018 (les deux derniers exercices n'ayant pas été affectés par la pandémie, ligne pleine bleu clair dans le graphique B), mais globalement en ligne avec un rattrapage vis-à-vis des distributions auxquelles les banques avaient renoncé ². Toutefois, les volumes agrégés masquent d'importantes différences entre les banques, en particulier s'agissant des rachats d'actions (barres jaunes dans le graphique B). Les raisons avancées pour expliquer les rachats d'actions varient, certaines étant considérées comme des composantes structurelles, mais la plupart étant exceptionnelles ³. C'est ce que suggère, par exemple, le fait que la plupart des

² Le ratio de paiements au titre des bénéfices de 2019 a été bas, suivant la recommandation de la BCE, et a été suivi par un ratio nettement plus élevé au titre des bénéfices 2020, les paiements ayant repris dans une certaine mesure. Le ratio de paiements pour 2019 et 2020 combinés est globalement en ligne avec les chiffres d'avant la pandémie, ce qui suggère un certain degré de rattrapage.

³ Les rapports annuels de certaines banques lient les rachats exceptionnels aux ventes de filiales. D'autres banques déclarent que l'objectif direct est de réduire les fonds propres excédentaires afin de maintenir une structure du capital efficace ou décrivent les rachats d'actions comme faisant partie des politiques de paiements normales.

écarts entre les ratios de paiements effectifs et les cibles de ratios de paiements tirés des rapports publics des banques correspondent à des rachats d'actions. La plupart des banques ciblent des ratios de paiements compris entre 40 % et 60 %, tandis que d'autres ont des ratios nettement plus bas si elles reconstituent leurs fonds propres après des périodes de tensions telles que la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine (points orange dans le graphique B). De plus, malgré la hausse des dividendes par rapport à la période d'avant la pandémie, de nombreuses banques restent au-dessous de leur cible ou ne distribuent pas de dividendes du tout. Il est possible que les banques dont les fonds propres disponibles sont plus limités ou qui sont confrontées à d'autres contraintes réglementaires augmentent les dividendes à mesure que leur situation se normalisera et que la pression des pairs s'accroîtra, ce qui entraînera une nouvelle hausse des dividendes agrégés dans le futur.

Les banques tendent à distribuer davantage de capital quand elles sont plus rentables, ont une qualité d'actifs (mesurée par les ratios de prêts non performants) plus élevée et disposent de davantage de liquidité, et elles ont également tendance à lisser les distributions dans le temps, comme le montre la distribution décalée (graphique C). Ces corrélations sont confirmées par une analyse économétrique pluriannuelle qui indique que les rendements des paiements des banques (c'est-à-dire les paiements exprimés en pourcentage des actions des banques) sont déterminés par leurs propres décalages et par le rendement des fonds propres des banques et les ratios de prêts non performants (graphique D), en ligne avec la littérature ⁴. D'après les estimations, chaque point de pourcentage supplémentaire de rendement des fonds propres pour l'ensemble du secteur bancaire se traduit par des paiements plus élevés de 2 milliards d'euros. La hausse des marges d'intérêts nettes des banques dans le contexte du resserrement de la politique monétaire depuis mi-2022 a probablement apporté une contribution positive aux distributions de capital des banques jusqu'à présent. Dans le même temps, l'impact du resserrement devrait comprimer la rentabilité au fil du temps à mesure de l'affaiblissement de la croissance des prêts, de l'accroissement du risque de crédit et de la hausse des taux appliqués aux dépôts, limitant la marge de manœuvre pour les paiements futurs. De plus, l'analyse suggère également que les banques disposant de meilleures positions de liquidité, comme il ressort du ratio de liquidité, effectuent également des paiements plus élevés. Globalement, il semble que les banques qui ont distribué le plus de dividendes ces dernières années sont celles qui se trouvaient dans la position la plus solide pour le faire ⁵.

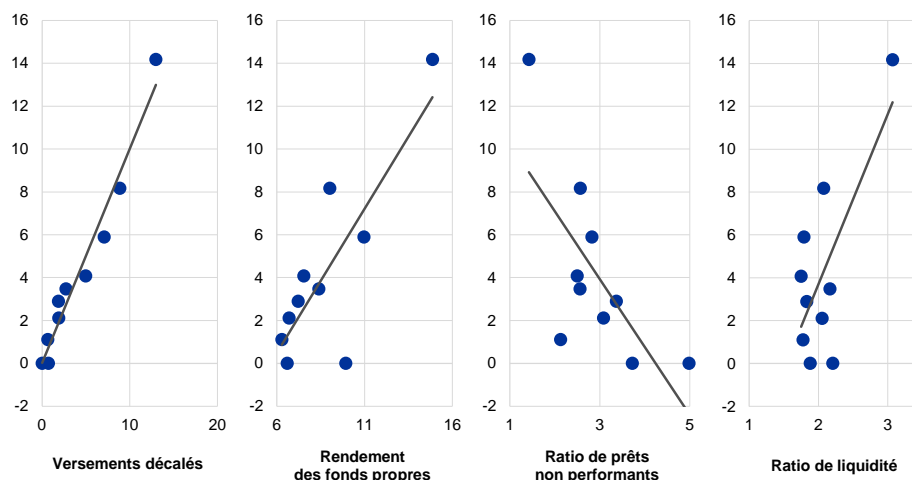
⁴ Cf., entre autres, Belloni (M.), Grodzicki (M.) et Jarmuzek (M.), « *Why European banks adjust their dividend payouts?* », *Working Paper Series*, n° 2765, BCE, janvier 2023 ; Theis, (J.) et Dutta (A.S.), « *Explanatory factors of bank dividend policy: revisited* », *Managerial Finance*, vol. 35, n° 6, 2009 ; et Dickens (R.N.), Casey (K.M.) et Newman (J.A.), « *Bank Dividend Policy: Explanatory Factors* », *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, n° 1/2, 2002, p. 3-12.

⁵ En outre, des calculs supplémentaires montrent que la relation entre les paiements et les fonds propres disponibles tient également au fait que, pour l'échantillon de banques annonçant leur cible de ratio de fonds propres aux investisseurs, les banques avec davantage de fonds propres excédentaires effectuent des paiements plus élevés.

Graphique C

Paiements sur les bénéfices 2022 par rapport à leur propre décalage, rendements des fonds propres, ratio de prêts non performants et ratio de liquidité

(axe des abscisses : pourcentage d'actions (première et deuxième partie), pourcentage de prêts (troisième partie) et ratio de liquidité (quatrième partie) ; axe des ordonnées : pourcentage d'actions)



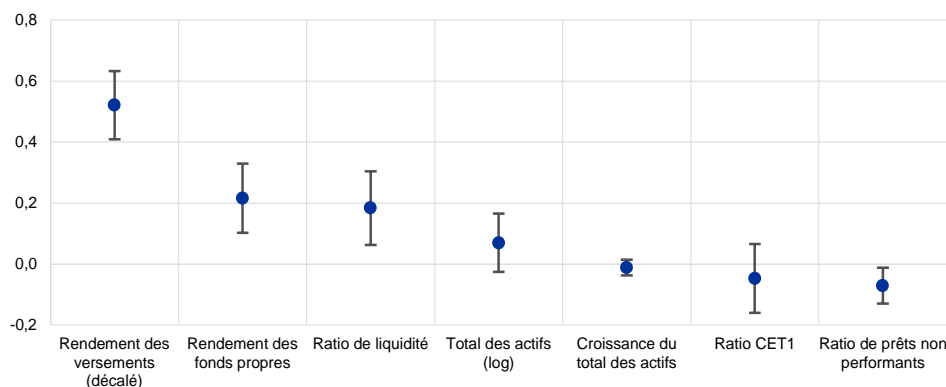
Sources : Comptes financiers des banques, déclaration d'informations prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les déciles de la distribution des rendements des paiements annuels des banques (dividendes et rachats d'actions divisés par la valeur comptable des actions) au titre des bénéfices de 2022 par rapport à leur propre décalage (première partie) et par rapport aux valeurs décalées du rendement des fonds propres (deuxième partie), du ratio de prêts non performants (troisième partie) et du ratio de liquidité (quatrième partie). Le rendement des fonds propres, le ratio de liquidité et le ratio de prêts non performants sont décalés d'une année.

Graphique D

Coefficients de régression expliquant les rendements des paiements au titre des bénéfices de 2016 à 2022

(coefficients de régression indiquant l'impact de 1 point de pourcentage de rendement des paiements décalé, de rendement des fonds propres, de ratio de liquidité, de croissance du total des actifs, de ratio CET1 et de ratio de prêts non performants, et 1 unité de log du total des actifs, sur le rendement des paiements en points de pourcentage)



Sources : Comptes financiers des banques, déclaration d'informations prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de régression des rendements des paiements annuels des banques (dividendes et rachats d'actions divisés par la valeur comptable des actions) sur leur propre décalage et les valeurs décalées du rendement des fonds propres, du ratio de liquidité, de la taille de la banque (log du total des actifs), du taux de croissance annuel du total des actifs, du ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1) et du ratio de liquidité. Les régressions incluent également des effets fixes par année. Les variables explicatives sont décalées d'une année. Les variables sont normées (moyenne de 0 et écart type de 1). Les barres d'erreur représentent les intervalles de confiance à 90 %. Les écarts type sont regroupés au niveau des banques. La période de l'échantillon couvre les exercices 2016 à 2022, à l'exception de 2019 en raison de la recommandation de la supervision bancaire de la BCE sur les dividendes et les rachats d'actions. Les dernières observations se rapportent à la distribution des bénéfices de 2022 (à payer en 2023). Les résultats se rapportent à un échantillon de 57 banques de la zone euro.

Même si les paiements récents ont exercé un effet de signal positif sur les marchés financiers, des engagements de paiement plus élevés ont été

associés à une baisse de l'offre de crédit bancaire et une hausse des taux débiteurs, et de ce fait ont peut-être contribué jusqu'ici à la transmission de l'impulsion de resserrement monétaire.

Les banques qui ont annoncé des rendements des paiements plus élevés sur la base des bénéfices de 2022 ont connu une hausse moins prononcée du coût des fonds propres pendant l'épisode de perturbations sur les marchés financiers de mars 2023 (graphique E). Cela pourrait être dû au fait que des paiements plus élevés ont été effectués par les banques qui ont de meilleurs résultats financiers, mais aussi, dans une certaine mesure, résulter d'un effet de signal. Cet effet serait cohérent avec les conclusions d'autres travaux récents et suggère que les paiements plus importants annoncés ces dernières années pourraient soutenir la capacité d'intermédiation des banques en période de tensions ⁶. Dans le même temps, certains éléments semblent indiquer une relation négative entre les paiements préannoncés et l'offre de crédit depuis le début de la normalisation de la politique monétaire. Sur la base de données granulaires tirées du registre des crédits aux entreprises de la zone euro (AnaCredit), en contrôlant par la demande de prêts et d'autres facteurs de confusion, les dividendes au titre des bénéfices de 2021 (versés en 2022) semblent liés négativement à la croissance du crédit et positivement aux taux débiteurs bancaires en 2022, ce qui suggère une baisse de l'offre de crédit en 2022 pour les banques ayant des ratios de dividendes plus élevés (cf. graphique F). De la même manière, les paiements annoncés pour l'exercice 2022 présentent également un lien négatif avec l'offre de crédit des banques pour 2022, ce qui suggère que les banques ont planifié leur distribution de fonds propres sur la base des bénéfices préliminaires pour les 12 derniers mois et des projections relatives aux bénéfices réalisés en fin d'année, et ont calibré leurs prêts et plus généralement leurs décisions de gestion des actifs et des passifs en 2022 en tenant compte de leurs projets de distribution de dividendes pour l'année suivante sur la base des recettes de 2022 ⁷. Selon les estimations, le fait que les paiements au titre des bénéfices de 2022 aient été supérieurs d'environ 1 point de pourcentage de rendement des paiements aux standards d'avant la pandémie serait associé à une baisse d'environ 1 % des volumes de prêts, bien que cette corrélation puisse également capturer d'autres facteurs liés au ralentissement global de la croissance des prêts dans le contexte du resserrement de la politique monétaire. L'exercice 2022 coïncide avec la première phase du cycle de resserrement, qui peut avoir encouragé les banques à restreindre l'offre de crédit afin de distribuer du capital quand il était viable de le faire du point de vue de la rentabilité. Il est donc important de surveiller les paiements, dans un contexte d'interaction entre les

⁶ Cf. l'encadré intitulé, « *Dividend payouts and share buybacks of global banks* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2020.

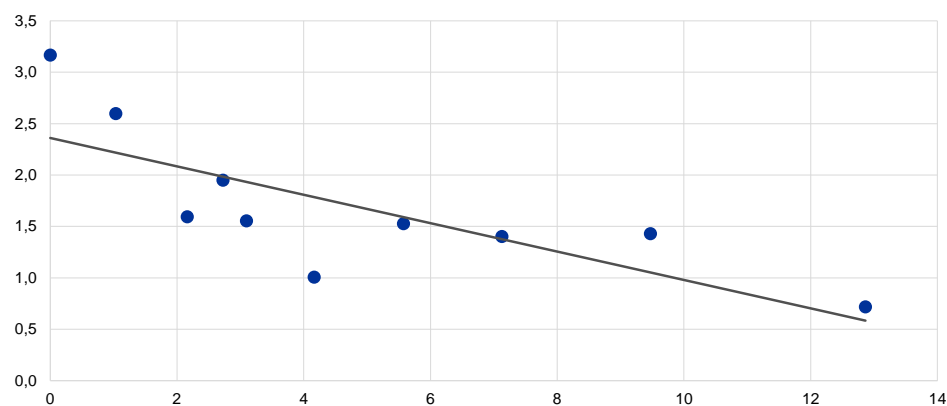
⁷ Ce qui est en ligne avec la tendance des banques à lisser leurs dividendes dans le temps, comme mentionné plus haut. Certaines annoncent des cibles de paiements pluriannuelles, ce qui signifie qu'elles entament un nouvel exercice en connaissant le dividende qu'elles visent pour l'année, même en considérant l'incertitude qui entoure les résultats de fin d'exercice. Effectuer une régression de l'offre de crédit pour 2022 sur les dividendes et les paiements au titre des bénéfices de 2022 peut générer une causalité inversée. Toutefois, le biais serait conservateur, dans la mesure où la hausse des rendements liée à la hausse des prêts devrait entraîner une hausse des dividendes. De ce fait, les coefficients ainsi estimés représentent probablement une limite inférieure. Ce biais conservateur serait accentué, car les bénéfices pour 2021 sont plus susceptibles d'avoir été affectés par le redressement des paiements après la pandémie, ce qui devrait accentuer le biais du coefficient en faveur de zéro dans cette spécification.

distributions de capital et le mécanisme de transmission de la politique monétaire au cours des années à venir.

Graphique E

Variation du coût des fonds propres des banques entre février et mars 2023 et rendement des paiements au titre des bénéfices de 2022

(axe des abscisses : rendement des paiements (en points de pourcentage) ; axe des ordonnées : variation du coût des fonds propres (en pourcentage))



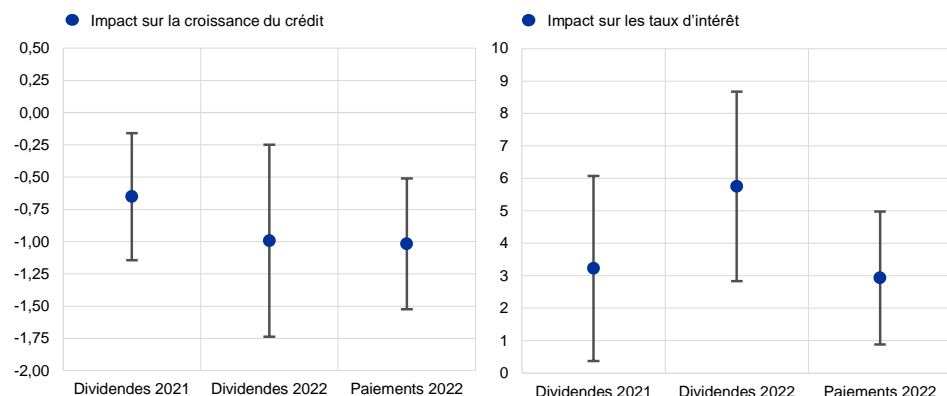
Sources : Comptes financiers des banques, Bloomberg, Refinitiv et calculs de la BCE

Notes : Le graphique présente les déciles de la distribution des rendements des paiements annuels des banques (dividendes et rachats d'actions divisés par la valeur comptable des actions) pour les bénéfices de 2022 en abscisses par rapport à la variation du coût des fonds propres des banques entre février et mars 2023 en ordonnées. Le coût des fonds propres est une moyenne de dix estimations fondées sur des modèles (telles que disponibles pour chaque banque) tirées de Altavilla (C.) et al., « *Measuring the cost of equity of euro area banks* », *Occasional Paper Series*, n° 254, BCE, janvier 2021. La ligne pleine représente la droite de régression linéaire pour la relation de dispersion.

Graphique F

Impact des paiements au titre des bénéfices de 2021 et 2022 sur la croissance du crédit et les taux d'intérêt en 2022

(coefficients de régression représentant l'impact de 1 point de pourcentage de rendement des dividendes ou des paiements sur la croissance du crédit en points de pourcentage et sur les taux d'intérêt en points de base)



Sources : Comptes financiers des banques, déclaration d'informations prudentielles de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente les coefficients de régression de la croissance du crédit et la variation des taux d'intérêt par banque en 2022 sur les rendements des dividendes annuels des banques (dividendes divisés par la valeur comptable des actions) pour les bénéfices de 2021 et 2022, ainsi que le rendement des paiements (dividendes et rachats d'actions divisés par la valeur comptable des actions) pour les bénéfices de 2022. Les variables de contrôle sont le rendement des fonds propres, le ratio de liquidité, la marge de manœuvre CET1 au-delà des exigences de fonds propres, le taux de croissance annuel du total des actifs, la taille de la banque (log du total des actifs), le ratio de prêts non performants et les effets fixes pour les entreprises. Les variables explicatives sont décalées d'une année. Les barres d'erreur représentent les intervalles de confiance à 90 %. Les dernières observations se rapportent à la distribution des bénéfices de 2022 (à payer en 2023).

8 L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier 15 ans après la grande crise financière

Marien Ferdinandusse et Benoît Lichtenauer

Pendant la crise financière mondiale et après celle-ci, la plupart des gouvernements de la zone euro ont apporté un soutien à des institutions financières individuelles afin de préserver la stabilité financière¹.

Ces interventions ont pris la forme de mesures telles que l'injection de capitaux, la nationalisation de banques, le rachat d'actifs dépréciés par le biais de structures publiques de défaisance (ou « *bad banks* ») et l'octroi de prêts. Le présent encadré évalue l'effet direct de ce soutien sur les finances publiques de la zone euro, toujours visible 15 ans plus tard. L'incidence sur les finances publiques peut se résumer comme suit :

- Lorsque ces opérations se sont soldées par une perte manifeste pour le gouvernement, elles sont classées comme des transferts en capital qui alourdissent le déficit budgétaire.
- Lorsque l'État a reçu des parts d'une banque ou des titres de créance considérés comme ayant une valeur égale à l'apport de capitaux, la mesure de soutien est considérée comme une transaction financière qui influe sur la dette brute des administrations publiques, mais pas sur le déficit.
- Lorsque le gouvernement a également émis des garanties pour soutenir le secteur financier, il s'agit d'engagements conditionnels qui n'influencent les finances publiques qu'en cas d'appel de ces garanties.

Si l'incidence des mesures de soutien financier adoptées lors de la grande crise financière s'est considérablement estompée, leurs effets sur les finances publiques se ressentent encore aujourd'hui. Pour la zone euro dans son ensemble, les mesures de soutien financier prises depuis 2007 ont fait augmenter la dette publique jusqu'en 2012, année où l'impact a culminé à plus de 6 points de

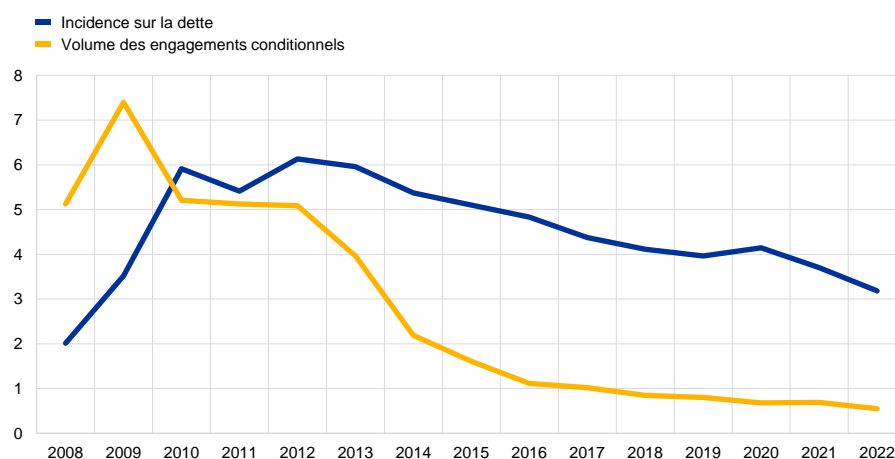
¹ Pour une description de la crise financière et des mesures budgétaires et financières qui ont été prises, cf. « *Euro area fiscal policies and the crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 109, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2010, et « *Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States* », *Occasional Paper Series*, n° 117, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2010. Pour plus d'informations sur la classification statistique des mesures de soutien et sur leur effet sur les finances publiques, cf. les articles intitulés « *L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015 ; « *Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact* », *Statistics Paper Series*, n° 7, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2015 ; et l'encadré intitulé « *L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier : état des lieux dix ans après la crise financière* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018. Au fil du temps, les règles comptables nationales applicables à l'enregistrement statistique des mesures de soutien aux institutions financières ont été révisées. Par conséquent, l'impact historique des interventions des pouvoirs publics a parfois changé sensiblement par rapport à ces publications antérieures. Depuis la première décision d'Eurostat concernant l'enregistrement statistique des aides publiques destinées à soutenir les institutions financières en 2009, les règles ont été révisées, et ce jusqu'à très récemment (cf. la mise à jour du chapitre 4.5 « Interventions publiques destinées à soutenir les institutions financières : sauvetages financiers et structures de défaisance » de la nouvelle édition 2022 du [Manuel du déficit et de la dette publics](#)).

pourcentage du PIB (graphique A). L'influence sur la dette a diminué depuis lors, car les gouvernements ont pu céder les participations qu'ils avaient prises dans les banques pendant la crise et écouler les actifs (principalement des prêts non productifs) détenus par des structures de défaillance. Toutefois, la dette publique de la zone euro était encore supérieure de plus de 3 % du PIB en 2022 du fait du soutien apporté au secteur financier, tandis que l'encours des garanties s'élevait à quelque 0,5 % du PIB (graphique A). Le financement du soutien au secteur financier comprenait des titres de créance (pour un peu plus de la moitié), des prêts (17,7 %) et d'autres engagements d'organismes administratifs publics (28,8 %) ². Cette dernière catégorie se compose principalement de la dette (a) des banques qui ont été nationalisées et reclassées dans le secteur des administrations publiques et (b) des structures de défaillance.

Graphique A

Incidence des mesures de soutien au secteur financier sur la dette de la zone euro et retombées potentielles sur la dette des engagements conditionnels en cours, 2008-2022

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Notes : Les engagements des administrations publiques résultant des mesures de soutien au secteur financier influent sur la dette observable. Les engagements conditionnels sont des obligations sous la forme de garanties explicites qui n'ont pas d'effet sur les comptes des administrations publiques (hormis les recettes provenant des commissions sur les garanties), à moins qu'un événement particulier ne se produise à l'avenir ou jusqu'à ce que ce soit le cas.

Les mesures de soutien ont creusé le déficit des administrations publiques de la zone euro chaque année depuis la crise financière, bien que leur effet soit devenu mineur ces dernières années (graphique B). Pendant certaines des premières années, ce sont les transferts de capitaux qui ont influencé la majeure partie du déficit. Plus tard, les dépenses liées au soutien – principalement des intérêts à payer et, dans une moindre mesure, des transferts de capitaux – ont été

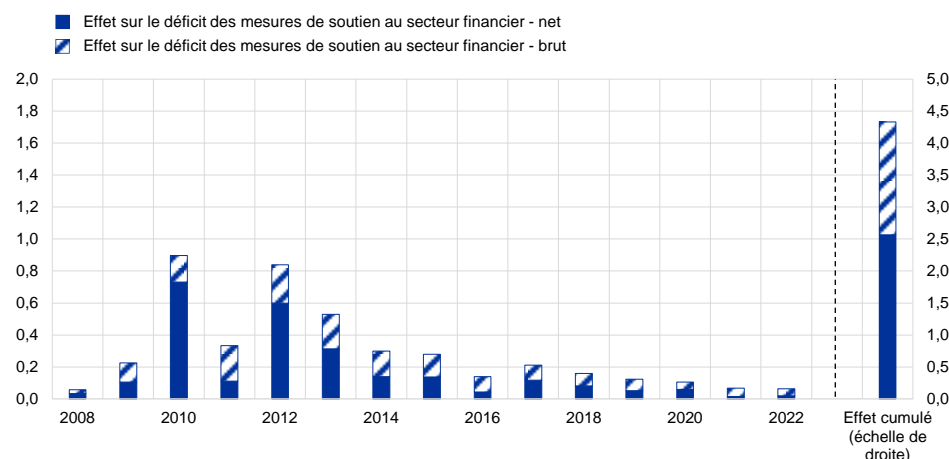
² Pour plus de détails, cf. la [note d'information](#) d'Eurostat d'avril 2023 sur les interventions publiques destinées à soutenir les institutions financières.

plus importantes que les recettes associées – principalement les intérêts et dividendes reçus ³.

Graphique B

Incidence des mesures de soutien au secteur financier sur le déficit de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier varie considérablement d'un pays à l'autre de la zone euro.

Certains pays n'ont adopté pour ainsi dire aucune mesure, là où l'impact maximal sur le ratio dette/PIB avoisinait ou dépassait 10 % dans dix pays de la zone euro, dont l'Allemagne, les Pays-Bas, la Lettonie, l'Autriche, la Slovénie, les quatre pays de la zone euro qui ont nécessité un programme d'ajustement UE/Fonds monétaire international (FMI), à savoir l'Irlande, la Grèce, Chypre et le Portugal, ainsi que l'Espagne ⁴, qui a demandé l'assistance financière du Fonds européen de stabilité financière/Mécanisme européen de stabilité en 2012. En 2022, l'effet sur la dette des pays bénéficiaires des programmes d'ajustement de l'UE/FMI dépassait toujours, parfois largement, 10 points de pourcentage (graphique C) ⁵.

³ À cet égard, l'impact budgétaire des mesures de soutien énergétique dans la zone euro au cours des deux premières années de la crise énergétique offre une comparaison instructive. L'incidence nette cumulée du soutien au secteur financier entre 2008 et 2022 sur le déficit de la zone euro a été de l'ordre de 2,6 % du PIB de 2022, tandis que l'effet net des mesures de soutien énergétique durant les deux premières années de la crise énergétique (2021-2022) s'élève à quelque 1,9 % du PIB. Cf. aussi l'encadré intitulé « [Le point sur les réactions de la politique budgétaire de la zone euro à la crise énergétique et à l'inflation élevée](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2023.

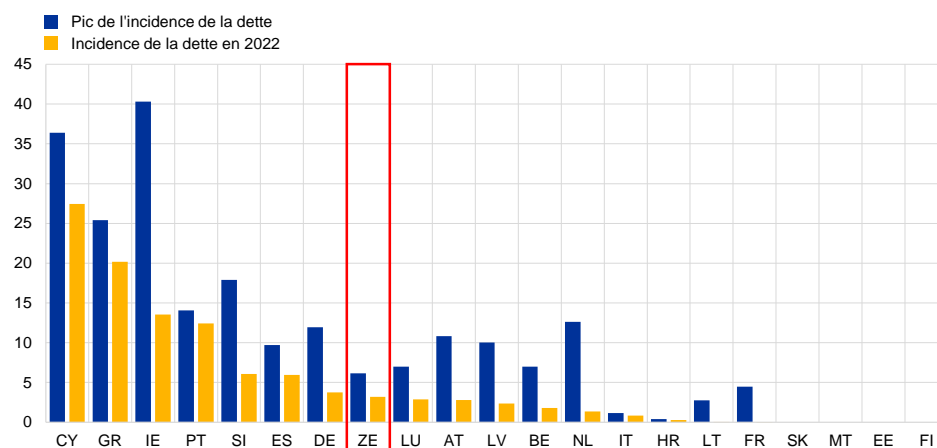
⁴ En Espagne, l'incidence du soutien public au secteur financier sur la dette des administrations publiques a été révisé en profondeur en 2021 (y compris les données passées) lorsque la *Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria* (Société de gestion des actifs procédant de la restructuration bancaire, SAREB) a été reclassée dans le secteur public de manière rétrospective depuis sa création en 2012. Pour plus d'informations, cf. la [lettre](#) du 16 février 2021 d'Eurostat à l'*Instituto Nacional de Estadística* sur la classification sectorielle de la structure de défaillance SAREB.

⁵ Pour l'Irlande, il est préférable de mesurer l'incidence sur la dette en pourcentage du revenu national brut modifié (RNB*) plutôt qu'en pourcentage du PIB, en raison de l'effet des opérations budgétaires des entreprises multinationales sur le PIB. L'impact de l'aide au secteur financier sur la dette a culminé à 53 % du RNB* en 2013 et à 25 % en 2022.

Graphique C

Incidence des mesures de soutien au secteur financier sur la dette brute des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Notes : Le graphique montre les engagements maximums des administrations publiques, exprimés en pourcentage du PIB sur la période 2007-2022 et en 2022. Les pays sont classés en fonction de la valeur observée en 2022.

L'effet direct et durable sur les finances publiques des mesures de soutien au secteur financier présenté dans cet encadré ne correspond qu'à une partie des coûts économiques globaux d'une crise financière. Ces derniers se sont également manifestés sous la forme d'une perte de production et d'une élévation du chômage. En outre, dans certains pays, les évolutions défavorables du secteur financier et des finances publiques se sont mutuellement renforcées, faisant augmenter les coûts de financement de la dette souveraine et exacerbant la crise financière et économique. Cela a entraîné une hausse du ratio dette/PIB, qui n'est pas prise en compte dans les estimations proposées dans le présent encadré. Tous ces facteurs illustrent l'importance de disposer du cadre institutionnel nécessaire pour prévenir les épisodes d'instabilité macroéconomique et financière, ainsi que pour en atténuer le coût, le cas échéant. Depuis la grande crise financière, des réformes ont été engagées dans l'UE pour améliorer la surveillance du secteur financier, la résolution ordonnée des institutions financières défailtantes, la soutenabilité des finances publiques et la résilience des emprunteurs souverains, notamment par la mise en place du Mécanisme de surveillance unique, du Mécanisme de résolution unique et du Comité budgétaire européen ⁶.

⁶ Cf. les liens suivants pour plus d'informations sur le [Mécanisme de surveillance unique](#), le [Mécanisme de résolution unique](#) et le [Comité budgétaire européen](#).

Articles

1 Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro après la pandémie et le choc énergétique

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris et Martin Schmitz

1 Introduction

En 2022, le compte des transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 0,8 % du PIB de la zone euro, contre un excédent de 2,8 % en 2021, soit une détérioration de 3,6 points de pourcentage ¹. Cette évolution constitue la plus forte variation annuelle jamais enregistrée pour le solde des transactions courantes de la zone euro, car le choc sur les termes de l'échange dû à la hausse des prix de l'énergie qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une détérioration substantielle de la balance commerciale de la zone euro ². Depuis l'introduction de l'euro en 1999, le solde du compte des transactions courantes de la zone euro a connu plusieurs phases distinctes. Après avoir été déficitaire au début des années 2000, il est resté globalement équilibré jusqu'à la crise financière mondiale, pour se détériorer alors brutalement, avec un déficit s'inscrivant au niveau historiquement élevé de près de 2 % du PIB en 2008. Après une période de consolidation, le solde courant de la zone euro a affiché des excédents significatifs entre 2013 et 2019, avant de présenter une certaine volatilité liée à la pandémie dès 2020 et 2021 ³.

Les variations du solde courant recèlent des informations pouvant avoir des implications sur la conduite de la politique monétaire. Par exemple, une baisse due au renchérissement des prix à l'importation et à une détérioration des termes de l'échange, comme lors de la récente crise énergétique, augmentera les pressions inflationnistes par le biais d'une modification des prix relatifs. Par ailleurs, la demande intérieure diminuera également en raison de la baisse du revenu réel qui l'accompagne, ce qui, avec le temps, entraînera une correction du solde courant et atténuera les pressions inflationnistes. Cela comporte des implications importantes pour l'intensité et la durée nécessaires du resserrement monétaire en réponse au choc sur les termes de l'échange.

¹ L'évolution du solde du compte des transactions courantes de la zone euro est étroitement liée aux développements économiques à l'étranger. Il mesure les transactions entre les résidents de la zone euro et les non-résidents de la zone euro. Il se compose du solde des échanges de biens et de services, des revenus nets provenant de l'étranger enregistrés au titre des revenus primaires (tels que les intérêts et les dividendes) et des transferts nets enregistrés au titre des revenus secondaires (tels que les transferts de fonds et les transferts liés au budget de l'UE).

² Les termes de l'échange mesurent les prix à l'exportation par rapport aux prix à l'importation.

³ Cf. « [Évolutions du compte des transactions courantes de la zone euro durant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n°4, BCE, 2021.

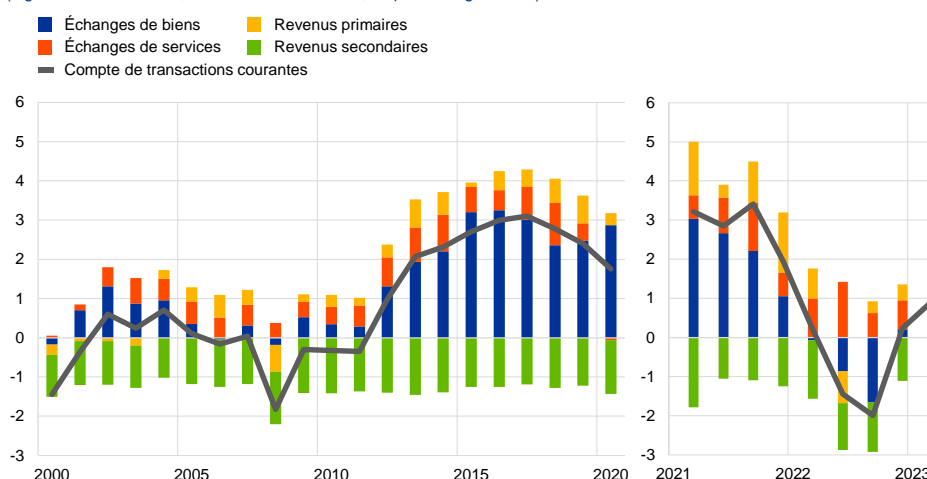
Cet article propose une analyse approfondie des facteurs à l'origine de cette inversion brutale du solde du compte des transactions courantes de la zone euro en 2022 en examinant les évolutions de ses différentes composantes et en analysant ses perspectives de redressement sur la base de ses déterminants à moyen terme.

2 Le solde du compte des transactions courantes après la pandémie et le choc énergétique

Après avoir été excédentaire depuis 2012, le compte des transactions courantes de la zone euro est devenu nettement déficitaire en 2022. Le déficit s'est élevé à 0,8 % du PIB de la zone euro en 2022, soit une baisse de 3,6 points de pourcentage par rapport à l'excédent de 2,8 % enregistré en 2021. Cette évolution constitue la plus forte variation annuelle jamais enregistrée du solde du compte des transactions courantes de la zone euro (Graphique 1).

Graphique 1
Solde du compte des transactions courantes de la zone euro

(à gauche : flux annuels ; à droite : flux trimestriels, en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

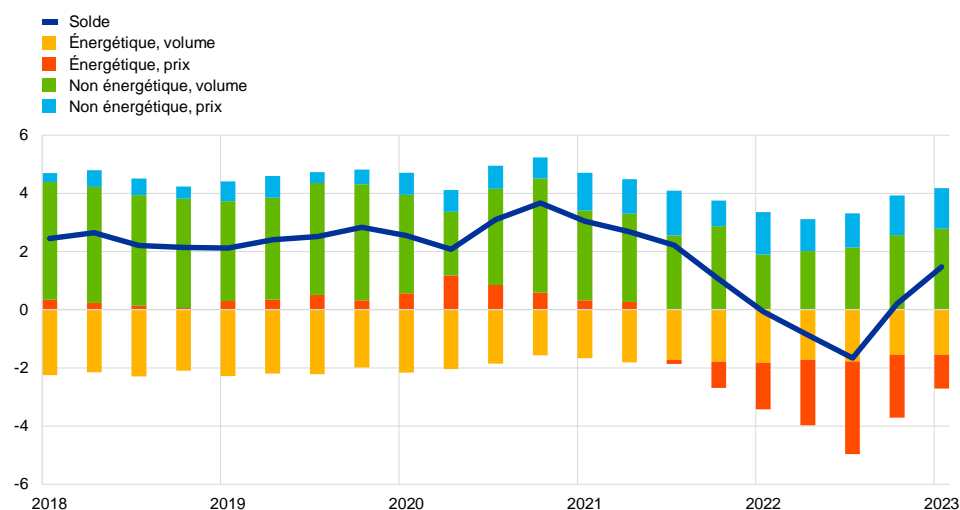
La détérioration du solde du compte des transactions courantes est principalement due aux échanges de biens. Le solde des échanges de biens est passé d'un excédent de 2,2 % du PIB en 2021 à un déficit de 0,6 % en 2022. Dans le même temps, l'excédent au titre du revenu primaire a diminué, revenant de 1,1 % du PIB à 0,2 %. Ces évolutions ont été légèrement compensées par une augmentation de l'excédent sur les échanges de services, passant de 0,8 % à 0,9 % du PIB, tandis que le déficit des revenus secondaires est resté inchangé à 1,3 % du PIB.

Le passage du solde des échanges de biens d'un excédent à un déficit reflète en grande partie une augmentation temporaire du prix des importations nettes d'énergie. Le déficit des échanges de biens énergétiques s'est élevé à 4,0 % du PIB en 2022, soit plus du double de son niveau de l'année précédente (1,9 %). Une décomposition en effet prix et effet volume des exportations et des importations par

groupe de produits montre que cette augmentation est due à la hausse des prix de l'énergie (encadré 1). Le renchérissement de l'énergie avait déjà commencé fin 2021 et s'est fortement accéléré à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Le volume des importations a affiché des mouvements plus limités puisque les importations d'énergie ont augmenté marginalement jusqu'à mi-2022, reflétant les efforts déployés pour augmenter les niveaux de stockage de gaz avant l'hiver. Toutefois, les importations d'énergie ont commencé à diminuer à partir de l'automne 2022, en raison de mesures d'économie d'énergie et de conditions météorologiques favorables. Avec le recul des prix de l'énergie début 2023, le solde des échanges de biens s'est redressé et est même redevenu excédentaire en termes trimestriels, reflétant également une reprise des volumes d'exportations nettes de biens non énergétiques (graphique 2).

Graphique 2
Solde des échanges de biens dans la zone euro

(trimestriel, en pourcentage du PIB)



Source : calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2023. La décomposition du solde des échanges de biens dans la balance des paiements est effectuée en utilisant les méthodes décrites dans l'encadré 1 de cet article. La ventilation de la balance des paiements par catégorie de produits est tirée des statistiques du commerce international des biens. L'énergie comprend les échanges selon la Classification type pour le commerce international, révision 3. La décomposition en composantes de prix et de volume est effectuée en multipliant les valeurs par les sommes pondérées des indices de quantités individuels dans les catégories de produits respectives et en les soustrayant des valeurs commerciales nominales.

Le solde des échanges de biens non énergétiques a également diminué pendant la majeure partie de l'année 2022. La baisse de l'excédent des biens non énergétiques au cours du premier semestre 2022 reflète une croissance anémique des volumes d'exportation non énergétiques, qui n'a pas suffi à compenser l'augmentation du volume des importations de biens non énergétiques. Les importations de biens non énergétiques ont connu une croissance robuste, malgré la dépréciation de l'euro et une demande intérieure modérée, en raison d'une forte augmentation des importations de produits manufacturés à contenu élevé en

énergie, car la production intérieure de la zone euro était devenue moins compétitive en raison du choc asymétrique sur les prix de l'énergie ⁴.

Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, y compris les chocs sur l'offre d'énergie, ont continué à freiner la croissance des exportations de biens de la zone euro en 2022. La réponse à la crise du coronavirus (COVID-19) comprenait des mesures de confinement qui ont restreint l'offre, ce qui, combiné avec les transferts budgétaires, a créé une demande soutenue de biens. Ces goulets d'étranglement ont été amplifiés à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie fin février 2022 et n'ont commencé à s'atténuer qu'à partir d'août 2022. Le graphique 3 présente une décomposition historique obtenue à partir d'un modèle vectoriel autorégressif structurel. Les résultats suggèrent que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont freiné la croissance des exportations de biens de la zone euro tout au long de 2022. En effet, l'effet négatif des perturbations de la chaîne d'approvisionnement était encore présent dans les premiers mois de 2023 avant que l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre ne finisse par stimuler la croissance des exportations en mars de cette année ⁵. Le choc sur l'offre d'énergie a d'abord joué un rôle mineur dans les performances des exportations de la zone euro, mais a gagné en importance après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ces facteurs ont été partiellement compensés par la dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro l'année dernière, qui a accru la compétitivité des prix au cours de l'année 2022.

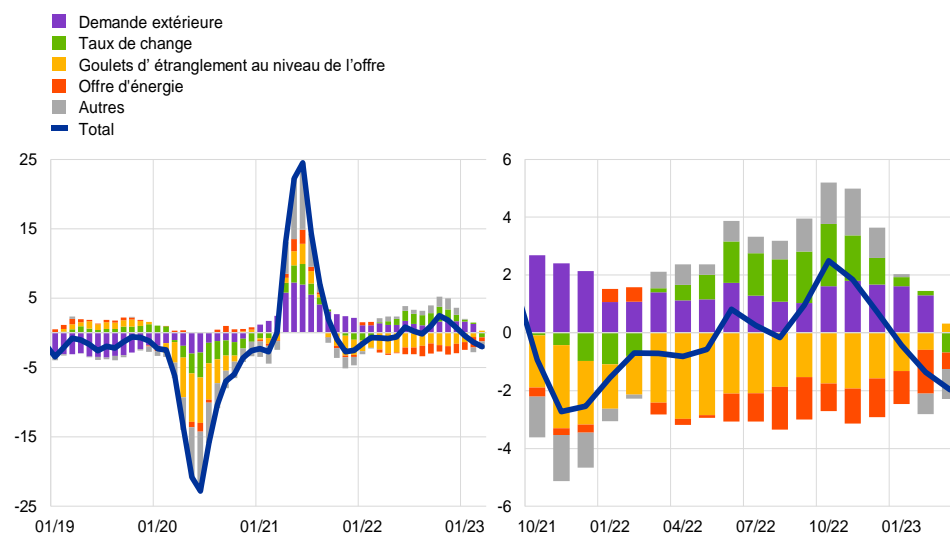
⁴ Cf. l'encadré intitulé « [Comment la hausse des prix de l'énergie a-t-elle affecté la production industrielle et les importations ?](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

⁵ Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre impliquent que les exportateurs de la zone euro n'ont pas pu satisfaire pleinement la demande étrangère, ce qui a donné une impulsion positive à la croissance des exportations de la zone euro en moyenne en 2022, qui s'est toutefois atténuée au cours des derniers mois.

Graphique 3

Décomposition historique des exportations de biens en volume

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



Source : BCE.

Notes: Le graphique montre les écarts par rapport à l'état d'équilibre sur la base d'un modèle vectoriel autorégressif structurel pour les données allant de janvier 2003 à mars 2023. Restrictions de signe à l'impact : (1) demande extérieure, (2) goulets d'étranglement, (3) offre d'énergie, et (4) chocs de taux de change effectif nominal : indice synthétique des prix de l'énergie dans la zone euro 3:(+); production industrielle intensive en énergie/production industrielle non intensive en énergie de la zone euro 2:(+), 3:(-); importations mondiales 1:(+), 2:(-), 3:(-); indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro 1:(+), 2:(+), 3:(+), 4:(-); les tensions sur les chaînes d'approvisionnement 1:(+), 2:(+); exportations de la zone euro 1:(+), 2:(-), 3:(-), 4:(-); taux de change effectif nominal 1:(+), 4:(+).

L'excédent des services a permis d'amortir les évolutions du solde du compte des transactions courantes de la zone euro lors du choc énergétique.

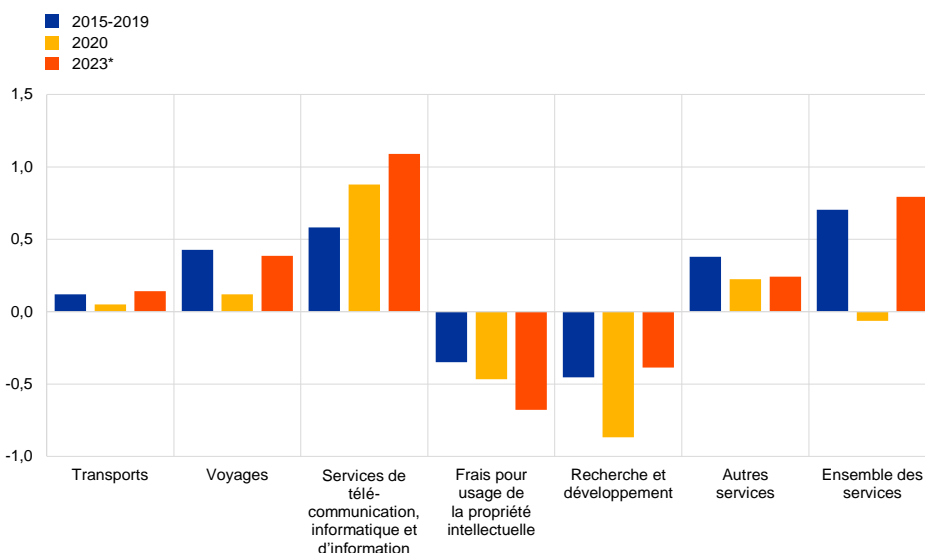
Par rapport à la période précédant la pandémie, le principal changement a été l'augmentation de l'excédent des services liés aux technologies de l'information et des télécommunications, qui est passé de 0,6 % à 1,1 % du PIB de la zone euro au cours des quatre derniers trimestres (graphique 4) en raison de l'augmentation des exportations dans un contexte de croissance dynamique de ce secteur. Les excédents de la zone euro au titre des services de voyage et de transport ont retrouvé des valeurs proches de leurs niveaux pré-pandémique après l'effondrement observé au plus fort de la pandémie en 2020 en raison des restrictions de voyage et de l'effondrement des expéditions de marchandises. Ces dernières années, des déficits importants ont été enregistrés sur les charges liées à l'utilisation de la propriété intellectuelle, qui ont atteint 0,7 % du PIB au cours des quatre derniers trimestres. Des déficits importants ont également été enregistrés pour les services de recherche et de développement, qui ont connu une forte volatilité dans les importations de la zone euro ces dernières années, liée à la planification fiscale des grandes entreprises multinationales⁶.

⁶ Pour plus d'informations sur l'incidence des opérations des multinationales sur les comptes extérieurs de la zone euro, cf. l'article intitulé « [Les entreprises multinationales, les centres financiers et leurs conséquences pour les déséquilibres extérieurs du point de vue de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2020 ; et Lane (P.R.), « [Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#) », discours lors du Forum statistique européen (virtuel), 26 avril 2021 ; et l'encadré intitulé « [Les actifs incorporels des entreprises multinationales en Irlande et leur impact sur le PIB de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

Graphique 4

Évolutions du solde des échanges de services de la zone euro par grand type de service

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : « Autres services » recouvre les catégories des échanges de services non représentées par ailleurs dans le graphique. Moyenne observée sur la période 2015-2019.

* 2023 se rapporte à la période comprise entre le deuxième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023.

En 2022, le solde des échanges de biens de la zone euro s'est détérioré, en particulier vis-à-vis de la Chine, de la Russie et des États-Unis.

Les déficits bilatéraux les plus importants ont été enregistrés vis-à-vis de la Chine, en raison de fortes hausses des importations de biens ; de la Russie, en raison des produits énergétiques importés et de la forte baisse des exportations après le début de la guerre et l'imposition de sanctions sur les exportations ; et d'un groupe résiduel d'autres pays incluant les pays de l'OPEP et la Norvège, en raison des importations de produits énergétiques (graphique 5). Le déficit commercial avec la Russie et la Chine a par la suite légèrement baissé début 2023, en ligne avec une diminution globale des prix de l'énergie et la diversification des fournisseurs d'énergie, ainsi qu'avec la levée des restrictions liées à la COVID-19 en Chine. La baisse de l'excédent commercial enregistrée vis-à-vis des États-Unis en 2022 résulte en partie de l'évolution volatile des transactions sur les services liées aux opérations de grandes multinationales, la zone euro ayant depuis 2019 triplé son déficit bilatéral en paiements pour usage de la propriété intellectuelle et d'autres services aux entreprises⁷. De plus, les importations de biens de la zone euro en provenance des États-Unis ont fortement augmenté en 2022, en ligne avec la hausse de la demande

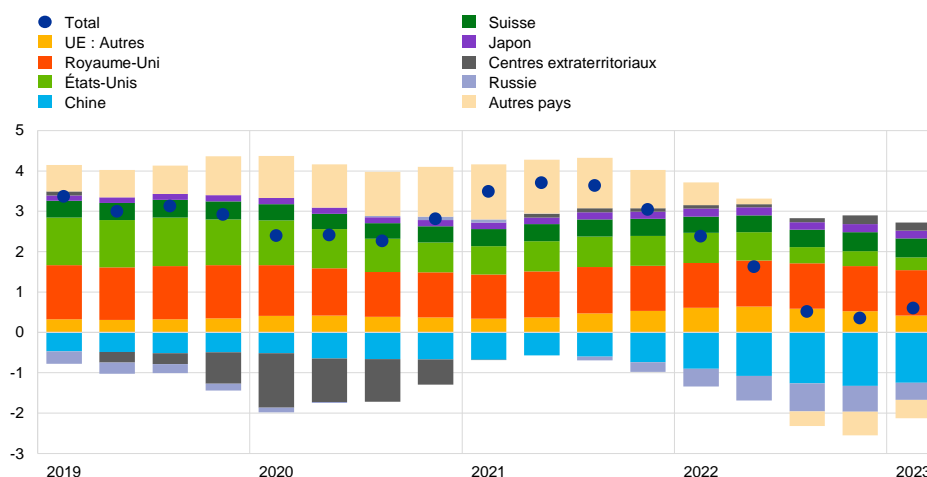
⁷ La forte hausse des paiements à destination des États-Unis, liée aux frais pour usage des droits de propriété intellectuelle et d'autres services aux entreprises, ces deux dernières années, se reflète dans une baisse correspondante de ces importations en provenance de centres extraterritoriaux, vers lesquels la plupart de ces paiements en provenance de la zone euro étaient dirigés en 2019-2020. Cela met en évidence les récentes opérations de restructuration réalisées par de grandes multinationales, y compris la délocalisation aux États-Unis d'actifs de propriété intellectuelle, précédemment détenus dans des filiales situées dans des centres extraterritoriaux. Du point de vue de la zone euro, ces transactions impliquent principalement l'Irlande et les Pays-Bas, en raison de leur rôle de pôle (hub) pour les grandes multinationales de la zone euro.

de gaz naturel liquéfié américain⁸. Les excédents commerciaux bilatéraux les plus importants en 2022 ont été enregistrés vis-à-vis du Royaume-Uni, de la Suisse et des autres pays de l'UE.

Graphique 5

Solde commercial de la zone euro par partenaire commercial

(flux cumulés sur quatre trimestres en pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : « UE : Autres » comprend les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et les institutions et organes de l'UE considérés, à des fins statistiques, comme n'appartenant pas à la zone euro, tels que la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement. « Centres extraterritoriaux » comprend les pays ou juridictions hors de l'UE qui fournissent des services financiers à des non-résidents à une échelle disproportionnée par rapport à la taille de leur économie nationale, notamment la Région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong et les îles Caïmans. « Autres pays » recouvre tous les pays et groupes de pays non représentés dans le graphique ainsi que les transactions non allouées.

L'excédent au titre des revenus primaires s'est détérioré en 2022 en raison de la baisse du revenu d'investissement net, baisse principalement liée à une forte diminution de l'excédent sur les revenus des investissements directs étrangers (IDE) en portefeuilles d'actions et à une hausse du déficit sur les revenus au titre des parts de fonds d'investissement⁹. En 2022, le solde des

revenus d'investissement est passé à un léger déficit (graphique 6), l'excédent net au titre des revenus des investissements directs étrangers (IDE) en portefeuilles d'actions ayant fortement diminué en 2022, principalement sous l'effet de la forte volatilité des flux de revenus au sein des principaux pôles d'IDE de la zone euro (Irlande, Luxembourg et Pays-Bas). Dans le même temps, les fonds d'investissement de la zone euro, principalement domiciliés en Irlande et au Luxembourg, ont enregistré une hausse des flux de revenus à destination de leurs investisseurs étrangers en 2022. La hausse mondiale des taux d'intérêt observée depuis 2022 a eu un impact positif significatif sur les revenus d'investissements de portefeuille en titres de créance et sur les revenus des autres investissements

⁸ Pour plus d'informations sur le marché du gaz naturel de l'UE, cf. l'encadré intitulé « [Risques pesant sur le marché du gaz naturel de l'UE au niveau mondial](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2023.

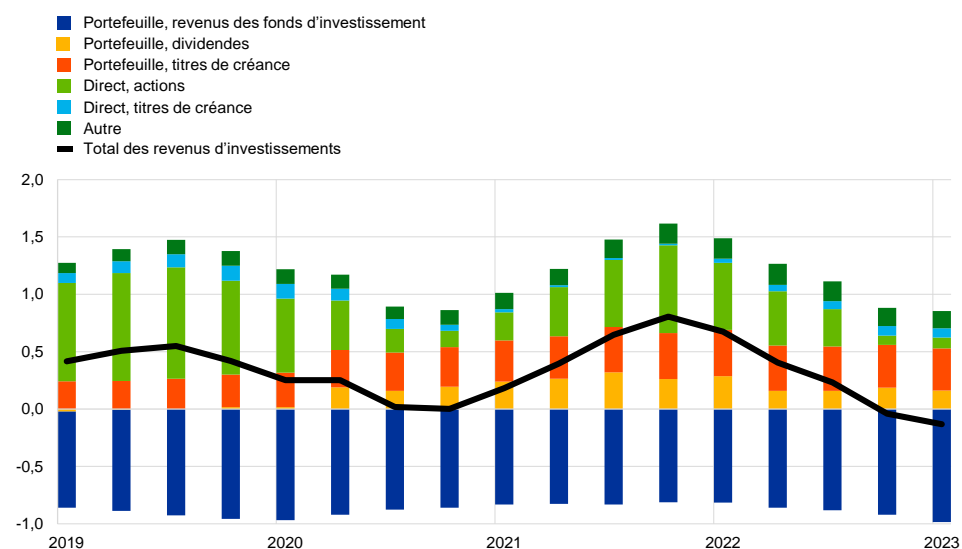
⁹ Les revenus d'investissement reflètent les recettes et paiements générés par les actifs et passifs extérieurs d'une économie (comme les dividendes et les intérêts), et peuvent être encore décomposés selon les différentes catégories fonctionnelles de la balance des paiements (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille, autres investissements et avoirs de réserve). Les revenus primaires, outre les revenus d'investissement, incluent également la rémunération des salariés et les autres revenus primaires (principalement les impôts et subventions) qui apportent une contribution traditionnellement positive au solde des revenus primaires de la zone euro.

versés aux non-résidents et reçus de l'étranger, tandis que la contribution positive nette de ces postes au solde des revenus d'investissement de la zone euro est restée relativement stable.

Graphique 6

Évolutions du solde des revenus d'investissement de la zone euro par grand type de revenus

(flux cumulés sur quatre trimestres en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : « Autres » inclut les revenus au titre des avoirs de réserve et les revenus des autres investissements.

Malgré le déficit du compte des transactions courantes, la zone euro est demeurée prêteuse nette en 2022, le compte de capital ayant enregistré un excédent exceptionnellement important.

Parmi les grandes composantes de l'identité de la balance des paiements, les soldes du compte des transactions courantes et du compte financier de la zone euro ont largement évolué de concert ces deux dernières décennies (graphique 7), tandis que le solde du compte de capital et les erreurs et omissions nettes ont enregistré des valeurs faibles¹⁰. Toutefois, le lien étroit entre le compte des transactions courantes et le compte financier a pris fin courant 2022, le compte financier continuant d'enregistrer des sorties nettes positives quoiqu'en baisse (0,9 % du PIB au cours des quatre derniers trimestres)¹¹. Cela résulte d'un excédent du compte de capital historiquement élevé (1,0 % du PIB) principalement vis-à-vis des États-Unis et du Royaume-Uni, pour l'essentiel en raison de cessions d'actifs de mercatique (tels que des noms de

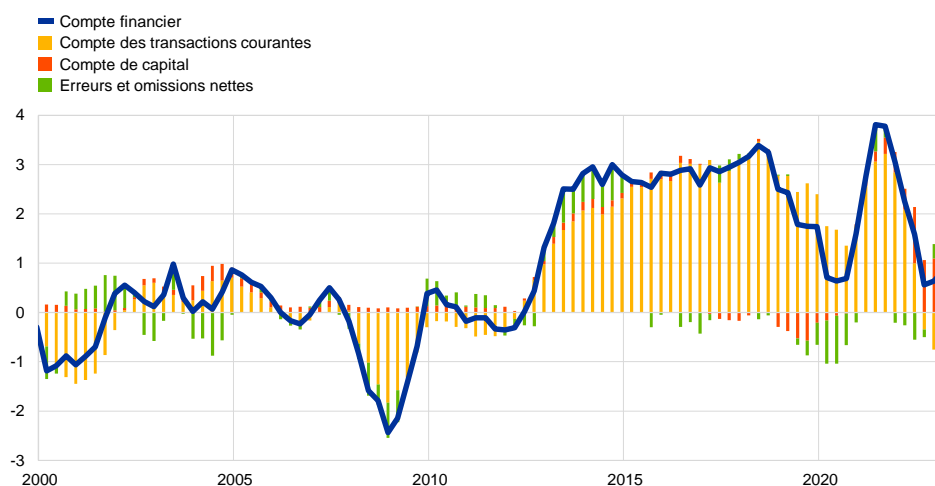
¹⁰ Selon l'identité de la balance des paiements, $CTC + CC + EON = CF$ où CTC représente le solde du compte des transactions courantes, CC le solde du compte de capital, EON les erreurs et omissions nettes (qui prennent en compte tout écart statistique) et CF le solde du compte financier. Le solde du compte financier est défini en termes de sorties financières nettes (achats nets d'actifs étrangers par les résidents domestiques moins accroissement net des passifs des résidents domestiques vis-à-vis des résidents étrangers).

¹¹ Pour plus d'informations sur l'évolution des flux financiers extérieurs de la zone euro en 2022, cf. l'encadré intitulé « Le grand repli des flux financiers extérieurs de la zone euro en 2022 – indications tirées de statistiques de balance des paiements plus granulaires », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2023.

marque et des logos)¹². Ces cessions reflètent, quant à elle, des relocalisations d'actifs intangibles à l'intérieur de multinationales, depuis des filiales situées dans la zone euro vers des entités hors zone euro. Des opérations de restructuration d'entreprises aussi importantes sont généralement non récurrentes, leur impact sur la capacité de financement de la zone euro devrait donc se révéler transitoire.

Graphique 7 Identité de la balance des paiements de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les données sont présentées sous la forme de sommes mobiles sur quatre trimestres jusqu'au premier trimestre 2023.

Globalement, la détérioration du solde du compte des transactions courantes résulte principalement d'un recul du solde des échanges de biens lié à de fortes hausses des prix des importations d'énergie. La baisse des prix des importations d'énergie a contribué à un redressement du compte des transactions courantes de la zone euro de l'ordre de 0,9 % du PIB de la zone au premier trimestre 2023. Toutefois, l'ampleur du redressement des transactions courantes de la zone euro à moyen terme est moins claire dans la mesure où elle repose sur le degré de persistance de la hausse des prix de l'énergie et sur la manière dont la série de chocs enregistrée ces dernières années a affecté les déterminants à moyen terme du compte des transactions courantes. Ces déterminants du compte des transactions courantes et ses perspectives à moyen terme sont examinés dans la section suivante.

Encadré 1

Introduction des ventilations par groupe de produits et des décompositions prix-quantité pour les échanges de biens dans la balance des paiements de la zone euro

Jerzy Niemczyk et Mykola Ryzhenkov

Les récentes augmentations des prix des matières premières et les goulets d'étranglement le long des chaînes d'approvisionnement soulignent l'importance d'une analyse granulaire des échanges

¹² Le compte de capital inclut principalement les transferts de capitaux et les transactions au titre des actifs non financiers non produits, tels que les actifs de mercatique.

de biens de la zone euro qui soit cohérente avec la balance des paiements globale. Cet encadré introduit deux ventilations expérimentales pour faciliter cette analyse, à savoir en termes de type de biens et de contributions des prix et des volumes aux flux commerciaux.

Même si une ventilation détaillée par types de biens n'est pas disponible à partir des données de balance des paiements, elle peut être estimée à l'aide des données granulaires tirées des statistiques relatives aux échanges internationaux de biens (*International trade in goods statistics*, ITGS)¹³. Toutefois, il existe d'importantes différences conceptuelles entre les données de balance des paiements et les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens, qui ont donné lieu à des écarts croissants pour la zone euro ces dernières années (graphique A, partie a)¹⁴. Parmi les différentes approches possibles pour décomposer par type de produit les exportations et importations de biens en balance des paiements, une méthode proportionnelle simple fondée sur l'application de la structure des échanges commerciaux observée dans les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens aux chiffres agrégés de balance des paiements est plus avantageuse, en raison également de sa simplicité de calcul¹⁵. En suivant cette approche, les échanges de biens en balance des paiements sont ventilés entre cinq grandes catégories de produits sur la base de la Classification Type pour le commerce international (CTCI) : produits alimentaires, énergie, produits chimiques, machines et autres biens¹⁶. La ventilation révèle que la détérioration du solde commercial depuis début 2021 résulte d'une hausse du déficit au titre des produits énergétiques et d'une baisse de l'excédent au titre des machines (graphique A, partie b).

S'agissant des décompositions prix-quantité, en balance des paiements, les échanges de biens sont mesurés en valeur sans distinguer les évolutions de quantités et de prix, négligeant ainsi de potentiels éclairages analytiques supplémentaires. Les statistiques du commerce international des biens fournissent certes des données avec des ventilations prix-quantité, mais elles sont fondées sur des déflateurs très agrégés, ce qui réduit la précision et la flexibilité de l'estimation. Une autre option expérimentale ascendante, plus fine, pour obtenir les contributions des prix et des volumes offre davantage de flexibilité analytique et garantit l'additionnalité des composantes. Les calculs sont fondés sur les données les plus granulaires disponibles pour les échanges de biens, plus précisément les codes à 8 chiffres de la classification de la nomenclature combinée (NC)¹⁷.

¹³ Les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens (*International trade in goods statistics*, ITGS) publiés par Eurostat mesurent la valeur et la quantité de biens échangés entre les États membres de l'UE et avec les pays non membres de l'UE.

¹⁴ Des écarts entre les deux ensembles de données existent généralement en raison de différences conceptuelles ; en particulier les statistiques de balance des paiements – tout comme les données des comptes nationaux – sont fondées sur le concept de transfert de la propriété économique, tandis que les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens enregistrent l'ensemble des biens qui franchissent la frontière d'un pays. De plus, les données relatives aux importations tirées des statistiques relatives aux échanges internationaux de biens doivent être ajustées pour passer d'une base CAF (coût, assurance et fret) à une base FAB (franco à bord). En particulier, la hausse des coûts de transport ces dernières années a entraîné un accroissement de l'écart entre les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens et les données de balance des paiements.

¹⁵ En pratique, le ratio entre les statistiques agrégées relatives aux échanges internationaux de biens et les chiffres de balance des paiements est calculé pour chaque période. De plus, on fait l'hypothèse qu'il n'y a pas d'hétérogénéité dans ce ratio entre les différentes catégories de produits. À l'aide du ratio agrégé, on obtient la valeur de balance des paiements pour chaque catégorie de produit.

¹⁶ On définit les catégories de produits suivantes : (1) Produits alimentaires : groupes 0 (produits alimentaires et animaux vivants) et 1 (boissons et tabacs) de la CTCI ; (2) Énergie : groupe 3 de la CTCI (Énergie) ; (3) Produits chimiques : groupe 5 de la CTCI (Produits chimiques) ; (4) Machines : groupe 6 de la CTCI (Articles manufacturés), 7 (Machines et matériel de transport) et 8 (Articles manufacturés divers) ; (5) Autres : groupes 2 (Matières brutes), 4 (Huiles, graisses et cires d'origine animale ou végétale) et 9 (autres) de la CTCI.

¹⁷ La méthode repose sur les hypothèses suivantes : (1) seuls les produits échangés chaque mois entre 2013 et 2022 sont inclus, (2) la grandeur physique est mesurée en kilogrammes, (3) les taux de croissance sont tronqués à 1000 %.

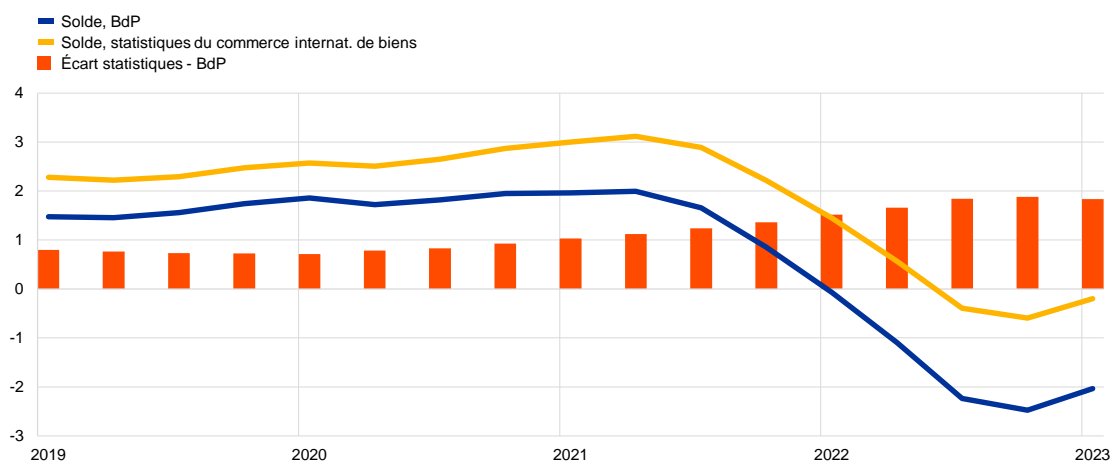
Pour chaque produit i du groupe de produits j au trimestre t , les indices de quantité sont calculés comme un ratio du volume physique d'échanges au cours d'un trimestre donné rapporté au volume trimestriel moyen respectif en 2013-2015, $\gamma_{i,j}^t = q_{i,j}^t / \bar{q}_{i,j}^b$. Les indices de quantité agrégés pour les différentes catégories de produits sont obtenus en faisant la somme des indices trimestriels pour un bien pondérés de la structure des échanges nominaux en 2013-2015, c'est-à-dire, $\gamma_j^t = \sum_i \omega_{i,j} \gamma_{i,j}^t$. Enfin, l'indice de quantité agrégé ainsi obtenu est multiplié par la valeur moyenne en balance des paiements pour la période de base, $q_j^t = \gamma_j^t \bar{v}_j^{2013-2015}$, et la composante prix est calculée comme la différence entre la série en valeur et la série en volume, c'est-à-dire $p_j^t = v_j^t - q_j^t$. Globalement cette méthode offre une manière transparente d'examiner les contributions des prix et des volumes quel que soit le niveau d'agrégation requis, comme démontré par le graphique 2 du corps du texte.

Graphique A

Solde des échanges de biens dans la balance des paiements : écart avec les statistiques relatives aux échanges internationaux de biens et contributions des catégories de produits

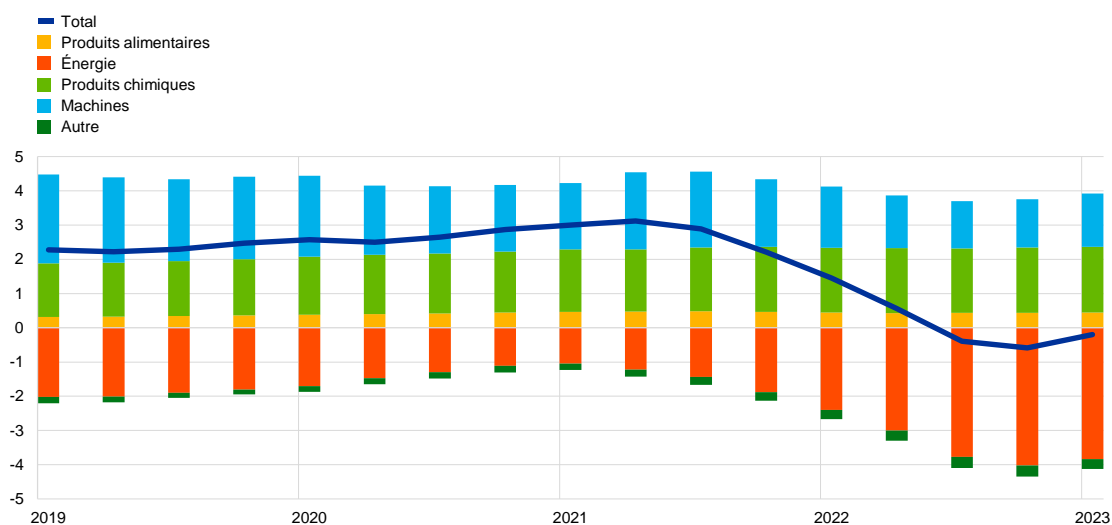
a) Écart entre le solde des échanges de biens tiré de la balance des paiements et celui tiré des statistiques relatives aux échanges internationaux de biens

(en pourcentage du PIB)



b) Solde des échanges de biens et contributions des différentes catégories de produits

(en pourcentage du PIB)



3 Les déterminants du compte des transactions courantes et ses perspectives à moyen terme

L'évolution du solde du compte des transactions courantes ces trois dernières années reflète d'importantes fluctuations de la capacité nette de financement des ménages, des sociétés non financières et des administrations publiques

¹⁸. Après le déclenchement de la pandémie de coronavirus (COVID-19), l'épargne nette des ménages a enregistré une hausse sans précédent due aux mesures de confinement, qui ont limité les possibilités de consommation, et à l'épargne de précaution, ainsi qu'aux mesures de soutien des pouvoirs publics, qui ont protégé les revenus des ménages ¹⁹. Dans le même temps, les sociétés non financières sont devenues prêteuses nettes alors qu'elles étaient emprunteuses nettes, les entreprises ayant reçu un soutien public, réduit leurs coûts, reporté les nouveaux investissements et thésaurisé des liquidités pour des motifs de précaution ²⁰. Toutefois, cette hausse de l'épargne nette du secteur privé a été largement compensée par une expansion budgétaire tout aussi inédite ayant entraîné une baisse de la capacité nette de financement, qui se reflète dans la baisse de l'excédent du compte des transactions courantes observée en 2020. Le besoin net de financement du secteur public ayant baissé plus rapidement que la capacité nette de financement du secteur privé en 2021, le solde du compte des transactions courantes s'est de nouveau inscrit en hausse à des niveaux proches de ses points hauts historiques. L'intensification des tensions sur les prix aggravée par le choc sur l'énergie qui a fait suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a toutefois réduit le flux d'épargne nette du secteur privé dans une mesure telle que la capacité nette de financement de la zone euro a atteint son plus bas niveau depuis une décennie en 2022 ²¹.

¹⁸ La décomposition capacité nette/besoin net de financement reflète les soldes sectoriels nationaux tirés des données relatives aux comptes sectoriels non financiers, tandis que les données relatives au compte des transactions courantes et au compte financier montrent la capacité nette à financer le reste du monde/le besoin net de se faire financer par le reste du monde tels qu'ils ressortent des données de balance des paiements. Les deux indicateurs de capacité nette/besoin net de financement sont équivalents du point de vue conceptuel, tandis que des écarts mineurs entre les deux sources de données peuvent exister pour les périodes antérieures à 2013.

¹⁹ Cf. l'encadré intitulé « [L'épargne des ménages pendant la pandémie de COVID-19 et ses conséquences pour le redressement de la consommation](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2022.

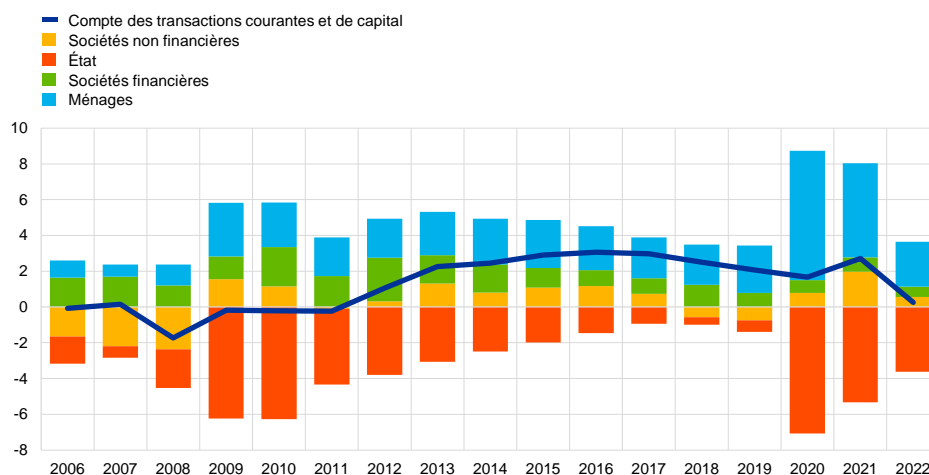
²⁰ Cf. l'encadré intitulé « [La santé des sociétés non financières durant la pandémie](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2021.

²¹ Le choc sur les termes de l'échange dû à la crise de l'énergie a déprimé les revenus réels des ménages et entraîné une baisse de la consommation et de l'investissement réels. Cependant cette diminution des niveaux de la consommation et de l'investissement réels ne s'est pas traduite par une hausse de la capacité nette de financement, dans la mesure où la hausse des niveaux des prix qui en a résulté a entraîné une augmentation des dépenses et ainsi déclenché une réduction de la capacité nette de financement.

Graphique 8

Capacité nette/besoin net de financement de la zone euro par secteurs et compte des transactions courantes et de capital

(en pourcentage du PIB, contributions en points de pourcentage)



Source : BCE.

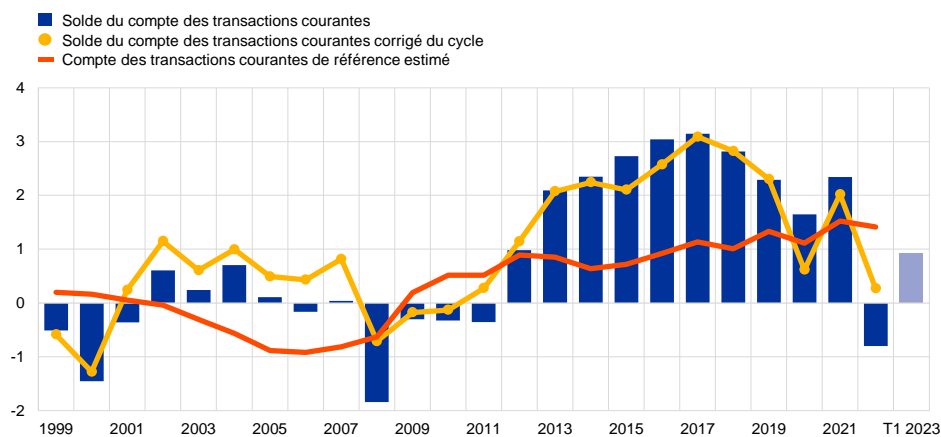
Une part substantielle des fluctuations du solde du compte des transactions courantes en 2022 résulte de facteurs conjoncturels, en particulier les fluctuations importantes des prix de l'énergie.

Une décomposition du solde du compte des transactions courantes entre sa composante conjoncturelle et sa composante fondamentale sur la base d'un modèle de référence standard pour le compte des transactions courantes montre qu'environ un tiers de la détérioration du compte des transactions courantes de la zone euro en 2022 peut être attribué à des facteurs généralement vus comme conjoncturels, y compris l'écart des prix de l'énergie par rapport à leur tendance à moyen terme (encadré 2). Les prix de l'énergie s'étant ralentis par rapport à leurs niveaux record, le solde du compte des transactions courantes est passé d'un déficit de - 0,8 % à un excédent de 0,9 % du PIB de la zone euro au premier trimestre 2023. Par conséquent, le solde du compte des transactions courantes est désormais proche de sa référence fondée sur un modèle, qui est une estimation du niveau du solde du compte des transactions courantes en phase avec les fondamentaux à moyen terme (graphique 9).

Graphique 9

Solde du compte des transactions courantes, solde du compte des transactions courantes corrigé du cycle et compte des transactions courantes de référence

(en pourcentage du PIB de la zone euro)



Sources : BCE.

Note : Pour plus de détails, cf. l'encadré 2 de cet article.

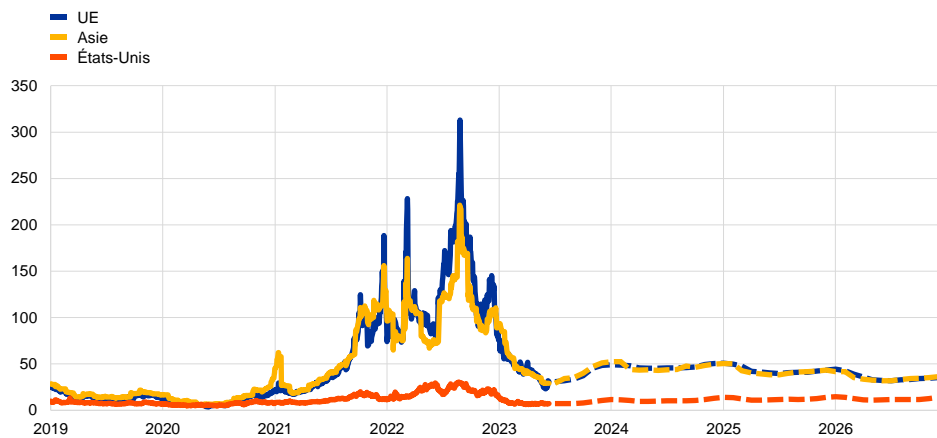
À plus long terme, l'évolution du compte des transactions courantes dépendra essentiellement de la mesure dans laquelle la hausse des prix de l'énergie persistera à moyen terme. Les prix de l'énergie ont diminué par rapport à leurs niveaux record, mais restent supérieurs aux niveaux d'avant 2021, en particulier pour le gaz. L'écart de prix pour le gaz, surtout vis-à-vis des États-Unis, devrait rester élevé à moyen terme étant donné le rôle de fournisseur de gaz naturel joué par ce pays et du fait que le gaz livré par gazoduc par la Russie a dû être remplacé par du gaz naturel liquéfié, plus coûteux (cf. graphique 10). Toutes choses égales par ailleurs, cela impliquerait un solde du compte des transactions courantes de la zone euro structurellement inférieur à ce qu'il était avant le choc énergétique.

Une baisse des volumes des importations d'énergie, en raison par exemple des économies réalisées par le biais d'une meilleure efficacité énergétique ou du remplacement par des sources domestiques, pourrait toutefois atténuer l'effet négatif sur le compte des transactions courantes.

Graphique 10

Prix du gaz

(euros/MWh)



Source : Bloomberg.

Notes : « UE » se rapporte à l'indice néerlandais TTF, « Asie » se rapporte à l'indice Nymex JMK et « États-Unis » se rapporte à l'indice Henry Hub. Les lignes continues représentent les prix quotidiens des contrats à terme à un mois ; les lignes en pointillés représentent les prix à terme mensuels à compter de juillet 2023.

Une détérioration des perspectives de croissance par rapport au reste du monde soutiendrait le solde du compte des transactions courantes de la zone euro. Dans la mesure où les prix de l'énergie devraient rester plus élevés dans le futur, une détérioration des perspectives de croissance par rapport au reste du monde et la perte de revenus permanente qui y est associée devraient se refléter dans une baisse des niveaux de consommation et d'investissement, qui freinerait l'impact négatif exercé par le choc sur les prix de l'énergie sur le solde du compte des transactions courantes à moyen terme.

La pandémie et l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont également affecté la démographie de la zone euro. En particulier, l'afflux de réfugiés a exercé un impact net positif sur les perspectives démographiques de la zone ²². Les économies rapidement vieillissantes comme la zone euro tendent à enregistrer un solde du compte des transactions courantes plus positif, au contraire des pays caractérisés par une croissance de la population plus rapide, et un taux élevé de dépendance des personnes âgées dû à la désépargne. D'après les dernières projections démographiques établies par Eurostat, dans les décennies à venir le ratio de dépendance des personnes âgées devrait légèrement s'améliorer par rapport aux projections de 2019 ²³. Cela étant, la population de la zone euro devrait continuer de vieillir et nettement diminuer au cours des prochaines générations, également par rapport au reste du monde. Par conséquent, les facteurs démographiques devraient

²² La population active de la zone euro a enregistré une augmentation comprise entre 0,3 % et 0,5 % due à l'afflux de réfugiés ukrainiens en 2022 et l'impact pourrait encore s'accroître avec la poursuite de la guerre, selon Botelho (V.) et Hägele (H.), « *Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market* », *The ECB Blog*, 1^{er} mars 2023.

²³ Par rapport aux projections de 2019, le taux de dépendance des personnes âgées devrait s'améliorer de 0,6 point de pourcentage d'ici 2025 et de 1,4 point de pourcentage (à 51 %) d'ici 2050. Cf. l'encadré intitulé « *Les tendances démographiques EUROPOP2023 et ce qui en résulte pour l'économie de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

continuer à soutenir le solde du compte des transactions courantes de la zone euro à moyen terme.

L'assainissement budgétaire attendu dans la zone euro au cours des années à venir est un facteur supplémentaire qui devrait soutenir l'excédent du compte des transactions courantes. Selon les dernières projections établies par les services de la BCE, les soldes publics de la zone euro devraient s'améliorer. Le déficit public structurel devrait revenir de 3,2 % du PIB en 2022 à 2,5 % du PIB d'ici 2025, ce qui est plus rapide que dans le reste du monde, et devrait donc soutenir le solde du compte des transactions courantes de la zone euro ²⁴.

Dans le même temps, les dépenses publiques et privées destinées à verdir l'économie, garantir la sécurité énergétique et s'adapter à l'incertitude géopolitique pourraient peser sur le compte des transactions courantes.

Le verdissement de l'économie nécessitera des investissements importants. Par exemple, pour atteindre les objectifs du pacte vert pour l'Europe, la Commission européenne s'est engagée à mobiliser au moins 1 000 milliards d'euros en investissements durables publics et privés sur cette décennie ²⁵. Dans le même temps, l'incertitude géopolitique croissante est susceptible non seulement de se traduire par une hausse des dépenses de défense, mais aussi d'entraîner une fragmentation géoéconomique ²⁶. Dans la mesure où la fragmentation géoéconomique déclencherait une reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales en les éloignant des producteurs les plus compétitifs en matière de prix, on peut s'attendre à une hausse du coût des biens intermédiaires importés. Cette hausse de coût pèsera sur la compétitivité des exportations de la zone euro, réduisant le solde du compte des transactions courantes vu sa position en amont dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et la dépendance relativement forte à l'égard des importations de biens intermédiaires.

Encadré 2

Un compte des transactions courantes de référence à moyen terme pour la zone euro

Lorenz Emter et Michael Fidora

Cet encadré examine le modèle de référence pour le compte des transactions courantes utilisé dans l'analyse des déterminants à moyen terme du compte des transactions courantes. Le modèle utilisé dans l'analyse suit de près Zorell (2017) et a été établi dans l'esprit du modèle d'évaluation du solde extérieur (EBA) du FMI ²⁷. Il fournit une référence à moyen terme pour le solde du compte

²⁴ Une hausse des dépenses publiques dans l'économie nationale, toutes choses égales par ailleurs, accroît la demande intérieure et entraîne ainsi une baisse du solde du compte des transactions courantes. Si, toutefois, les dépenses publiques augmentent également à l'étranger, toutes choses égales par ailleurs, la demande étrangère augmente, ce qui entraîne une hausse du solde du compte des transactions courantes.

²⁵ Cf. Commission européenne, « Communication sur le plan d'investissement pour une Europe durable, 2020 ».

²⁶ De nombreux pays sont confrontés à une hausse structurelle des dépenses de défense au vu de la guerre en Ukraine et de leurs engagements auprès de l'OTAN à combler l'écart de financement pour passer de 1,3 % du PIB en 2021 à l'objectif de 2 % du PIB établi par l'OTAN.

²⁷ Cf. Zorell (N.), « *Large net foreign liabilities of euro area countries* », *Occasional Paper Series*, n° 198, BCE, octobre 2017 et Allen (C.) *et al.*, « *2022 Update of the External Balance Assessment Methodology* », *IMF Working Paper*, n° 47, Fonds monétaire international, 2023.

des transactions courantes qui est compatible avec les fondamentaux économiques et les politiques souhaitées.

Le modèle de référence du compte des transactions courantes relie le solde du compte des transactions courantes à plusieurs déterminants macroéconomiques documentés dans la littérature. Ces déterminants sont choisis sur la base de leurs fondements conceptuels et selon que les coefficients estimés sont, ou non, cohérents avec les précédents théoriques, statistiquement significatifs et associés de manière robuste avec le solde du compte des transactions courantes. Plus précisément, le modèle relie le solde du compte des transactions courantes, exprimé en pourcentage du PIB, à un large éventail de déterminants, qui inclut des variables conjoncturelles (telles que l'écart de production et les fluctuations des prix de l'énergie), des variables fondamentales (telles que la démographie et la croissance anticipée des revenus futurs) et des variables de politique économique (telles que le solde budgétaire structurel). Le modèle prend la forme suivante, où CTC représente le solde du compte des transactions courantes, tandis que Y représente les variables conjoncturelles, F les variables fondamentales exogènes et P l'éventail de variables de politique économique. La plupart des variables sont exprimées par rapport au reste du monde puisque le compte des transactions courantes est le résultat des évolutions vis-à-vis des partenaires commerciaux :

$$CTC_{i,t} = \alpha + \beta Y_{i,t} + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Le modèle est estimé sur un panel de 56 pays pour la période 1985-2022 en fréquence annuelle. Le tableau A présente les résultats de la régression.

Les soldes du compte des transactions courantes corrigés du cycle et les comptes des transactions courantes de référence peuvent être établis à partir de ce cadre. Le solde du compte des transactions courantes corrigé du cycle correspond au solde effectif du compte des transactions courantes, débarrassé des effets du cycle conjoncturel. Il est obtenu en soustrayant la contribution des facteurs conjoncturels du solde effectif du compte des transactions courantes :

$$\widehat{CTC}_{i,t} = CTC_{i,t} - \beta Y_{i,t}$$

Les facteurs conjoncturels inclus dans le modèle sont l'écart de production (par rapport au reste du monde) ainsi que les soldes passés des importations de pétrole et de gaz, reliés à une mesure de la composante conjoncturelle de leurs prix respectifs. Par exemple, un écart de production domestique négatif fait baisser la demande d'importations. Toutefois, si le reste du monde affiche lui aussi un écart de production négatif, la demande d'exportations diminuera en parallèle. Par conséquent, l'effet total du cycle conjoncturel sur le solde du compte des transactions courantes est donné par la contribution de l'écart de production par rapport au reste du monde. Le compte des transactions courantes de référence estimé représente quant à lui le solde du compte des transactions courantes corrigé du cycle qui serait justifié par les fondamentaux et les politiques économiques souhaitées :

$$CTC_{i,t}^* = \alpha + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t}^* = \widehat{CTC}_{i,t} + \delta(P_{i,t}^* - P_{i,t}) - \varepsilon_{i,t}$$

où P^* représente le niveau de politique économique souhaité. Les variables de politique économique prises en compte dans le modèle sont (1) le solde budgétaire corrigé du cycle (dont le niveau souhaité est choisi de manière à correspondre à l'objectif à moyen terme du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE), (2) les contrôles des capitaux (dont le niveau souhaité est choisi de manière à représenter la liberté totale des mouvements de capitaux), (3) une

mesure des rigidités structurelles (dont le niveau souhaité est choisi de manière à correspondre au niveau enregistré par les pays les plus performants) et (4) les dépenses sociales publiques (dont le niveau souhaité est choisi de manière à correspondre au niveau moyen des pays dont le revenu par tête et la structure par âge sont comparables). Le niveau obtenu selon ces hypothèses représente le compte des transactions courantes de référence à moyen terme, comme l'indique le modèle.

Tableau A

Coefficients du modèle de référence du compte des transactions courantes

Variable dépendante : CTC/PIB		
Écart de production	- 0,347	***
L. Solde des échanges pétroliers * Prix du pétrole (écart conjoncturel)	0,239	***
L. Solde des échanges de gaz * Prix du gaz (écart conjoncturel)	0,889	***
L. Production relative par travailleur	-0,001	
L. Production relative par travailleur * Ouverture du compte de capital	0,062	***
Croissance du PIB, prévision à 5 ans	- 0,436	***
Taux de dépendance des personnes âgées	- 0,149	***
Croissance de la population	- 0,386	*
Vitesse relative de vieillissement	0,050	*
Taux de dépendance des personnes âgées x vitesse relative de vieillissement	0,106	***
L. position extérieure globale nette/PIB	0,025	***
L. position extérieure globale nette/PIB * (variable muette si pos. ext. globale nette/PIB < - 60 %)	- 0,011	
Solde des échanges pétroliers (moyenne sur 5 ans) * variable muette exportateurs nets	0,258	***
Part de la devise dans les réserves mondiales	- 0,039	***
Variable muette centre financier	0,025	***
Notation du risque de crédit * variable muette pays du programme de la ZE	0,003	*
Solde budgétaire corrigé du cycle, avec instruments	0,438	***
(Δ Réserves)/PIB * Ouverture du compte de capital, avec instruments	0,501	***
Rigidités structurelles	- 0,136	***
Concours au secteur privé/PIB, centré	- 0,037	***
L. Dépenses de santé publiques/PIB	- 0,171	
L. Indice VXO centré * Ouverture du compte de capital	0,024	*
L. Indice VXO centré * Ouverture du compte de capital * Part de la devise dans les réserves mondiales	0,008	
Constante	- 0,008	***
Observations	1704	
Nombre de pays	56	
R2	0,34	

Source : Estimations des services de la BCE.

Notes : (*) significatif à 10 %, (**) significatif à 5 %, (***) significatif au niveau de 1 % sur la base des valeurs z corrigées de l'hétéroscédasticité. La plupart des variables sont construites vis-à-vis du reste du monde. « L » est le premier décalage. Estimé à l'aide de la méthodologie Prais-Winsten.

4 Conclusions

La forte détérioration du solde du compte des transactions courantes observée en 2022 devrait se révéler largement temporaire. La baisse des prix de

l'énergie a entraîné une amélioration des termes de l'échange de la zone euro début 2023, des gains modestes étant à nouveau attendus à moyen terme. Conjugué à l'assainissement budgétaire attendu, cela devrait contribuer à une hausse du compte des transactions courantes de la zone euro, qui selon les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème, devrait rebondir pour s'établir à 1,1 % du PIB de la zone euro en 2023 et s'améliorer encore un peu, à 1,4 % et 1,6 % du PIB en 2024 et 2025, respectivement ²⁸.

Néanmoins, le compte des transactions courantes de la zone euro devrait rester inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. Les prix de l'énergie devraient demeurer élevés à moyen terme jusqu'à ce que la transition verte soit achevée. Dans le même temps, d'importantes dépenses publiques et privées destinées à verdir l'économie, garantir un approvisionnement sûr en énergie et gérer l'incertitude géopolitique devraient peser sur la capacité nette de financement de la zone euro et empêcher le solde du compte des transactions courantes de renouer avec les pics historiques d'environ 3 % du PIB observés avant la pandémie.

Le fait que la forte baisse du compte des transactions courantes de la zone euro soit principalement liée à une détérioration des termes de l'échange énergétiques a des conséquences sur la politique monétaire. Une détérioration des termes de l'échange affecte également la dynamique de l'inflation via un recul des revenus réels. La détérioration importante – et dans une certaine mesure probablement persistante – des termes de l'échange implique une baisse de la richesse via la réduction de la valeur présente des revenus réels futurs, avec des répercussions sur la valorisation des actifs et le comportement de consommation. Les évolutions des termes de l'échange liés à l'énergie diffèrent nettement entre la zone euro et les États-Unis, les échanges de produits énergétiques étant globalement équilibrés aux États-Unis en raison de l'importance de leur production d'énergie nationale ²⁹. Par conséquent, malgré les récentes améliorations des termes de l'échange et du compte des transactions courantes de la zone euro, le déficit d'énergie devrait continuer de freiner à moyen terme les revenus réels de la zone euro, avec des répercussions sur la demande intérieure et donc sur l'inflation dans la zone euro.

²⁸ Cf. les [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#), septembre 2023.

²⁹ Cf. Lane (P.R.), « [Inflation Diagnostics](#) », *The ECB Blog*, 25 novembre 2022.

2 L'impact du changement climatique sur la production potentielle

Miles Parker

1 Introduction

Le changement climatique et les mesures prises afin de l'endiguer modifieront en profondeur l'activité économique au cours des prochaines décennies.

L'élimination des émissions de carbone exige des changements dans la manière dont les ménages consomment et les entreprises produisent. Sans progrès suffisants dans la réduction des émissions, les températures moyennes augmenteront, le niveau des océans s'élèvera et les phénomènes climatiques extrêmes deviendront plus fréquents et plus puissants ¹.

Une approche commune pour estimer l'impact économique du changement climatique utilise des scénarios avec des trajectoires cohérentes pour les émissions de carbone et les conditions climatiques ². Même si ces estimations dépendent d'un scénario donné, la conclusion générale est qu'un changement climatique sans mesure d'atténuation est bien plus néfaste pour la production potentielle à long terme que l'impact de la transition vers la neutralité carbone. Toutefois, la transition elle-même risque aussi de réduire la production potentielle, en particulier à court terme. Des politiques bien conçues faisant l'objet d'une bonne communication et bien coordonnées peuvent contribuer à atténuer ces impacts négatifs ³.

Cet article adopte une autre approche et détaille les canaux d'impact sur la production potentielle, en s'appuyant sur la littérature existante et sur les travaux en cours à la BCE. Connaître ces canaux peut contribuer à encadrer les débats et à améliorer la modélisation des impacts économiques du changement climatique. Ces impacts peuvent être globalement répartis en trois catégories.

- **Le changement climatique à long terme**, notamment la hausse des températures moyennes, les évolutions des précipitations, la montée du niveau des océans et les mesures d'adaptation prises pour réduire son impact ;

¹ Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat, « *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers* », Cambridge University Press, Cambridge et New York, 2022.

² Cf. par exemple, Réseau pour le verdissement du système financier, « *NGFS Scenarios for central banks and supervisors* », septembre 2022.

³ L'analyse préliminaire réalisée par le Groupe d'experts du Système européen de banques centrales sur la productivité montre que la productivité du travail dans la zone euro serait inférieure de 0,5 point de pourcentage dans le cas d'un scénario de transition désordonnée par rapport à celui d'une transition ordonnée.

- **Les événements météorologiques et climatiques extrêmes**, tels que les sécheresses, les vagues de chaleur, les incendies, les tempêtes et les inondations ;
- **La transition vers une économie neutre en carbone**, avec notamment l'impact des politiques adoptées pour accélérer la transition, telles que les taxes carbone et la réglementation.

2 Qu'est-ce que la production potentielle ?

La production potentielle est un concept important pour la politique monétaire. Elle représente le niveau maximum de production soutenable pour une économie à moyen terme⁴. La production effective peut diverger de la production potentielle, la différence entre les deux correspondant à l'écart de production. Quand l'écart de production est positif (la production effective est supérieure à la production potentielle), il existe généralement des pressions à la hausse sur le coût des facteurs de production, ce qui entraîne une hausse des prix à la consommation et rend nécessaire un resserrement de la politique monétaire. De même, un écart de production négatif tend à exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. Ainsi, même si la production potentielle n'est pas directement observable, l'estimation de sa valeur joue un rôle important lors de l'évaluation des conditions économiques du moment et de la détermination de l'orientation de la politique monétaire.

Trois composantes principales contribuent à la production potentielle.

- **Le stock de capital** : l'ensemble des actifs – physiques et incorporels – utilisés dans le cadre du processus de production. Cela recouvre les bâtiments, les machines, les logiciels et les brevets ainsi que les infrastructures publiques, telles que les routes.
- **L'offre de travail** : le nombre total d'heures travaillées dans l'économie. Il s'agit d'une fonction de la population active, des causes structurelles du chômage et du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée.
- **La productivité globale des facteurs (PGF)** : l'efficacité avec laquelle le capital et le travail sont utilisés dans le processus de production, reflétant la technologie et les capacités de gestion.

Certains des effets du changement climatique sur la production potentielle sont aisément visibles, comme la destruction du capital physique lors des catastrophes ; d'autres effets peuvent être moins évidents. Ils peuvent cependant être tout aussi critiques pour l'impact à long terme du changement climatique. Le tableau 1 synthétise brièvement les principaux canaux d'impact, qui sont examinés plus en détail ci-après. De plus, la manière dont le changement climatique affecte la biodiversité n'est pas toujours prise en compte dans les

⁴ Cf. l'article intitulé « [La production potentielle durant la période d'après-crise](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

modèles économiques traditionnels ni dans les mesures de l'activité économique telles que le PIB. Ces questions sont analysées plus en détail dans l'encadré 3.

Tableau 1

Impact du changement climatique sur les composantes de la production potentielle

	Stock de capital	Offre de travail	Productivité globale des facteurs
Changement climatique à long terme	<p>Modifications des flux liés au tourisme.</p> <p>Perte de terres agricoles liée à la hausse des températures, au stress hydrique et à la salinisation des sols en raison de la montée du niveau des océans.</p> <p>Perturbation de l'activité économique dans les zones côtières en raison de la montée du niveau des océans.</p> <p>Perte de biodiversité et de services écosystémiques.</p>	<p>Hausse des taux de mortalité et de maladie.</p> <p>Augmentation du chômage structurel régional en raison des évolutions du tourisme, par exemple.</p> <p>Migration induite par le climat.</p>	<p>Efficacité du travail réduite en raison de la hausse des températures, notamment une diminution des heures travaillées.</p> <p>Le capital investi dans l'adaptation est moins productif au total et détourne des ressources de l'innovation.</p>
Événements météorologiques et climatiques extrêmes	<p>Destruction du stock de capital lors des catastrophes.</p> <p>Occasion de remplacer le capital ancien, détruit, par du capital plus récent, plus avancé technologiquement.</p> <p>L'incertitude et la volatilité accrues réduisent la volonté d'investir à long terme.</p>	<p>Hausse des taux de mortalité et de maladie.</p> <p>Migration induite par les catastrophes.</p> <p>Perte d'éducation et de compétences.</p>	<p>Les faillites induites par les catastrophes et les réductions localisées de l'accès au financement entraînent une réallocation entre les entreprises, pour le meilleur ou pour le pire.</p> <p>Le processus de reconstruction détourne l'attention des organes de direction, réduisant la productivité globale.</p>
Politiques climatiques et transition verte	<p>Augmentation des actifs échoués (<i>stranded assets</i>).</p> <p>L'augmentation des coûts de l'énergie liée aux taxes sur le carbone réduit les fonds disponibles pour investir.</p>	<p>L'inadéquation des compétences accroît le chômage structurel</p>	<p>La réallocation de la production entre les entreprises au sein des secteurs peut s'avérer plus ou moins efficace.</p> <p>La réglementation environnementale réduit la productivité, effet peut-être (plus que) compensé par l'innovation.</p> <p>Impact réduit des chocs d'offre liés aux combustibles fossiles.</p>

Tous les canaux n'affectent pas la production potentielle sur l'horizon à moyen terme qui importe le plus pour la politique monétaire. Des impacts à évolution lente peuvent sensiblement réduire la production potentielle à long terme, mais ne pas influencer fortement l'inflation. Les impacts à court terme, tels que des bouleversements temporaires à la suite de catastrophes ou des perturbations des chaînes d'approvisionnement pour les minéraux essentiels, peuvent impliquer d'autres prescriptions de politique monétaire que les variations à moyen terme ⁵. Quel que soit l'horizon de l'impact, la combinaison de canaux décrite ici accroît l'incertitude ainsi que la difficulté pour les banques centrales à estimer avec précision la production potentielle au cours du processus d'élaboration des projections macroéconomiques sur lesquelles s'appuient les décisions de politique monétaire.

⁵ Cf. Panetta (F.), « *The complexity of monetary policy* », discours, Florence, 14 novembre 2022.

3 Impact du changement climatique à long terme

Les modifications à long terme des températures moyennes et des régimes de précipitations devraient affecter négativement certains secteurs et certaines régions en Europe.

Le tourisme en constitue un exemple. Les hivers plus doux devraient réduire l'enneigement disponible pour le ski. De même, de nombreuses régions méditerranéennes sont actuellement une destination idéale pour le tourisme estival, mais avec des températures moyennes plus élevées et une moindre disponibilité de l'eau douce durant la haute saison, elles pourraient s'avérer beaucoup moins adaptées⁶. L'impact global pour l'Europe du Sud dépend de la question de savoir si les touristes modifieront le calendrier de leurs vacances, le nombre de mois praticables au printemps et à l'automne étant susceptible d'augmenter. Les régions côtières de la Méditerranée sont également exposées à des risques accrus d'inondations liées à la montée du niveau des océans. Ces conditions changeantes devraient réduire la valeur du capital lié au tourisme (comme les hôtels) dans les régions affectées et entraîner une diminution des taux d'investissement futurs.

L'agriculture devrait également être affectée, l'Europe du Sud en particulier étant confrontée à des baisses de rendement des cultures.

En revanche, les rendements pourraient augmenter dans certaines zones d'Europe du Nord. Des opportunités existent de remplacer des espèces cultivées pour s'adapter à des températures plus élevées, mais l'approvisionnement en eau devrait limiter les possibilités, notamment dans le sud de l'Europe⁷. De plus, même si les cultures sont adaptées aux évolutions des températures moyennes et des précipitations, l'élargissement de la distribution des résultats par rapport à ces moyennes pourrait également réduire les rendements. Cela étant, la valeur des produits agricoles européens peut augmenter si les autres régions du monde productrices de produits alimentaires sont touchées plus durement par les impacts liés au climat.

La hausse des températures réduit la productivité et les heures travaillées des travailleurs individuels.

La productivité des travailleurs est généralement maximale dans la fourchette de confort comprise entre 19 et 22 °C, leur efficacité diminuant de manière non linéaire au-delà de ces valeurs⁸. Dans les secteurs fortement exposés aux températures, tels que la construction, il a été démontré que les travailleurs réduisent leur temps travaillé les jours de forte chaleur⁹. Les emplois physiques ne

⁶ Cf. Amelung (B.) et Moreno (A.), « *Impacts of climate change in tourism in Europe. PESETA-Tourism study* », JRC Scientific and Technical Reports, EUR 24114 EN, Luxembourg, 2009.

⁷ Cf. Jacobs (C.) et al., « *Climate change adaptation in the agriculture sector in Europe* », European Environmental Agency Report, n° 04, 2019 ; Ceglar (A.) et al., « *Observed Northward Migration of Agro-Climatic Zones in Europe Will Further Accelerate Under Climate Change* », *Earth's Future*, vol. 7, Issue 9, 2019, p. 1088-1101.

⁸ Cf. Heal (G.) et Park (J.), « *Temperature Stress and the Direct Impact of Climate Change: A Review of an Emerging Literature* », *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 10, n° 2, 2016, p. 1-17.

⁹ Cf. Graff Zivin (J.) et Neidell (M.), « *Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change* », *Journal of Labor Economics*, vol. 32, n°1, 2014, p. 1-26.

sont pas les seuls à être affectés : la chaleur peut également nuire aux capacités mathématiques au-delà de certains seuils ¹⁰.

Compte tenu de l'impact non linéaire, l'offre de travail sera davantage affectée par la hausse des températures dans les pays qui sont déjà plus chauds en moyenne ¹¹. Dans la mesure où les pays (ou les régions) à faibles revenus ont tendance à avoir des climats plus chauds et à se spécialiser dans des secteurs exposés au climat tels que l'agriculture et le tourisme, la hausse des températures au niveau mondial risque d'accentuer les inégalités de revenus entre les pays et les régions. En Europe, une hausse marginale de la température pourrait stimuler la croissance de la productivité du travail dans les pays plus froids, mais l'impact devient négatif dès lors que la température historique moyenne dépasse 14 degrés, soit approximativement celle de l'Italie et de la France ¹².

La hausse des températures peut entraîner une augmentation des décès, même si une adaptation par recours à la technologie peut atténuer l'impact sur l'offre de travail. On estime que la vague de chaleur de l'été 2022 en Europe a provoqué 60 000 décès liés à la chaleur ¹³. De fait, le lien entre mortalité et température a la forme d'une courbe en U ¹⁴. La diminution du nombre de décès dus aux journées de grand froid qui pourraient devenir moins fréquentes à l'avenir compense en partie la hausse de la mortalité liée à l'augmentation des décès liés à la chaleur. De plus, des éléments vont dans le sens d'une baisse des taux de mortalité, attribuée à un recours accru à la climatisation ¹⁵. Cependant, il convient de considérer avec prudence les affirmations selon lesquelles la technologie permettra d'éliminer l'essentiel des impacts négatifs de la hausse des températures. Ce sont exactement les mêmes contraintes d'accès et de revenus empêchant actuellement d'utiliser pleinement les technologies de longue date (telles que le chauffage pour se protéger du froid) qui devraient également limiter le recours généralisé aux nouvelles technologies à l'avenir.

Le changement climatique pourrait également affecter l'offre de travail au travers de la mortalité, de la morbidité et des migrations induites par les conditions climatiques, l'Europe étant vraisemblablement considérée comme une destination très attractive. La hausse des températures moyennes devrait entraîner des taux de maladie plus élevés ¹⁶. Les estimations de l'impact futur

¹⁰ Cf. Graff Zivin (J.), Hsiang (S.) et Neidell (M.), « *Temperature and Human Capital in the Short and Long Run* », *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists*, vol. 5, n° 1, 2018, p. 77-105.

¹¹ Cf. Dell (M.), Jones (B.) et Olken (B.), « *Temperature Shocks and Economic Growth: Evidence from the Last half Century* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n° 3, 2012, p. 66-95.

¹² Cf. Deutsche Bundesbank, « *Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective* », *Monthly Report*, janvier 2022, p. 33-61.

¹³ Cf. Ballester (J.) et al., « *Heat-related mortality in Europe during the summer of 2022* », *Nature Medicine*, vol. 29, 10 juillet 2023, p. 1857-1866.

¹⁴ Cf. Barreca (A.) et al., « *Adapting to Climate Change: The Remarkable Decline in the US Temperature-Mortality Relationship over the Twentieth Century* », *Journal of Political Economy*, vol. 124, n° 1, 2016, p. 105-159.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ Cf. Mora (C.) et al., « *Over half of known human pathogenic diseases can be aggravated by climate change* », *Nature Climate Change*, vol. 12, 2022, p. 869-875.

potentiel du climat sur les migrations de la main-d'œuvre varient sensiblement ¹⁷. Historiquement, une partie seulement des travailleurs affectés par des événements climatiques se réinstallent ailleurs et la plupart de ceux qui le font se déplacent à l'intérieur du pays plutôt que d'émigrer ¹⁸. Cependant, l'expérience passée de certaines régions d'un pays devenant temporairement inhospitalières risque de constituer un indicateur insuffisant si des pays entiers deviennent inhospitaliers de manière permanente.

À long terme, l'adaptation peut atténuer l'impact du changement climatique sur la production. Des mesures telles que les digues, l'irrigation et la relocalisation de l'activité dans des lieux moins vulnérables accroissent la résilience de l'économie au changement climatique. Toutefois, les mesures classiques de la productivité ne prennent pas en compte les pertes de production évitées, de sorte que l'efficacité du capital peut sembler diminuer si davantage de capital est consacré à cette tâche. Allouer des ressources à l'adaptation peut également réduire celles qui sont disponibles pour l'innovation et, par conséquent, ralentir la croissance future de la PGF.

4 Impact des événements météorologiques et climatiques extrêmes

Les événements extrêmes réduisent généralement l'activité économique à court terme, mais l'impact à long terme est moins certain. Le choc initial est suivi d'une période de perturbations et d'incertitude qui laisse progressivement place à une reprise. Un revenu par tête plus élevé, des niveaux d'éducation supérieurs et de meilleures institutions comptent parmi les facteurs qui réduisent l'impact à court terme ¹⁹. Les flux de trésorerie vers les zones touchées (par exemple, l'aide internationale, les transferts budgétaires, les crédits et les assurances) amortissent l'impact et soutiennent la reprise ²⁰. L'impact à long terme par rapport à la croissance tendancielle d'avant la catastrophe est plus nuancé et peut différer au niveau national et régional.

Certains pays ont été en mesure de reconstruire en mieux en saisissant l'opportunité d'investir dans du nouveau capital et dans les nouvelles technologies ²¹. Mais cela se produit en principe uniquement après des événements mineurs ou modérés dans des économies de marché émergentes

¹⁷ Cf. Missirian (A.) et Schlenker (W.), « *Asylum applications respond to temperature fluctuations* », *Science*, vol. 358, Issue 6370, 2017, p. 1610-1614.

¹⁸ Cf. Burzyński (M.) et al., « *Climate Change, Inequality, and Human Migration* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, Issue 3, 2022, p. 1145-1197.

¹⁹ Cf. Noy (I.), « *The macroeconomic consequences of disasters* », *Journal of Development Economics*, vol. 88, Issue 2, 2009, p. 221-231.

²⁰ Cf. McDermott (T.), Barry (F.) et Tol (R.), « *Disasters and development: natural disasters, credit constraints, and economic growth* », *Oxford Economic Papers*, vol. 66, Issue 3, 2014, p. 750-773 ; Fache Rousová (L.) et al., « *Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance* », *Financial Stability Review*, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, juillet 2021.

²¹ Cf. Skidmore (M.) et Toya (H.), « *Do Natural Disasters Promote Long-Run Growth?* », *Economic Inquiry*, vol. 40, Issue 4, 2002, p. 664-687.

relativement plus riches ayant des liens commerciaux étroits avec les économies avancées²². Pour les pays plus pauvres, ou après des événements graves, on observe au mieux un retour à la tendance et souvent une reprise incomplète²³.

La destruction du stock de capital est l'impact le plus visible des événements extrêmes sur la production potentielle. Les inondations, les tempêtes et les incendies détruisent les bâtiments, les machines, les routes et les autres infrastructures. Les dégâts sur les infrastructures amplifient l'impact sur la production potentielle en propageant les effets à des entreprises qui avaient initialement été épargnées par les dommages. La production dans les industries primaires peut être durablement affectée par une réduction de la viabilité des terres, due par exemple à une érosion des sols. Le manque de nourriture durant les sécheresses peut conduire à des abattages de bétail importants dont les troupeaux pourront mettre des années à se remettre.

La couverture par les assurances et l'accès au financement jouent un rôle important pour soutenir la reprise et atténuer l'impact sur la production à long terme. Les entreprises ayant souscrit une assurance interruption d'activité affichent une meilleure croissance de la productivité et une meilleure rentabilité à la suite des catastrophes que celles qui ne disposent pas de telles garanties. Mais c'est le cas uniquement si le remboursement est rapide : un financement qui arrive trop tard vaut à peine mieux que pas de financement du tout²⁴. De plus, si l'accès au financement n'est généralement pas corrélé avec la productivité – si seules les grandes entreprises peuvent encore obtenir un crédit, par exemple – celles qui sont par ailleurs productives et viables risquent de faire faillite, réduisant encore la production potentielle²⁵.

L'impact à long terme est en général plus prononcé dans les régions touchées dans la mesure où les travailleurs – généralement plus jeunes et plus qualifiés – décident souvent de partir et peuvent mettre du temps à revenir²⁶. Un an après la dévastation de La Nouvelle-Orléans par l'ouragan Katrina, on comptait une proportion moins élevée d'enfants dans la population, le niveau moyen d'éducation avait baissé et l'âge médian avait augmenté de six ans²⁷. L'impact de cette émigration peut se faire sentir durant des décennies. Les comtés ayant subi une forte érosion durant la série de tempêtes de poussière (*Dust Bowl era*) qui a frappé les États-Unis dans les années 1930 ont connu des mouvements d'émigration

²² Cf. Cuaresma (J.), Hlouskova (J.) et Obersteiner (M.), « *Natural disasters as creative destruction? Evidence from developing countries* », *Economic Inquiry*, vol. 46, Issue 2, 2008, p. 214-226.

²³ Cf. Hallegatte (S.) et Dumas (P.), « *Can natural disasters have positive consequences? Investigating the role of embodied technical change* », *Ecological Economics*, vol. 68, Issue 3, 2009, p. 777-786.

²⁴ Cf. Poonirakul (P.) et al., « *Insurance as a Double-Edged Sword: Quantitative Evidence from the 2011 Christchurch Earthquake* », *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, vol. 42, 2017, p. 609-632.

²⁵ Cf. Basker (E.) et Miranda (J.), « *Taken by storm: business financing and survival in the aftermath of Hurricane Katrina* », *Journal of Economic Geography*, vol. 18, Issue 6, 2018, p. 1285-1313 ; Uchida (H.) et al., « *Financial shocks, bankruptcy, and natural selection* », *Japan and the World Economy*, vol. 36, 2015, p. 123-135.

²⁶ Cf. Bier (V.), « *Understanding and Mitigating the Impacts of Massive Relocations Due to Disasters* », *Economics of Disasters and Climate Change*, vol. 1, Issue 2, 2017, p. 179-202.

²⁷ Cf. Vigdor (J.), « *The Economic Aftermath of Hurricane Katrina* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 4, 2008, p. 135-154.

significatifs. Le prix des terres cultivables a chuté de 30 % environ par rapport aux comtés moins touchés, réduisant ainsi les garanties et l'accès global au financement. Les effets économiques ont duré plus d'un demi-siècle, même si la qualité du sol s'est reconstituée beaucoup plus rapidement ²⁸.

Les départs de travailleurs des régions affectées peuvent, à l'inverse, stimuler l'offre de travail et, par conséquent, la production potentielle dans d'autres régions, atténuant l'impact global au niveau national. La recherche de nouveaux postes et les déménagements sont coûteux, mais la rupture provoquée par les événements extrêmes offre l'opportunité d'une réévaluation. De fait, les travailleurs partis à la suite de l'ouragan Katrina ont finalement obtenu, en moyenne, des salaires plus élevés ailleurs ²⁹. Cependant, cette expérience n'est pas universelle. Les catastrophes peuvent réduire le niveau d'études dans les cohortes touchées, ce qui diminue durablement le capital humain. Dans la mesure où le niveau d'études des parents influence également celui de leurs enfants, l'impact peut se transmettre de génération en génération ³⁰.

Les événements extrêmes peuvent également réduire la croissance de la PGF à long terme. Même les entreprises des régions affectées qui maintiennent des taux plus élevés d'investissement en capital et de croissance de l'emploi continuent d'enregistrer une croissance plus faible de la PGF à moyen terme, ce qui suggère que la reconstruction détourne l'attention des organes de direction et perturbe l'efficacité ³¹. De plus, si les brevets pour l'adaptation aux événements extrêmes augmentent légèrement après les catastrophes, d'autres types d'innovation marquent le pas, avec pour conséquence une PGF à long terme plus faible dans les régions touchées ³².

Enfin, le changement climatique doit être considéré dans le contexte d'événements plus fréquents, plutôt qu'en prenant chaque événement isolément. Plusieurs auteurs ont mis en évidence les canaux par lesquels une augmentation de la fréquence des événements extrêmes entraîne une diminution de la production potentielle au fil du temps ³³. Par exemple, l'incertitude accrue pourrait

²⁸ Cf. Hornbeck (R.), « *The Enduring Impact of the American Dust Bowl: Short- and Long-Run Adjustments to Environmental Catastrophe* », *American Economic Review*, vol. 102, n° 4, 2012, p. 1477-1507.

²⁹ Cf. Deryugina (T.), Kawano (L.) et Levitt (S.), « *The Economic Impact of Hurricane Katrina on Its Victims: Evidence from Individual Tax Returns* », *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 10, n° 2, 2018, p. 202-33.

³⁰ Cf. Almond (D.), « *Is the 1918 Influenza Pandemic Over? Long-Term Effects of In Utero Influenza Exposure in the Post-1940 U.S. Population* », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 4, 2006, p. 672-712 ; Caruso (G.) et Miller (S.), « *Long run effects and intergenerational transmission of natural disasters: A case study on the 1970 Ancash Earthquake* », *Journal of Development Economics*, vol. 117, 2015, p. 134-150.

³¹ Cf. Leiter (A.), Oberhofer (H.) et Raschky (P.), « *Creative Disasters? Flooding Effects on Capital, Labour and Productivity Within European Firms* », *Environmental & Resource Economics*, vol. 43, n° 3, 2009, p. 333-350.

³² Cf. Noy (I.) et Strobl (E.), « *Creatively Destructive Hurricanes: Do Disasters Spark Innovation?* », *Environmental and Resource Economics*, vol. 84, 2023, p. 1-17.

³³ Cf., par exemple, Isoré (M.) et Szczerbowicz (U.), « *Disaster risk and preference shifts in a New Keynesian model* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 79, Issue C, 2017, p. 97-125 ; Dietrich (A.), Müller (G.) et Schoenle (R.), « *The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy* », *CEPR Discussion Papers*, n° 15866, Centre for Economic Policy Research, 2021.

conduire les ménages et les entreprises à se montrer plus prudents et à réduire leurs investissements en capital. En fonction des hypothèses relatives à la fréquence et à l'ampleur des catastrophes futures, la croissance annuelle attendue de la production pourrait enregistrer une diminution comprise entre 0,25 et 1 point de pourcentage ³⁴.

5 Impact des politiques climatiques et de la transition verte

Des mesures rapides pour réduire les émissions et permettre la transition vers une économie mondiale neutre en carbone sont nécessaires pour limiter les impacts du changement climatique à long terme sur la production. À long terme, une transition mondiale vers la neutralité carbone devrait permettre une augmentation de la production par rapport à un scénario d'absence de transition ³⁵. Toutefois, la transition elle-même peut entraîner des pertes de production potentielle, en particulier si elle est réalisée de manière désordonnée ou si certaines régions vont de l'avant, tandis que d'autres ne suivent pas suffisamment rapidement pour éliminer les émissions au niveau mondial ³⁶. Les scénarios climatiques intègrent généralement une combinaison de taxes et de réglementation afin d'augmenter le prix effectif du carbone. Des prix du carbone plus élevés encouragent les ménages et les entreprises à se tourner vers des alternatives dont le contenu en carbone est plus faible et favorisent l'innovation, l'adoption et la diffusion des technologies propres. L'analyse de la BCE suggère que les taxes sur le carbone n'ont pas eu jusqu'à présent d'impact défavorable significatif sur la production potentielle en Europe (encadré 1) ³⁷.

Encadré 1

Données empiriques sur l'impact des taxes carbone sur la croissance de la production potentielle en Europe

Christoph Zwick

La littérature empirique consacrée aux effets macroéconomiques des taxes carbone se concentre sur l'impact de ces taxes sur les émissions de carbone ; peu de contributions étudient les implications macroéconomiques plus larges et encore moins d'études analysent les conséquences structurelles à long terme. Il n'existe aucune étude sur l'impact sur la production potentielle.

Distinguer les réactions endogènes des autorités fiscales constitue le principal défi économétrique en ce qui concerne l'identification de l'impact dynamique d'une taxe carbone sur les résultats macroéconomiques. Par exemple, les autorités peuvent réagir aux diminutions de la production

³⁴ CF. Cantelmo (A.), « *Rare Disasters, the Natural Interest Rate and Monetary Policy* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 84, Issue 3, 2022, p. 473-496.

³⁵ Cf. le Réseau pour le verdissement du système financier, *op. cit.*

³⁶ Il est également important d'utiliser une comparaison correcte pour évaluer les pertes de production potentielle. La véritable référence pour les impacts de la transition n'est pas le passé, mais un futur sans mesures visant à atténuer le changement climatique.

³⁷ Les implications des taxes sur le carbone vont au-delà de la production potentielle. Pour une analyse des impacts budgétaires dans la zone euro, cf. l'article intitulé « *Les politiques budgétaires visant à atténuer le changement climatique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2022.

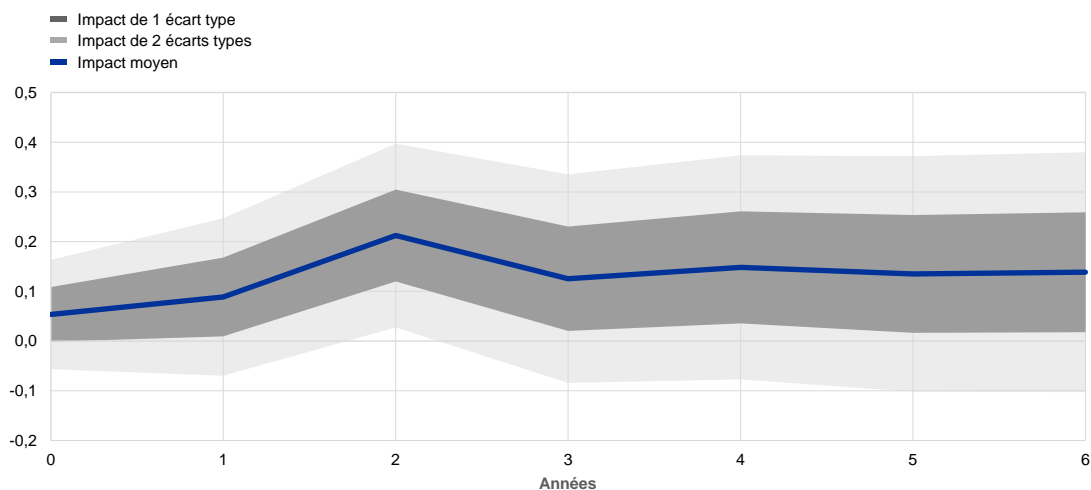
potentielle en reportant les augmentations de taxe carbone qui, si elles ne sont pas prises en compte, aboutiraient à des résultats biaisés. Pour surmonter cette difficulté, Metcalf et Stock proposent de séparer les modifications de la taxe carbone en deux composantes : l'une prédite par les résultats économiques historiques ainsi que par les chocs internationaux actuels et passés et l'autre non prédite par ces facteurs, qui peuvent ainsi être considérés comme exogènes. La partie exogène peut être utilisée pour estimer l'impact causal de la taxe sur l'économie ³⁸.

Une étude préliminaire en cours à la BCE utilise cette approche pour étudier l'impact des taxes carbone sur la production potentielle pour 29 pays européens sur la période 1985-2021 ³⁹. Environ la moitié de ces pays ont adopté des taxes carbone, la plus élevée ayant été fixée par la Suède en 2014 à 140 dollars/tCO₂ (en termes réels, en parité de pouvoir d'achat de 2018). Le graphique A montre l'impact d'un choc de taxe carbone de 40 dollars, ce qui est proche du taux de taxation moyen de l'échantillon pour les pays ayant adopté des taxes carbone. Point important, la limite inférieure de l'intervalle de confiance à 95 % se situe à environ -0,1 point de pourcentage, impliquant que l'impact est statistiquement significatif au-dessus de cette valeur. Par comparaison, le taux de croissance annuel moyen de la production potentielle dans l'échantillon est de 2,1 %. Compte tenu du niveau de taxation le plus élevé dans l'échantillon et du fait que les taxes carbone ont généralement augmenté de manière progressive au fil du temps, les résultats suggèrent que, dans le passé, les taxes carbone n'ont pas eu d'impact négatif majeur sur la croissance de la production potentielle en Europe.

Graphique A

Impact d'un choc de taxe carbone de 40 dollars/tCO₂ sur la croissance de la production potentielle

(en point de pourcentage)



Sources : AMECO, Banque mondiale et calculs de la BCE.

Note : Le graphique montre l'impact sur la production potentielle au cours des années suivant le choc de taxe carbone, l'année 0 étant l'année de mise en œuvre.

La transition verte est une transformation structurelle de l'économie, impliquant une réorientation du capital et des travailleurs entre les secteurs,

³⁸ Cf. Metcalf (G.) et Stock (J.), « *Measuring the Macroeconomic Impact of Carbon Taxes* », *AEA Papers and Proceedings*, vol. 110, 2020, p. 101-106.

³⁹ Les résultats présentés suivent cette approche empirique. Ils sont fondés sur l'échantillon complet et sont présentés pour des projections locales avec un décalage de deux ans. L'échantillon inclut uniquement les pays qui sont couverts par le système d'échange de quotas d'émission de l'UE, et contrôle donc par son impact.

entre les entreprises d'un même secteur et au sein même des entreprises considérées individuellement.

L'impact global dépend donc d'un éventail de facteurs structurels et technologiques, notamment des obstacles empêchant les nouvelles entreprises innovantes d'entrer sur les marchés et de se développer (et les entreprises inefficaces fortement émettrices de carbone d'en sortir), des freins empêchant les travailleurs de changer de poste et du taux d'innovation verte. Si la transition s'opère de manière ordonnée, avec d'importants progrès technologiques ainsi qu'une bonne communication, et donc une bonne prévisibilité, des hausses des prix du carbone ainsi que d'autres politiques gouvernementales, le capital fortement émetteur de carbone peut être remplacé une fois déprécié par un nouveau capital vert à un coût supplémentaire relativement bas. En revanche, si la transition est abrupte, ou si elle se produit avant que des technologies vertes équivalentes n'existent, le capital fortement émetteur devient obsolète avant la fin de sa durée de vie utile, réduisant le stock total de capital.

Les travailleurs passant d'un emploi fortement émetteur de carbone à un emploi vert pourraient perturber l'offre de main-d'œuvre s'il existe d'importantes inadéquations des compétences, même si les données suggèrent dans l'ensemble peu de contraintes propres à la transition verte.

Dans environ 5 % des régions européennes, les emplois fortement émetteurs de carbone représentent plus de 20 % de l'emploi⁴⁰. Ces régions pourraient pâtir d'un chômage durable et d'une atrophie des compétences, l'équivalent humain des actifs échoués. Pourtant, la plupart des emplois « verts » ne le sont que partiellement et partagent de nombreuses compétences avec les emplois « sales », tandis que l'essentiel des compétences uniques peut s'acquérir par le biais de formations sur le terrain⁴¹. L'Agence internationale de l'énergie estime que la plupart des emplois fortement émetteurs de carbone dans le secteur de l'énergie partagent des compétences avec les métiers de l'énergie verte et que plus de la moitié des travailleurs du secteur en Europe ont déjà opéré un transfert⁴². Cela étant, la pénurie de travailleurs disponibles qu'entraînera la baisse de la population en Europe au cours des prochaines décennies risque de ralentir la transition verte⁴³. Les politiques structurelles qui favorisent la mobilité de la main-d'œuvre dans le cadre de la transformation économique standard devraient donc également contribuer à lisser l'impact de la transition sur l'offre de main-d'œuvre.

L'impact global de la transition sur la PGF à l'échelle de l'économie dépend de la productivité relative des entreprises qui se développent par rapport à celles dont l'activité se contracte.

Si les secteurs fortement émetteurs de carbone dont l'activité se contracte ont une plus grande productivité que les secteurs verts en croissance, la réallocation sectorielle pendant la transition entraînera une baisse de la productivité agrégée (et *vice versa*). L'impact peut alors varier d'une économie à

⁴⁰ Cf. Vandeplass (A.) *et al.*, « *The Possible Implications of the Green Transition for the EU Labour Market* », *European Economy Discussion Papers*, n° 176, Commission européenne, 2022. Sur la base des régions de base NUTS 2.

⁴¹ Cf. Bowen (A.), Kuralbayeva (K.) et Tipoe (E.), « *Characterising green employment: The impacts of 'greening' on workforce composition* », *Energy Economics*, vol. 72, 2018, p. 263-275.

⁴² Cf. Agence internationale de l'énergie, *World Energy Employment*, 2022.

⁴³ Cf. l'encadré intitulé « *Les tendances démographiques EUROPOP2023 et ce qui en résulte pour l'économie de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2023.

l'autre, selon sa structure industrielle. Mais l'impact global est loin d'être certain, car même au sein des secteurs, il existe des différences considérables en termes d'intensité des émissions de carbone. Les 20 % d'entreprises de l'UE les plus émettrices de carbone dans les secteurs des métaux et des produits chimiques représentent environ les trois quarts des émissions totales de carbone de ces secteurs, mais seulement 20-30 % de l'emploi. Dans le secteur du ciment et de la chaux, où les entreprises utilisent des technologies similaires, les 20 % d'entreprises les plus émettrices représentent 30 % des émissions, mais seulement 10 % de l'emploi ⁴⁴. Les entreprises les plus émettrices ont généralement une PGF inférieure à celle d'autres entreprises du même secteur ; réallouer leur production et leur main-d'œuvre pourrait donc à la fois accroître la PGF sectorielle et réduire les émissions ⁴⁵.

L'impact global à long terme sur la productivité dépend *in fine* du succès des innovations dans des technologies vertes dont l'efficacité est comparable à celle des technologies fortement émettrices de carbone.

Il convient d'être prudent lorsque l'on compare ces technologies : l'inefficacité liée à la dégradation environnementale à long terme des technologies actuelles fortement émettrices de carbone n'est pas bien mesurée à l'heure actuelle. Il se peut que la contribution des technologies vertes pour éviter cette dégradation, notamment le capital mobilisé pour réduire les émissions, ne soit pas pleinement mesurée dans le PIB, faisant paraître à tort ces technologies comme moins efficaces que les technologies existantes.

La réglementation environnementale peut encourager les innovations qui accroissent suffisamment la productivité à long terme pour compenser les coûts à court terme (hypothèse de Porter) ⁴⁶.

Les données étayant cette hypothèse sont contrastées dans l'ensemble, mais la production d'électricité est un secteur clé où l'innovation verte a donné lieu à une technologie compétitive. Au cours de la dernière décennie, les améliorations technologiques et les économies d'échelle ont fait chuter le prix de l'énergie générée à partir d'énergie éolienne et solaire. Si l'on se base sur le coût actualisé de l'énergie ⁴⁷, ces deux sources sont désormais nettement moins onéreuses que les sources d'énergie fossile. Même s'il reste des problèmes d'intermittence à résoudre, en particulier à des taux de pénétration élevés, à ce jour, un passage significatif des combustibles fossiles aux énergies renouvelables pour la production d'électricité entraînerait probablement à la fois une baisse des émissions de carbone et une baisse des coûts. La zone euro étant un importateur net de combustibles fossiles, un moindre recours à cette source d'énergie réduirait également l'impact des chocs d'offre qui en résultent.

⁴⁴ Cf. Bijnens (G.) et Swartenbroekx (C.), « Émissions de carbone et potentiel inexploité de la réallocation des activités - Quelques enseignements du SEQE-UE » (en anglais), *NBB Economic Review*, n° 06, 2022.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ Cf. Porter (M.) et van der Linde (C.), « *Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, 1995, p. 97-118.

⁴⁷ C'est-à-dire le coût actuel net par kWh d'électricité générée pendant la durée de vie d'une centrale, y compris le financement, la construction et l'exploitation.

L'impact de la réglementation diffère d'une entreprise à l'autre, celles se situant à la frontière technologique étant davantage en mesure d'en tirer profit ⁴⁸. Une étude de la BCE a mis en évidence la manière dont les différentes politiques utilisées pour encourager la décarbonation ont un impact variable sur la productivité au niveau des entreprises. Les politiques fondées sur le marché (telles que les taxes carbone) et les subventions pour la recherche et le développement (R&D) ont l'impact négatif le plus faible dans l'ensemble, tandis que la réglementation a un impact négatif plus prononcé (encadré 2). Les grandes entreprises sont moins affectées par les politiques de transition, ce qui reflète à la fois un meilleur accès au capital et une plus grande capacité d'innovation.

Encadré 2

Test de l'hypothèse de Porter : réglementation environnementale et croissance de la productivité dans la zone euro

Paloma Lopez-Garcia

Selon l'hypothèse de Porter, la réglementation environnementale pourrait favoriser l'innovation et entraîner des gains de productivité à long terme qui compensent les éventuels coûts à court terme. Les tests empiriques de l'hypothèse ne sont pas concluants. En outre, l'utilisation de données au niveau des pays et de mesures agrégées des politiques menées masque les effets hétérogènes des diverses politiques sur les différents types d'entreprises.

Une étude récente de la BCE utilise des données relatives à plus de trois millions d'entreprises situées dans six pays de la zone euro pour la période 2003-2019 ainsi que l'indicateur du degré d'exigence des politiques environnementales de l'OCDE (EPS) pour tester l'hypothèse de Porter ⁴⁹. L'étude utilise des estimations des émissions de carbone au niveau des entreprises afin d'identifier la causalité des impacts, étant donné que les politiques environnementales ont probablement une incidence différente sur les entreprises selon leur exposition à la réglementation. L'étude vise à déterminer comment l'innovation à l'échelle des entreprises et la croissance de la PGF sont affectées au fil du temps par un durcissement de la réglementation environnementale. Elle distingue également différents types de politiques environnementales, en les divisant en mesures fondées sur le marché (taxes carbone et systèmes d'échange de quotas d'émissions), en mesures non fondées sur le marché (interdictions ou limites sur certains produits ou processus) et en soutien technologique pour la R&D verte.

Une politique environnementale plus stricte affecte davantage les entreprises fortement émettrices que celles qui émettent peu. Il convient toutefois de distinguer les différents types de politiques. En ce qui concerne les entreprises fortement émettrices, les politiques de soutien de la R&D n'ont des effets négatifs que temporaires, avant de stimuler *in fine* la croissance de la PGF. En revanche, les politiques de marché ont des effets négatifs durables, bien que modérés, et les outils non fondés sur le marché entraînent la plus forte réduction de la croissance de la PGF dans les cinq ans suivant le changement de politique (graphique A). Toutefois, les entreprises fortement émettrices ne sont pas toutes affectées de la même manière. La croissance de la PGF des grandes

⁴⁸ Cf. OCDE, « *Productivity growth, environmental policies and the Porter hypothesis* », *Assessing the economic impacts of environmental policies: Evidence from a decade of OECD research*, Organisation de coopération et de développement économiques, Paris, 2021.

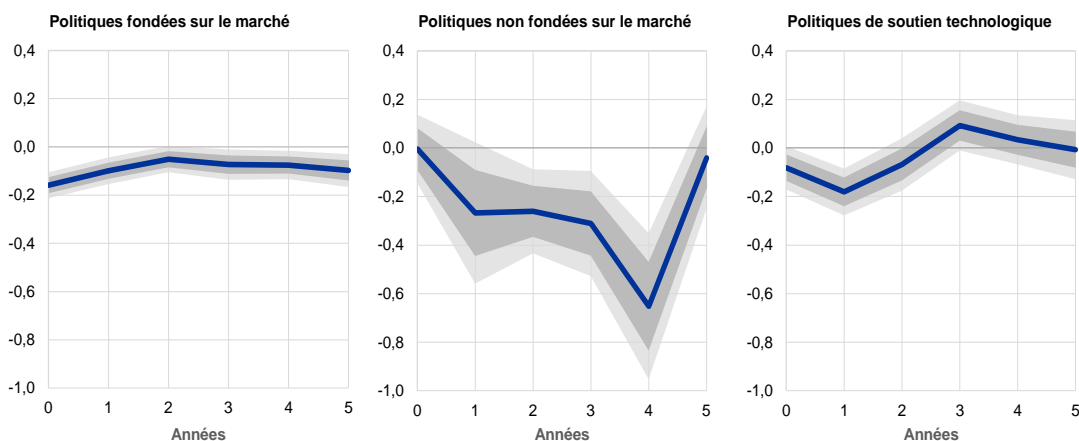
⁴⁹ Cf. Benatti (N.), Groiss (M.), Kelly (P.) et Lopez-Garcia (P.), « *Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis* », *Working Paper Series*, n° 2820, BCE, 2023.

entreprises fortement émettrices augmente après un changement de politique, tandis que celle des petites entreprises fortement émettrices diminue significativement, ce qui pourrait refléter un meilleur accès au capital et une plus grande capacité d'innovation.

Graphique A

Fonctions de réponse impulsionnelle au niveau des entreprises d'un durcissement de la politique environnementale sur la croissance de la PGF des entreprises fortement émettrices

(en point de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Fonction de réponse impulsionnelle d'une variation de 1 point de pourcentage de l'EPS sur la croissance de la PGF d'une entreprise sur une période de cinq ans pour les mesures fondées sur le marché (taxes), non fondées sur le marché (limites d'émissions) et de soutien technologique (subventions pour la R&D). Les entreprises fortement émettrices sont définies comme celles se situant dans la moitié supérieure de la distribution des émissions de carbone. Les zones grisées présentent les intervalles de confiance à 68 % et 90 %.

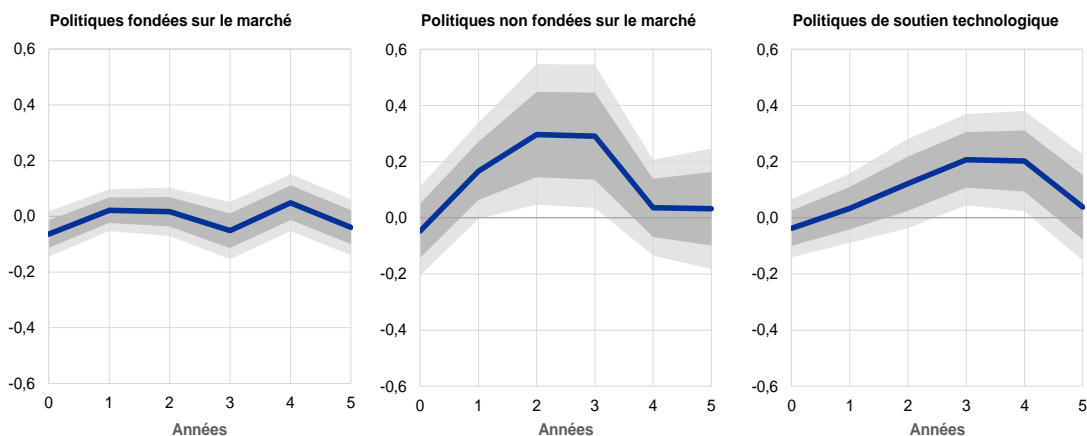
Nous étudions également l'impact sur les demandes de brevets pour vérifier si des politiques plus strictes peuvent augmenter la croissance de la PGF à long terme en favorisant l'innovation et les investissements dans des technologies vertes et si les innovations vertes évincent les autres innovations⁵⁰. Les demandes de brevets verts déposées par les entreprises fortement émettrices augmentent significativement après le durcissement des politiques environnementales, sans évincer les autres types d'innovation (graphique B). L'impact positif résulte des politiques non fondées sur le marché et, surtout, des politiques de soutien à la R&D. Les politiques fondées sur le marché affectent peu les demandes de brevets déposées par les entreprises. Toutefois, en analysant uniquement les 25 % des changements de politiques les plus importants, les politiques fondées sur le marché ont bien un impact significatif et positif sur l'innovation verte. Il n'y a pas de signe d'éviction, les autres demandes de brevet restant stables, voire augmentent légèrement. Cette augmentation pourrait résulter de complémentarités entre les types de technologies si, par exemple, une nouvelle technologie verte requiert également de nouveaux logiciels.

⁵⁰ Benatti (N.), Groiss (M.), Kelly (P.) et Lopez-Garcia (P.), « *Environmental regulation and innovation in the euro area: Testing the Porter hypothesis* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

Graphique B

Fonctions de réponse impulsionnelle au niveau des entreprises d'un durcissement de la politique environnementale sur les demandes de brevets verts des entreprises fortement émettrices

(en point de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Fonction de réponse impulsionnelle d'une variation de 1 point de pourcentage de l'EPS sur une augmentation des demandes de brevets verts déposées par une entreprise pendant une période de cinq ans pour les mesures fondées sur le marché (taxes), non fondées sur le marché (limites d'émissions) et de soutien technologique (subventions pour la R&D). Les entreprises à fortes émissions sont définies comme celles se situant dans la moitié supérieure de la distribution des émissions de carbone.

Les résultats totaux combinés étayent l'hypothèse de Porter : même si la croissance de la PGF au niveau des entreprises diminue après un durcissement de la politique environnementale, elle peut augmenter à long terme à mesure que les demandes de brevet sont plus nombreuses.

6 Autres facteurs liés au climat influençant la production potentielle

La production potentielle peut également être affectée à court terme ou à long terme par d'autres facteurs liés au climat, en particulier par les consommations intermédiaires qui entrent dans la production. De nombreuses technologies vertes utilisent certains métaux et minéraux critiques, tels que le lithium, le cobalt ou le silicium, qui devront être extraits en quantités bien plus importantes qu'à l'heure actuelle. Les perturbations futures des chaînes d'approvisionnement affectant ces matières premières pourraient temporairement restreindre la production de panneaux solaires, d'éoliennes, de véhicules électriques et d'autres produits principaux de la transition ⁵¹.

Une grande partie de l'activité économique repose sur la contribution – non valorisée – du capital naturel, de la biodiversité et des services écosystémiques. L'air pur, l'eau propre et la pollinisation sauvage ne sont que quelques exemples de ces services non pris en compte dans le PIB. Cependant,

⁵¹ Pour une analyse de l'impact des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur la production potentielle de la zone euro, cf. l'encadré intitulé « [Comment des perturbations durables des chaînes d'approvisionnement pourraient affecter la production potentielle de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2022.

la dégradation environnementale observée au cours des dernières décennies pourrait menacer leur contribution à la production potentielle future. L'encadré 3 examine la dépendance des entreprises européennes vis-à-vis de ces services écosystémiques.

Encadré 3

Dépendance de l'activité économique vis-à-vis de la nature

Andrej Ceglar

Le bien-être humain dépend de la nature et de la biodiversité, c'est-à-dire de la diversité et de la variabilité de la vie sur Terre. Nous avons tous besoin des aliments, de l'air pur et de l'eau propre, de l'énergie et des matières premières fournis par la nature. Il en va de même pour l'économie : plus de la moitié de la production économique mondiale dépend de la nature et des services écosystémiques qu'elle fournit⁵². La pollinisation, par exemple, intervient dans environ 75 % de nos cultures alimentaires⁵³, avec une valeur économique totale annuelle estimée entre 248 milliards d'euros et 293 milliards⁵⁴.

Malgré des données scientifiques de plus en plus nombreuses sur les avantages socio-économiques importants de la nature, les écosystèmes naturels se détériorent à un rythme sans précédent. Selon les estimations, 1 espèce animale et végétale sur 8 sur Terre est menacée d'extinction, et ce chiffre s'élève à 1 sur 4 en Europe⁵⁵. Les principaux déterminants de la perte de biodiversité comprennent l'occupation des sols, le changement climatique, la surexploitation des ressources naturelles, la pollution et les espèces envahissantes. Le coût total annuel estimé est déjà immense : entre 3 500 et 18 500 milliards d'euros environ liés à la réduction des services écosystémiques et entre 5 500 et 10 500 milliards environ liés à la dégradation des sols⁵⁶.

La perte de nature affecte l'économie via trois canaux principaux, semblables aux canaux du changement climatique mentionnés plus haut : impact croissant des événements météorologiques et climatiques extrêmes, diminution à long terme des écosystèmes et impact des politiques mises en place pour éviter ces pertes. Par exemple, la perte de zones humides accroît la vulnérabilité face aux ondes de tempêtes⁵⁷, la diminution du nombre de pollinisateurs réduit la production agricole, et les réglementations pourraient limiter l'exploitation des ressources naturelles ou interdire certains produits. Certains modèles d'activité pourraient disparaître, tandis que d'autres pourraient devenir trop onéreux et perdre des parts de marché. L'élaboration de mesures efficaces nécessite une compréhension de la double importance relative (*double materiality*) : comment l'économie affecte la nature et comment la nature affecte l'économie.

⁵² Cf. Forum économique mondial, « *Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy* », 2020.

⁵³ Cf. Klein (A.-M.) et al., « *Importance of pollinators in changing landscapes for world crops* », *Proceedings of the Royal Society B*, vol. 274, Issue 1608, 2007.

⁵⁴ Cf. la Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques, « *Assessment report on pollinators, pollination and food production* », Bonn, 2016.

⁵⁵ Cf. la Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques, « *Résumé à l'intention des décideurs du rapport de l'évaluation mondiale de la biodiversité et les services écosystémiques* », Bonn, 2019.

⁵⁶ Cf. Costanza (R.) et al., « *Changes in the global value of ecosystem services* », *Global Environmental Change*, vol. 26, 2014, p. 152-158.

⁵⁷ Cf. Narayan (S.) et al., « *The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA* », *Scientific Reports*, vol. 7, n° 9463, 2017.

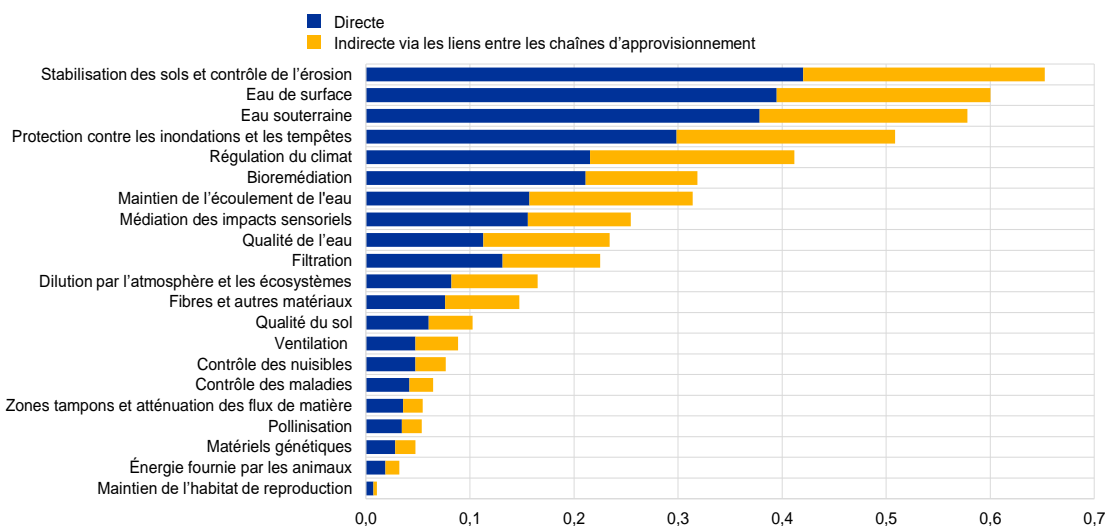
Notre analyse montre qu'environ trois quarts des sociétés non financières de la zone euro dépendent fortement des avantages apportés par la nature, tels que la protection contre les inondations et les tempêtes, la fourniture d'eau douce et la régulation du climat (notamment l'élimination du carbone)⁵⁸. Une détérioration sévère de l'écosystème auquel elles appartiennent engendrerait des problèmes économiques majeurs pour ces entreprises. De même, environ trois quarts des prêts bancaires aux entreprises de la zone euro sont accordés à des entreprises qui dépendent fortement d'au moins un service écosystémique, ce qui pourrait entraîner des pertes bancaires considérables en cas de défaillance critique de l'écosystème, amplifiant l'impact économique global.

Le changement climatique et la perte de nature sont étroitement liés. Identifier les interdépendances et renforcer les mécanismes entre le climat, les tensions environnementales et la biodiversité est fondamental pour appréhender pleinement les risques liés à la nature. Il est essentiel de reconnaître et d'évaluer ces défis et d'agir au plus tôt afin de limiter les pertes économiques futures. Même s'il est nécessaire de poursuivre l'élaboration des cadres de modélisation des risques afin d'identifier et de quantifier les principaux canaux de transmission, nous disposons déjà de données et de connaissances suffisantes pour permettre l'élaboration de politiques respectueuses de la nature pendant qu'il est encore temps.

Graphique A

Dépendance directe et indirecte des sociétés non financières de la zone euro vis-à-vis des services écosystémiques

(scores de dépendance)



Sources : ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit et calculs de la BCE..

Notes : Le score de dépendance de la zone euro est calculé comme la moyenne des scores de dépendance des sociétés non financières de la zone euro. Une distinction est faite entre la dépendance directe (scope 1) et indirecte (activités en amont) associée à la chaîne d'approvisionnement.

7 Conclusions

Le changement climatique et les mesures prises pour l'endiguer auront probablement une incidence sur la production potentielle de la zone euro dans

⁵⁸ Cf. Elderson (F.), « *The economy and banks need nature to survive* », *The ECB Blog*, 8 juin 2023.

les prochaines décennies. Les conséquences vont au-delà de la destruction de capital physique lors d'événements extrêmes et comprennent les répercussions sur l'offre de main-d'œuvre et le progrès technologique. Pour nombre de canaux décrits dans cet article, nos connaissances demeurent imparfaites et seront grandement enrichies par les études futures. En particulier, les effets de la perte de biodiversité ont jusqu'à présent suscité peu d'intérêt.

Un défi majeur pour la politique monétaire est l'impact localisé significatif du changement climatique sur des régions ou sur certains secteurs, à la différence des chocs macroéconomiques standards. En particulier, des conséquences divergentes au niveau des pays peuvent constituer un défi pour la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro. Des études récentes ont mis en évidence la manière dont les liens entre les entreprises au niveau du processus de production peuvent amplifier les chocs⁵⁹. La concentration des conséquences du changement climatique sur certains secteurs ou certaines régions pourrait donc affecter l'activité agrégée et les prix dans une bien plus grande mesure que ne le suggérerait leur part dans la production et avoir, par conséquent, des répercussions sur la politique monétaire.

Enfin, la diversité des canaux d'impact et le nombre d'obstacles à une transition verte réussie soulignent la nécessité de mettre en œuvre un large éventail de mesures pour compléter la tarification du carbone. La transition est une transformation structurelle de l'économie. Les politiques structurelles qui favorisent les mouvements efficaces de capital et de travail entre les activités sont vitales, comme le sont les politiques qui soutiennent l'innovation et l'adoption généralisée des nouvelles technologies. Dans le même temps, même avec une transition rapide et harmonieuse, les conséquences du changement climatique et des événements extrêmes risquent d'augmenter, nécessitant des mesures d'adaptation, notamment en matière d'irrigation, de climatisation et d'assurance.

⁵⁹ Cf. par exemple, Baqaee (D.) et Farhi (E.), « *The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem* », *Econometrica*, vol. 87, Issue 4, 2019, p. 1155-1203 ; Guerrieri (V.) et al., « *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », *American Economic Review*, vol. 112, n° 5, 2022, p. 1437-1474.

3 SESFOD@10 – Modalités et conditions de crédit attachées aux cessions temporaires de titres libellés en euros et aux transactions sur le marché des produits dérivés de gré à gré depuis 2013

Simon Kördel et Philippe Molitor

Les modalités et conditions de crédit sont une composante essentielle des conditions de financement et jouent un rôle central dans la détermination de l'appétence pour le risque des intervenants de marché. Les conditions de financement affectent les décisions d'investissement des intervenants de marché. Des conditions de crédit plus souples peuvent favoriser l'accumulation de levier et une prise de risque accrue dans le système financier. Sur la base des enseignements tirés de la crise financière mondiale, la BCE mène tous les trois mois, depuis mars 2013, une [enquête sur les modalités et conditions de crédit attachées aux cessions temporaires de titres libellés en euros et aux marchés de produits dérivés de gré à gré \(enquête SESFOD\)](#) ¹.

Les cessions temporaires de titres ou opérations de financement sur titres (*securities financing transactions, SFT*) sont des opérations garanties dans lesquelles des actifs sont échangés contre des liquidités. En termes économiques, les SFT représentent un prêt garanti par des actifs (par exemple des obligations ou des actions). Elles englobent quatre types de transactions différentes : les accords de pension (*repos*), les prêts de titres, les opérations d'achat/vente de titres (*buy/sell back*) et les prêts avec appel de marge (*margin lending*) ². Les opérations de pension libellées en euros représentent actuellement le compartiment le plus important du marché monétaire en euros, avec un encours d'environ 2 000 milliards d'euros fin 2022. Les opérations garanties sont devenues plus populaires depuis la crise financière en raison d'une préférence accrue pour l'atténuation du risque de contrepartie par le biais de la collatéralisation. En plus de fournir un financement garanti, les opérations de pension permettent également aux intervenants de marché de se procurer des titres spécifiques. Enfin, le compartiment des opérations garanties du marché monétaire joue un rôle central dans la mise en œuvre et la transmission de la politique monétaire, tout comme le compartiment des opérations en blanc du marché monétaire ³.

Les produits dérivés de gré à gré (*over-the-counter, OTC*) sont des instruments financiers dont le prix dépend d'un actif sous-jacent et qui sont négociés en dehors des marchés réglementés. Les produits dérivés sont des contrats financiers liés à la fluctuation du prix d'un actif sous-jacent ou d'un panier

¹ Cf. l'article spécifique intitulé « [New ECB Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and Over-the-Counter Derivatives Markets \(SESFOD\)](#) », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2013.

² Pour les définitions, cf. article 3 du [Règlement \(UE\) n° 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement \(UE\) n° 648/2012 \(JO L 337, 23.12.2015, p. 1\)](#).

³ Cf. « [Euro money market study 2022](#) », BCE, avril 2023.

d'actifs (par exemple, des instruments de taux d'intérêt, des actions ou des matières premières). Fin 2022, les produits dérivés de gré à gré – qui sont négociés de manière privée et ne sont pas échangés sur un marché – représentaient presque 32 % des marchés de produits dérivés libellés en euros, avec un encours notionnel brut total de 41 000 milliards d'euros. Les dérivés financiers sont utilisés, entre autres, pour la gestion des risques, la couverture, l'arbitrage entre les marchés et la spéculation ⁴. Les produits dérivés ont un impact significatif sur l'économie réelle, allant des prêts hypothécaires aux prix des produits alimentaires.

L'enquête SESFOD relève d'une initiative internationale visant à collecter des informations sur les modalités et conditions de crédit offertes par les entreprises opérant sur les marchés interbancaires. Ces marchés sont également d'importants canaux d'endettement dans le système financier. L'enquête SESFOD met en lumière les risques potentiels liés au financement sur titres et aux marchés des produits dérivés, et sert également d'outil fiable de suivi et d'alerte précoce potentielle en identifiant les changements significatifs dans les modalités et conditions de crédit. Enfin, les informations sur les modifications du coût et de la disponibilité des financements sur les marchés interbancaires, et en particulier sur les marchés des pensions, peuvent étayer l'analyse de la transmission de la politique monétaire et des conditions du financement interbancaire ⁵.

L'enquête SESFOD peut être considérée comme la contrepartie fondée sur le marché de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (bank lending survey, BLS) ⁶. La BCE mène plusieurs enquêtes ⁷, parmi lesquelles l'enquête SESFOD et l'enquête BLS qui portent plus particulièrement, en partie, sur les conditions de crédit. L'enquête SESFOD étudie les modalités de crédit relatives aux opérations de financement sur titres et aux produits dérivés de gré à gré, tandis que l'enquête BLS fournit des informations sur les conditions de prêt bancaire pour les entreprises et les ménages de la zone euro.

À l'occasion du dixième anniversaire de l'enquête SESFOD, cet article illustre les évolutions et les déterminants des modalités et conditions de crédit des contreparties sur la base des réponses des participants au fil du temps.

⁴ Cf. *Derivatives / EMIR*, Commission européenne

⁵ Les analyses qui s'appuient sur les informations de SESFOD comprennent la section 2.1 de la *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2019 et les encadrés intitulés « *Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018 et « *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

⁶ Cf. *Euro area bank lending survey*, BCE.

⁷ Cf. *ECB surveys*, BCE

1 Contexte de l'enquête

L'enquête SESFOD, qui a été développée dans le cadre d'une initiative internationale ⁸, est une enquête essentiellement qualitative sur les activités d'un échantillon de grandes banques et de courtiers (*dealers*) sur les marchés des opérations de financement sur titres et des produits dérivés de gré à gré.

Les participants à l'enquête SESFOD sont des grandes banques et courtiers ayant leur siège en zone euro ou dans les pays hors zone euro. Le panel SESFOD est actuellement composé de 27 banques. L'encadré 1 examine la représentativité des participants à l'enquête en termes de parts sur les marchés libellés en euros concernés. À la suite de la crise financière mondiale de 2008, un groupe d'étude du Comité sur le système financier mondial (CSFM) a recommandé de mener une enquête qualitative sur les modalités et conditions de crédit ⁹. Les principales banques centrales mondiales ont par la suite utilisé des structures d'enquête équivalentes. Les résultats de ces enquêtes servent de base pour des comparaisons internationales. L'encadré 2 compare les réponses sur les *hedge funds* issues de l'enquête SESFOD avec celles de la *Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms* (SCOOS) de la Réserve fédérale.

L'enquête SESFOD couvre les marchés qui ont facilité une augmentation du levier et de la prise de risque au cours de la période précédant la crise financière mondiale. Avant 2007, le système financier non bancaire, parfois appelé système bancaire parallèle (*shadow banking system*), a permis une accumulation de levier et une interconnexion croissante au sein du système financier. Les marchés des opérations de financement sur titres et des produits dérivés de gré à gré ont joué un rôle clé dans ces évolutions. L'enquête SESFOD a été conçue pour surveiller les risques provenant d'une interconnexion accrue, d'un levier financier excessif, d'une vulnérabilité à la procyclicité, de désengagements massifs sur les marchés de repo (*repo runs*) et des conditions financières.

Les résultats qualitatifs de l'enquête SESFOD enrichissent et complètent les données granulaires plus récemment disponibles relatives aux marchés couverts. Depuis le lancement de l'enquête, de nouvelles séries de données sont devenues disponibles, fournissant des informations granulaires sur les marchés couverts par l'enquête SESFOD. Ces séries de données comprennent les données collectées dans le cadre du règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), du règlement relatif aux opérations de financement sur titres (*Securities Financing Transactions Regulation*, SFTR) et du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (*Money Market Statistical Reporting*, MMSR) ¹⁰. Toutefois, si ces séries de données permettent dans une certaine mesure d'assurer le suivi des modalités tarifaires, l'enquête SESFOD donne des indications sur les

⁸ La Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et le Système fédéral de réserve mènent des enquêtes similaires, mais seule la Réserve fédérale publie des résultats agrégés. Cf. *Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms*

⁹ Cf. Comité sur le système financier mondial (Committee on the Global Financial System), « *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality* », *CGFS Papers*, N° 36, BRI, mars 2010

¹⁰ La collecte de données dans le cadre de l'EMIR a débuté en 2012, en 2016 pour le MMSR et en 2020 pour le SFTR.

modalités non tarifaires. Le suivi des modalités non tarifaires (par exemple, les limites de crédit ou les conventions et les seuils de déclenchement) à l'aide des séries de données quantitatives est beaucoup plus difficile et coûteux. Dans le même temps, comme cela a été le cas durant la crise financière mondiale ¹¹, les modifications des modalités non tarifaires peuvent avoir un impact beaucoup plus négatif que les modifications des modalités tarifaires (par exemple, les décotes ou les exigences de marge initiale).

L'enquête SESFOD fournit également une perspective prospective que ne peuvent offrir les données réglementaires. L'enquête SESFOD inclut des questions visant à obtenir des informations qualitatives sur l'orientation future des modalités de crédit pour différents types de contreparties ou sur la disponibilité du levier (inutilisé) dans les *hedge funds*. Les banques participant à l'enquête sont interrogées sur leurs perspectives, qui sont ensuite comparées aux évolutions effectives du marché. La fiabilité des informations prospectives est l'un des points abordés dans la section 4.

2 Structure de l'enquête

L'enquête SESFOD est structurée en trois parties recouvrant différents types de contreparties et compartiments de marché ¹². La première partie couvre les modalités de crédit selon les types de contreparties sur les marchés des opérations de financement sur titres (SFT) et sur les marchés des produits dérivés de gré à gré (OTC), tandis que la deuxième se concentre sur les conditions de financement contre différents types de collatéral sur les marchés des SFT. La troisième partie concerne les conditions de financement en fonction du type de classes d'actifs sous-jacents dans les transactions sur produits dérivés OTC ¹³.

Les modalités de crédit sont déclarées du point de vue des institutions financières (*dealer banks*) participant à l'enquête à titre de fournisseurs de crédit ; une distinction est établie entre modalités tarifaires et non tarifaires et en fonction des types de contreparties. Les banques participant à l'enquête SESFOD déclarent les évolutions des modalités de crédit qu'elles appliquent aux SFT et aux opérations sur produits dérivés OTC avec des contreparties appartenant à l'un des six types de contreparties suivants : a) les banques et les courtiers (*dealers*), qui sont les principaux intermédiaires financiers sur les marchés interbancaires ; b) les *hedge funds* ; c) les sociétés d'assurance ; d) les fonds d'investissement (y compris les fonds négociés en Bourse), les régimes de retraite et les autres fonds communs d'investissement institutionnels ; e) les sociétés non financières ; et f) les États. Outre la ventilation par contreparties, les modalités de

¹¹ Cf. *Financial Stability Review*, BCE, mai 2013, *op. cit.*

¹² Le modèle d'enquête standard comporte 342 questions globalement analogues à celles posées dans les enquêtes réalisées par d'autres banques centrales, ce qui permet une comparaison entre juridictions (cf. encadré 2).

¹³ En outre, la première et la dernière campagne d'enquête de l'année incluent des « questions spécifiques » portant sur les tendances à long terme et la tenue de marché. L'enquête peut également comporter des questions spécifiques *ad hoc* telles que celles posées en juin 2020 concernant les conditions de financement au début de la pandémie ou en mars 2022 s'agissant des produits dérivés sur l'énergie.

crédit sont également réparties entre modalités tarifaires et non tarifaires. Les modalités tarifaires se rapportent à la compensation demandée pour supporter le risque, par exemple les taux ou écarts (*spreads*) de financement ; les modalités non tarifaires se rapportent aux dispositions contractuelles utilisées pour réduire les expositions au risque, par exemple les décotes, les dispositions relatives à la durée maximale de financement, les conventions et les seuils de déclenchement. Si les modalités de crédit se sont durcies ou assouplies, il est demandé aux participants à l'enquête de donner jusqu'à trois raisons principales expliquant pourquoi leurs modalités tarifaires et non tarifaires ont évolué sur l'ensemble des catégories d'opérations de financement sur titres et d'opérations sur produits dérivés OTC, en sélectionnant parmi une liste donnée de huit raisons ¹⁴.

Les résultats agrégés de l'enquête sont exprimés en pourcentages nets de participants. Pour chaque question, les participants à l'enquête choisissent entre cinq propositions, par exemple : a) sensiblement durcies ; b) légèrement durcies ; c) globalement inchangées ; d) légèrement assouplies et e) sensiblement assouplies. Les pourcentages nets sont calculés comme la différence entre le pourcentage de participants ayant déclaré un « léger durcissement » ou un « durcissement sensible » et le pourcentage de ceux ayant déclaré un « léger assouplissement » ou un « assouplissement sensible ».

La série temporelle des résultats agrégés depuis le lancement de l'enquête en mars 2013 permet de comparer les résultats de l'enquête SESFOD avec les indicateurs de marché pertinents. Une comparaison de l'enquête SESFOD pour les types de contreparties appartenant aux principaux intermédiaires financiers avec l'indice de volatilité Euro Stoxx 50 (VSTOXX) montre que les résultats de l'enquête pour les contreparties financières ont suivi l'indice VSTOXX relativement étroitement. De plus, après une certaine dispersion des modalités de crédit entre les contreparties financières au début de la période d'enquête, les évolutions de ces modalités se sont rapprochées ces dernières années (graphique 1, partie a).

Des comparaisons sont également possibles avec les résultats d'autres enquêtes telles que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (enquête BLS). Dans la mesure où les informations couvertes par les deux enquêtes de la BCE incluent également les conditions de crédit pour les entités non financières, il est possible de comparer les résultats de l'enquête SESFOD avec ceux de l'enquête BLS. Les modalités de crédit globales pour les contreparties non financières dans l'enquête SESFOD ne sont pas toujours alignées avec les critères d'octroi des crédits ressortant de l'enquête BLS pour les entreprises de la zone euro. Si on les compare aux critères d'octroi déclarés dans l'enquête BLS, les conditions de crédit ressortant de l'enquête SESFOD sont plus volatiles. De plus, les résultats de l'enquête SESFOD ont mis en évidence un durcissement sur la plupart des trimestres depuis 2015, tandis que les résultats de l'enquête BLS ont fait apparaître un durcissement constant seulement à partir de 2022 et ont fait état principalement

¹⁴ Cf. également les *SESFOD guidelines*, BCE, 2016, ou *Financial Stability Review*, BCE, mai 2013, *op. cit.*

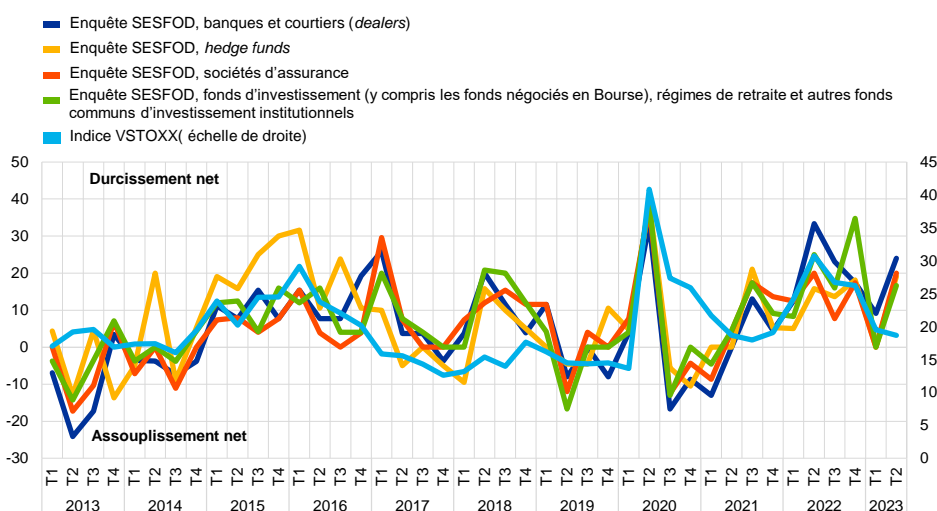
d'un assouplissement des critères d'octroi entre 2014 et 2019 (graphique 1, partie b).

Graphique 1

Résultats agrégés des enquêtes SESFOD et BLS et indice VSTOXX

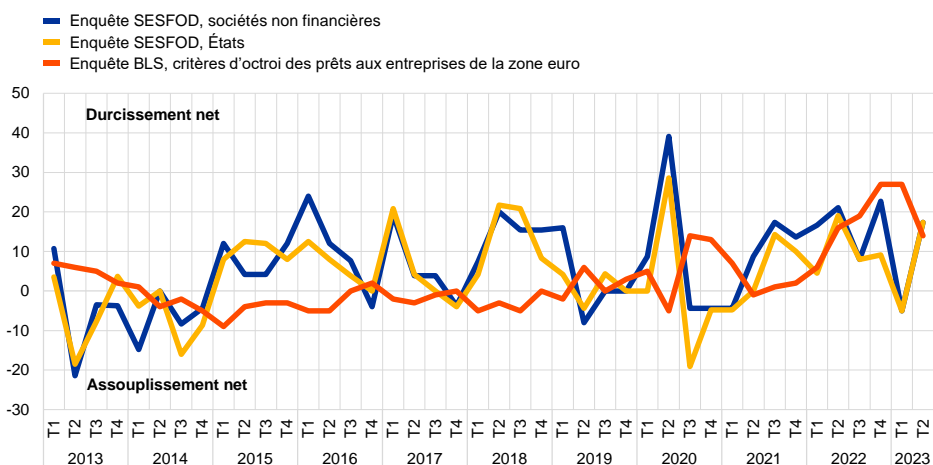
a) Contreparties financières dans l'enquête SESFOD et indice VSTOXX

(échelle de gauche : pourcentages nets des réponses ; échelle de droite : indice)



b) Contreparties non financières dans l'enquête SESFOD et enquête BLS

(échelle de gauche : pourcentages nets des réponses ; échelle de droite : indice)



Sources : Enquête SESFOD, EUREX et calculs de la BCE.

Note : Pour l'indice VSTOXX, la valeur médiane pour l'ensemble des périodes de déclaration de l'enquête SESFOD est présentée.

Les séries temporelles des réponses depuis le lancement de l'enquête en mars 2013 fournissent une base riche pour évaluer les diverses opinions des différentes banques participantes. La cartographie des réponses qualitatives

selon des scores numériques nous permet de calculer plusieurs statistiques et de mesurer les informations agrégées collectées par l'enquête SESFOD¹⁵. Pour résumer, la dispersion des banques participantes sur les questions individuelles peut

¹⁵ En utilisant l'exemple cité précédemment, les scores numériques suivants sont attribués aux réponses : + 2 pour le choix « sensiblement durcies », + 1 pour « légèrement durcies », 0 pour « sont restées globalement inchangées », - 1 pour « légèrement assouplies » et - 2 pour « sensiblement assouplies ».

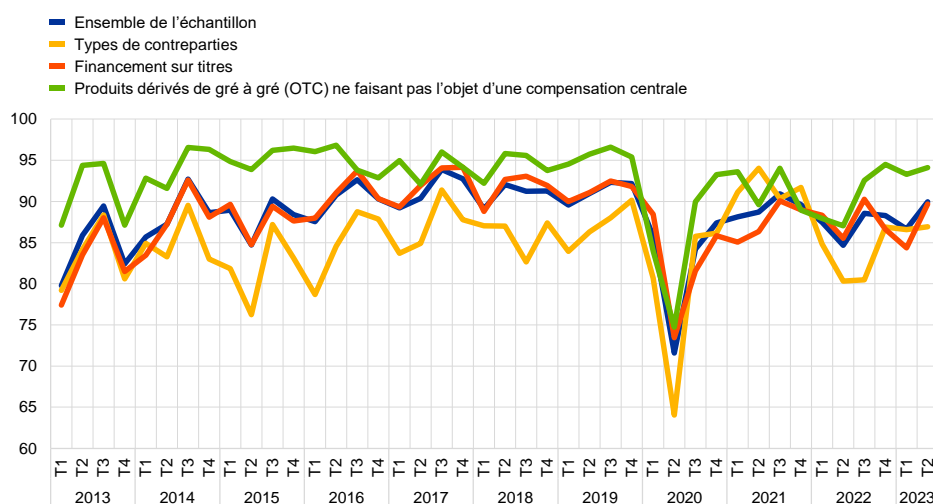
être agrégée au niveau de la campagne d'enquête ou en fonction du thème de la question. Cette approche peut également être appliquée à des sous-groupes de participants, généralement ventilés en fonction de leur juridiction ou de la localisation nationale du siège social. Cette analyse est présentée dans la section 3.

La réponse la plus répandue ayant été « sont restées globalement inchangées », les pourcentages nets – considérés comme indicateurs agrégés des résultats d'enquêtes – ont souvent résulté d'un faible nombre de réponses aux deux extrémités du spectre de réponses. Pour chaque enquête depuis 2013, 88 % des réponses en moyenne ont indiqué que les conditions étaient globalement inchangées. Cette moyenne est inférieure pour les questions relatives aux modalités de crédit des contreparties et plus élevée pour celles portant sur les produits dérivés OTC ne faisant pas l'objet d'une compensation (graphique 2). Étant donné la prépondérance de ces réponses parmi un ensemble relativement réduit de participants, nous devons nous assurer que les conclusions de l'enquête ne sont pas systématiquement déterminées par un sous-ensemble de participants (individuels) ou par le domicile géographique des participants.

Graphique 2

Réponses à l'enquête SESFOD indiquant que les conditions sont restées globalement inchangées

(en pourcentages)



Sources : Enquête SESFOD et calculs de la BCE.

Note : Pour chaque campagne d'enquête, la moyenne de la part des réponses « sont restées globalement inchangées » reçues pour les 342 questions de l'enquête SESFOD (ou pour les questions figurant dans une sous-section du questionnaire) est calculée et présentée au fil du temps.

3 Facteurs déterminant les évolutions des réponses des banques

Les opinions des participants diffèrent davantage sur les questions relatives aux modalités tarifaires que sur celles concernant les modalités non tarifaires (graphique 3, partie a). Les réponses des banques varient en fonction des questions et de la zone géographique des participants à l'enquête. L'écart type pour

les réponses aux questions relatives aux modalités tarifaires est supérieur à celui observé pour celles portant sur les modalités non tarifaires. Les modalités et conditions de crédit reflètent non seulement des considérations relatives à la gestion du risque de crédit de contrepartie, mais également d'autres aspects concernant la capacité à mobiliser le bilan, la liquidité du marché et les pressions concurrentielles, etc., qui sont analysés plus en détail dans la section 5. De plus, les modalités et conditions non tarifaires convenues avec des contreparties établies en ce qui concerne les transactions ou les instruments financiers régis, par exemple, par les conventions de l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) ne sont que très rarement ajustées.

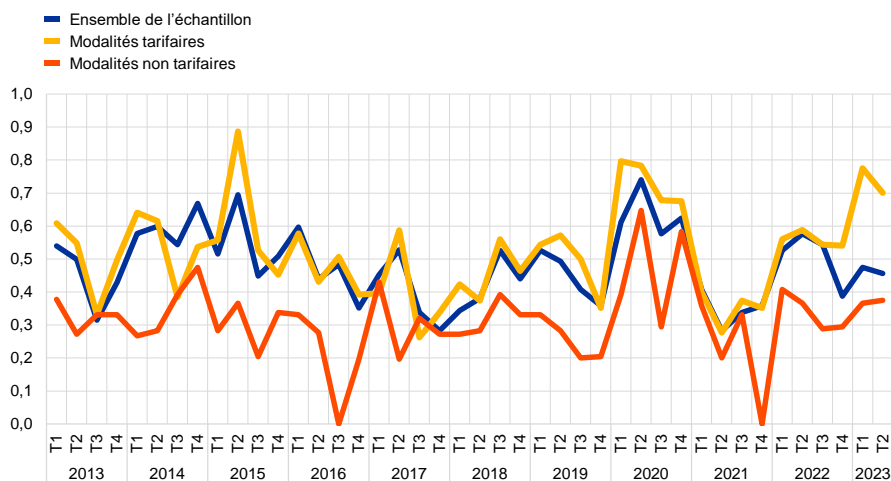
Les opinions divergent davantage parmi les participants ayant leur siège social dans la zone euro que parmi ceux dont le siège social est situé ailleurs (graphique 3, partie b). La ventilation par juridiction fait apparaître une différence persistante dans la dispersion au sein des groupes. Les facteurs les plus probables à l'origine de cet écart sont les différences en matière de clientèle et de plein accès aux facilités de liquidité de l'Eurosystème. Pour le premier facteur, les banques de la zone euro sont en concurrence pour de nombreuses petites et moyennes entreprises (PME), tandis que les groupes n'appartenant pas à la zone euro se concentrent sur les clients mondiaux, de plus grande taille qui présentent des capitalisations importantes (« *blue chips* »).

Graphique 3

Indicateur de dispersion des avis par thème

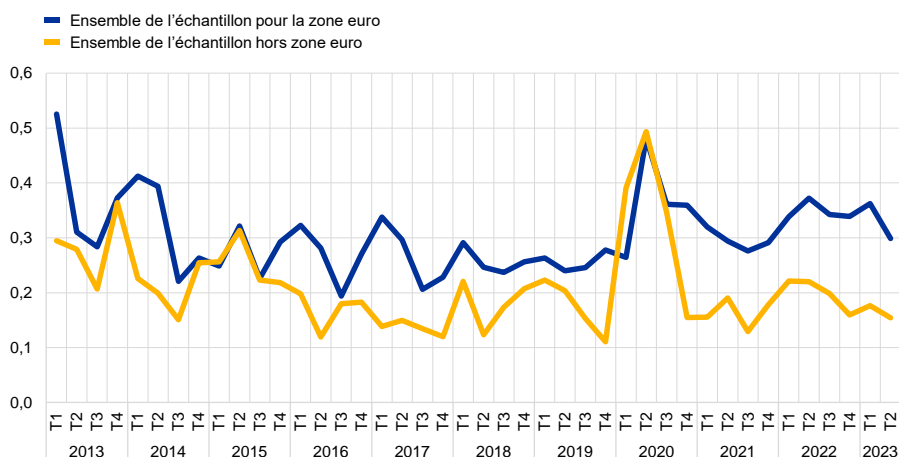
a) Modalités tarifaires et non tarifaires

(écart type)



b) Domicile

(écart type)



Sources : Enquête SESFOD et calculs de la BCE.

Notes : Les réponses individuelles des banques interrogées à une question sont traduites en scores numériques allant de - 2 à + 2. L'écart type est ensuite calculé en utilisant les scores numériques pour l'ensemble des réponses des banques interrogées. Les écarts types pour un sous-groupe de questions sont alors agrégés pour un moment donné à l'aide de la moyenne.

4 Anticipations des banques par rapport aux résultats

L'enquête SESFOD évalue les modalités de crédit des contreparties dans une perspective rétrospective aussi bien que prospective. Pour des types de contreparties prédéterminés et pour l'ensemble des contreparties, l'enquête SESFOD demande aux participants d'évaluer globalement les modalités de crédit tarifaires et non tarifaires au cours des trois mois précédents et de faire part de leurs anticipations s'agissant de ces modalités sur les trois mois à venir. Cette section évalue dans quelle mesure les anticipations exprimées par les participants au niveau individuel (micro) et au niveau agrégé (macro) ont des propriétés d'indicateurs avancés.

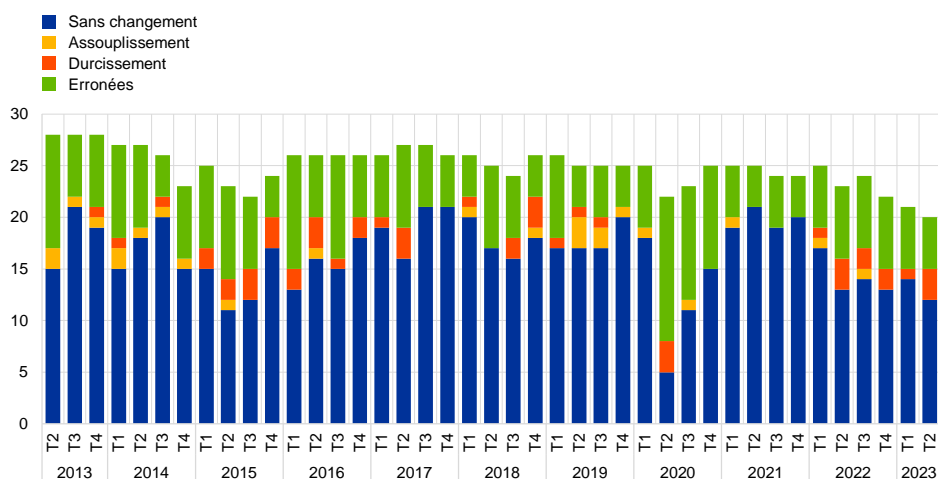
Les différents participants anticipent essentiellement et correctement des modalités de crédit des contreparties qui restent inchangées, tandis qu'ils anticipent seulement rarement de manière correcte les évolutions qui changent de sens. Les anticipations incorrectes ont été plus courantes pour les modalités tarifaires que pour les modalités non tarifaires : en moyenne, les participants ont correctement anticipé des modalités tarifaires inchangées dans 67,7 % des cas contre 83,7 % des cas pour les modalités non tarifaires. De plus, les anticipations des participants à l'enquête ont été, en moyenne, fausses en ce qui concerne le sens de l'évolution dans 28,5 % des cas pour les modalités tarifaires et dans 14,2 % des cas pour les modalités non tarifaires. Les changements de sens des évolutions ont été plus souvent correctement anticipés quand il s'agissait d'un durcissement (5,1 % des cas pour les modalités tarifaires et 2,1 % pour les modalités non tarifaires) que quand il s'agissait d'un assouplissement (2,4 % et 0,9 %) (graphique 4).

Graphique 4

Anticipations des différents participants à l'enquête et résultats effectifs

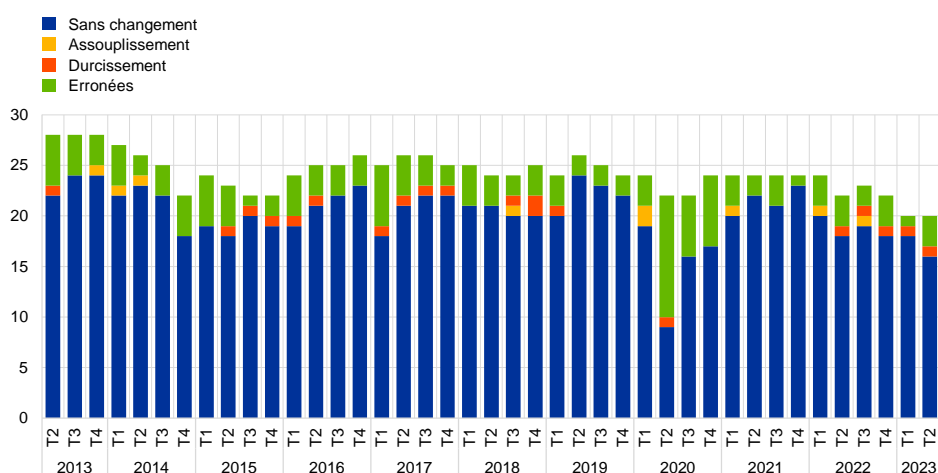
a) Modalités tarifaires

(nombre de réponses par sens d'évolution et exactitude)



b) Modalités non tarifaires

(nombre de réponses par sens d'évolution et exactitude)



Sources : Enquête SESFOD et calculs de la BCE.

Note : Les anticipations des participants fournies lors de la précédente période sous revue sont évaluées par rapport au sens de l'évolution effectivement constatée au cours de la période sous revue.

Les anticipations agrégées ont constamment présenté des propriétés d'indicateur avancé (graphique 5).

Les avis agrégés, souvent décrits comme la « sagesse des foules », pourraient équilibrer les sous-performances individuelles et permettre une plus grande exactitude. En moyenne, les participants à l'enquête ont correctement anticipé les modalités de crédit globales pour les différents types de contreparties dans 76 % des cas. Dans 24 % des cas, les anticipations des participants ne se sont pas concrétisées sans erreur soit du côté d'un assouplissement soit du côté d'un durcissement. Dans 13 % des cas, les modalités de crédit observées se sont moins durcies qu'attendu, tandis que dans 11 % des cas elles se sont moins assouplies qu'attendu. Cette bonne anticipation agrégée pourrait résulter d'une compensation mutuelle entre des anticipations individuelles fausses,

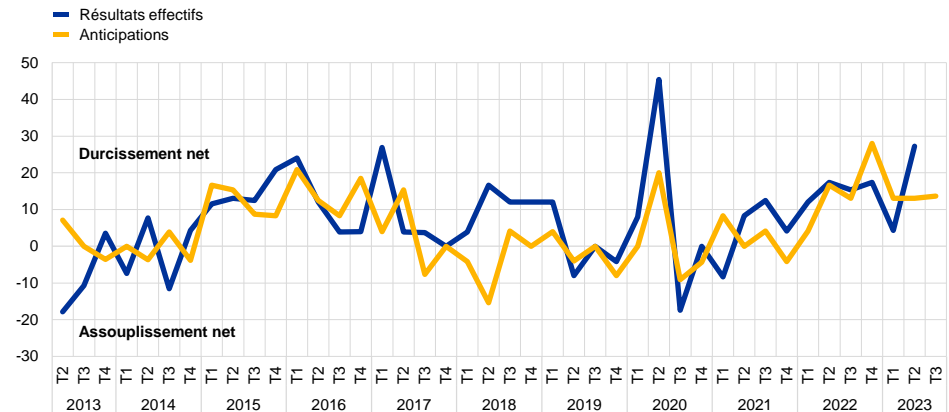
ou d'anticipations qui s'auto-alimentent et d'une endogénéité, les participants à l'enquête SESFOD étant des intervenants de marché importants.

Graphique 5

Anticipations agrégées par rapport aux réalisations – propriétés d'indicateur avancé de l'enquête SESFOD

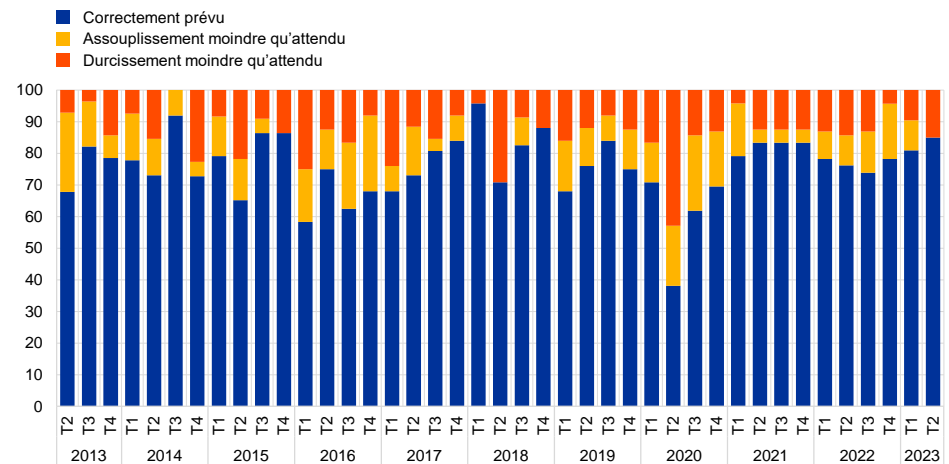
a) Séries temporelles des variations effectives et attendues

(pourcentage net agrégé des participants à l'enquête, reporté sur la période d'enquête suivante pour les changements attendus)



b) Exactitude des anticipations

(en pourcentages)



Sources : Enquête SESFOD et calculs de la BCE.

Notes : La variation effective résulte des questions dans lesquelles il est demandé aux intervenants de marché d'évaluer l'évolution des conditions globales au cours des trois derniers mois, tandis que les anticipations sont calculées en leur demandant de prévoir quelles seront les conditions au cours des trois mois suivants.

5 Facteurs déterminant les évolutions des modalités et conditions de crédit des contreparties

Les réponses à l'enquête peuvent mettre en évidence une cyclicité s'agissant de l'importance relative des facteurs déterminant les modalités et conditions de crédit ou fournir des indications sur les évolutions structurelles sous-jacentes des marchés. Il est demandé aux participants de citer les trois facteurs les plus pertinents à l'origine d'un assouplissement ou d'un durcissement

des modalités de crédit, selon le cas, en effectuant une sélection à partir d'une liste de huit options. L'analyse de ces réponses au fil du temps montre que certains de ces facteurs sont cycliques (par exemple, le rôle de la liquidité et du fonctionnement du marché en général) (graphique 6, partie a). Au-delà de cette cyclicité, la mention récurrente des différents facteurs comme étant les raisons les plus pertinentes pour expliquer le durcissement ou l'assouplissement peut permettre d'identifier les tendances structurelles sur les marchés.

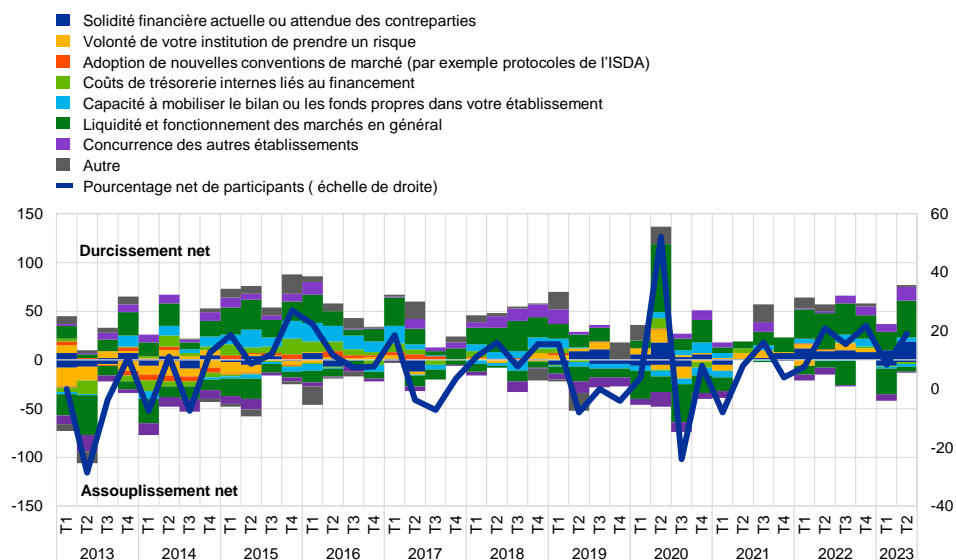
La liquidité et le fonctionnement du marché en général ainsi que la concurrence des autres établissements ont été identifiés comme les principaux facteurs influençant les modalités tarifaires et non tarifaires sur la durée de l'enquête SESFOD. Depuis le démarrage de l'enquête SESFOD, les participants à l'enquête ont désigné la liquidité et le fonctionnement du marché en général comme le principal facteur à l'origine d'un assouplissement ou d'un durcissement des modalités tarifaires et non tarifaires. En outre, la concurrence des autres établissements et la capacité à mobiliser le bilan ont été systématiquement mentionnées par les banques interrogées (graphique 6, partie a). S'agissant des modalités tarifaires appliquées aux transactions avec les contreparties banques et courtiers (*dealers*), les réponses montrent que la capacité à mobiliser le bilan et l'adoption de nouvelles conventions de marché, en particulier au cours des premières phases de mise en œuvre de Bâle III, ont été des déterminants importants dans les premières années d'existence de l'enquête SESFOD. En cohérence avec les résultats pour l'ensemble des contreparties, la liquidité et le fonctionnement du marché en général ont exercé le principal impact sur les modalités tarifaires au cours des dernières années (graphique 6, partie b).

Graphique 6

Déterminants des modalités tarifaires ressortant de l'enquête pour l'ensemble des contreparties et pour les banques et les courtiers

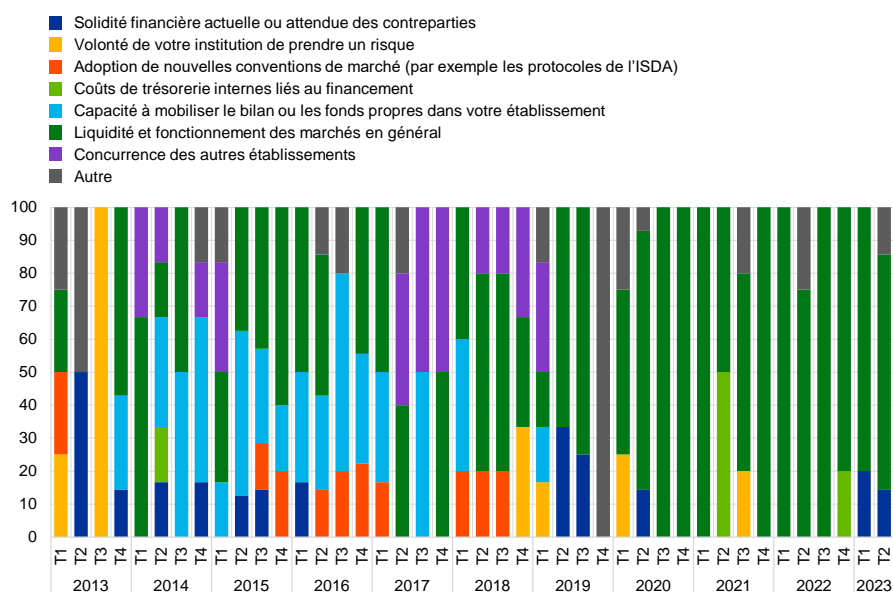
a) Ensemble des contreparties – raisons du durcissement et de l'assouplissement

(échelle de gauche : nombre de réponses par déterminant ; échelle de droite : en pourcentages)



b) Banques et courtiers – raisons du durcissement

(en pourcentages)



Sources : Enquête SESFOD et calculs de la BCE.

6 Conclusions

L'enquête SESFOD est réalisée auprès d'un échantillon de petite taille, mais représentatif des intervenants de marché. L'analyse des réponses depuis le lancement de l'enquête en 2013 confirme la pertinence de la réalisation de l'enquête et de son utilisation pour la stabilité financière (car elle fait apparaître les

accentuations de la prise de risque et l'accumulation de levier), pour le fonctionnement du marché et pour la politique monétaire (car elle montre les changements dans les conditions de financement).

- Les changements peu fréquents, ainsi que le phénomène de « sagesse des foules » qui ressort des évolutions des modalités tarifaires et non tarifaires, soulignent l'utilité des informations qualitatives issues de l'enquête SESFOD en tant que signal avertissant d'évolutions défavorables futures.
- Associer l'enquête qualitative à des données quantitatives obtenues dans le cadre du *reporting* réglementaire enrichira davantage l'évaluation des conditions de crédit attachées aux opérations de financement sur titres libellés en euros et aux marchés des produits dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation, et permettra de mieux comprendre les conditions de financement en vigueur sur les marchés financiers.

Encadré 1

Structure du marché et représentativité de l'échantillon

Emanuele Franceschi, Piotr Kotlarz, Valentina Macchiati et Philippe Molitor

La valeur de l'enquête SESFOD pour l'élaboration de la politique repose sur la représentativité des participants à l'enquête pour les compartiments sous-jacents du marché. Au lancement de l'enquête SESFOD, la BCE a sélectionné des participants sur la base des bilans, des informations extraites des marchés et des retours des autorités nationales de l'UE. L'échantillon de participants est resté globalement stable depuis le lancement de l'enquête et compte actuellement 27 grands groupes bancaires situés à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro. Cet encadré fournit des données quantitatives à partir d'informations obtenues dans le cadre du *reporting* réglementaire conformément au règlement SFTR et au règlement EMIR afin de valider cette sélection et sa représentativité en termes d'activités sur les marchés des opérations de financement sur titres libellés en euros et des produits dérivés de gré à gré. Les informations et les données servent également à illustrer l'importance relative des différents types de garanties utilisées sur les marchés des opérations de financement sur titres et d'instruments utilisés sur les marchés des produits dérivés.

Marchés des opérations de financement sur titres

L'ensemble de données par opérations est régi par le règlement SFTR, qui impose à toute entité établie dans l'UE réalisant des opérations de financement sur titres de déclarer ces opérations aux référentiels centraux. Le règlement SFTR couvre séparément les accords de pension (*repos*) et les opérations d'achat/vente de titres, les prêts et les emprunts de titres, ainsi que les prêts avec appel de marge. Il fournit ainsi une couverture presque universelle des activités financières des intervenants de marché européens sur les compartiments des opérations garanties.

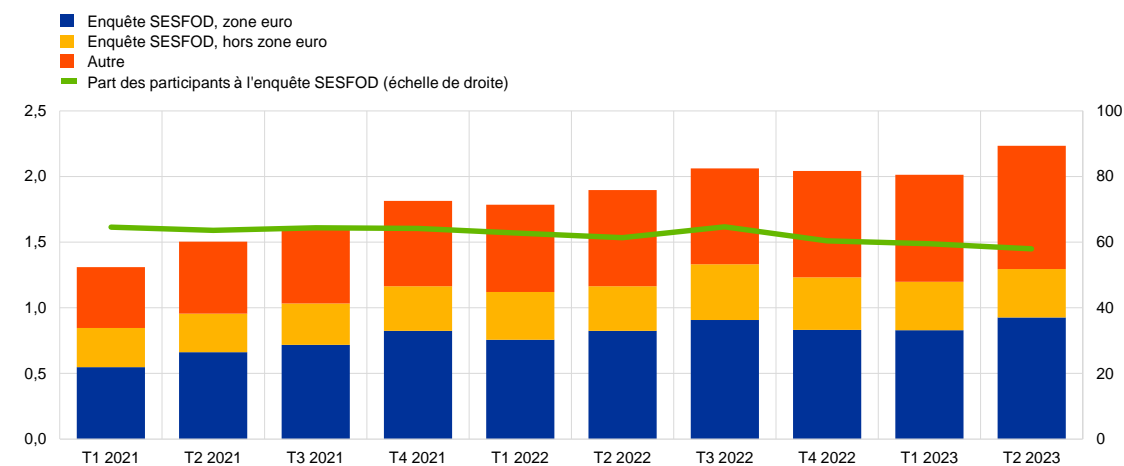
Les groupes bancaires participant à l'enquête SESFOD prêtent environ 1 300 milliards d'euros via des opérations de pension et représentent approximativement 60 % de l'ensemble du marché des opérations de pension libellées en euros (graphique A). Cette part a été remarquablement stable au cours des périodes de référence récentes de l'enquête SESFOD et confirme la représentativité de l'échantillon participant à l'enquête pour les marchés des opérations de financement sur titres.

Les participants à l'enquête SESFOD dont le siège est situé dans la zone euro représentent environ 70 % de la part de marché des participants à l'enquête et cette part augmente lentement.

Graphique A

La part de marché des participants à l'enquête SESFOD sur le marché européen des pensions est importante et stable

(échelle de gauche : en milliers de milliards d'euros ; échelle de droite : en pourcentage)



Sources : *Securities Financing Transactions Data Store (SFTDS)*, *Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF)*, registre des données relatives aux institutions et aux filiales du SEBC (*Register of Institutions and Affiliates Data, RIAD*) et calculs de la BCE.

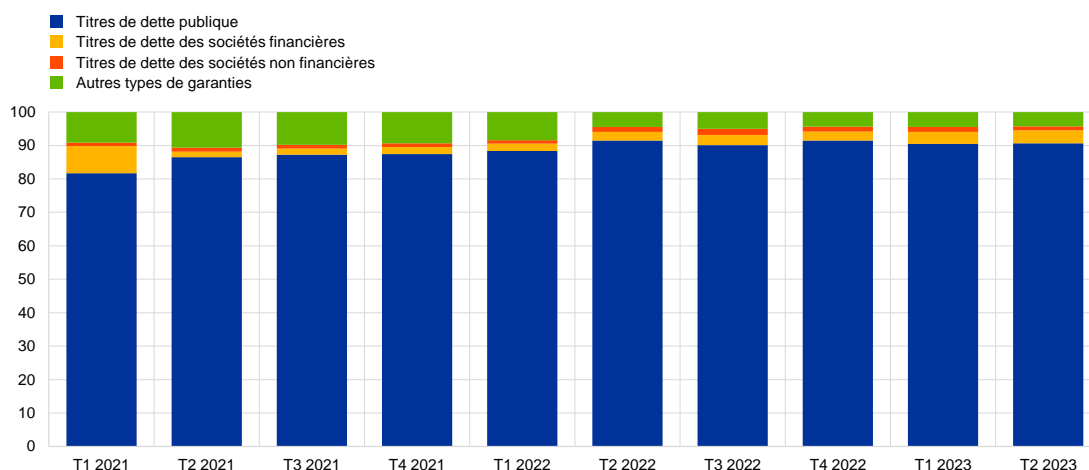
Notes : Les valeurs sont calculées comme la médiane des valeurs journalières au cours de chaque période de référence de trois mois. Les valeurs déclarées par les participants à l'enquête SESFOD correspondent à celles de leur groupe bancaire dans son ensemble. La localisation géographique correspond au siège social de chaque groupe bancaire. L'échantillon se limite aux opérations de pension (*repos*) et d'achat/vente de titres (*buy/sell-back*) libellés en euros réalisées par des participants à l'enquête ainsi qu'à l'ensemble des opérations de pension en euro déclarées dans le cadre du règlement SFTR.

Dans la plupart des cas, les participants à l'enquête SESFOD fournissent des fonds contre des titres de dette publique. Dans les opérations de financement garanties, les contreparties échangent des fonds liquides contre une garantie. Les entités ou les banques fournissant les fonds reçoivent un titre en échange et acceptent de le revendre lorsque le contrat de pension arrive à échéance. Dans le cadre du règlement SFTR, des informations détaillées sont collectées concernant la garantie utilisée pour les opérations de pension. Pour les participants à l'enquête SESFOD, les titres de dette publique – émis par des administrations centrales ou des entités supranationales – sont de loin le type de garantie le plus fréquent et sont utilisés pour garantir environ 90 % du volume total des opérations de pension (graphique B). Les titres de créance émis par les sociétés financières ou non financières représentent une part relativement moindre des garanties utilisées dans les opérations de financement sur titres.

Graphique B

Les participants à l'enquête SESFOD reçoivent principalement des titres de dette publique comme garantie

(en pourcentage)



Sources : SFTDS, base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database, CSDB*) et calculs de la BCE.

Notes : Les titres de dette publique comprennent les titres de créance émis par des entités nationales ou supranationales, les titres de dette des sociétés financières comprennent les titres émis par les banques et les entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB), les titres de dette émis par les sociétés non financières comprennent les obligations émises par toute autre société. Les autres types de garanties comprennent les titres liés aux actions, aux indices et à tous autres actifs résiduels. Les valeurs correspondent exclusivement aux opérations dans lesquelles les participants à l'enquête SESFOD fournissent de la liquidité contre une garantie. Les parts sont calculées sur la valeur au comptant des opérations de pension, c'est-à-dire la liquidité fournie. Les valeurs correspondent à la médiane des valeurs journalières sur trois mois. L'échantillon se limite aux opérations de pension (*repos*) et d'achat/vente de titres (*buy/sell-back*) libellés en euros réalisées par les participants à l'enquête ainsi qu'à l'ensemble des opérations de pension en euro déclarées dans le cadre du règlement SFTR.

Marchés des produits dérivés

Le règlement EMIR impose aux entités européennes de déclarer les opérations sur produits dérivés, qu'elles soient réalisées de manière bilatérale (de gré à gré) ou compensées par une contrepartie centrale. Par exemple, les banques utilisent des produits dérivés pour se protéger contre divers risques – d'où les très nombreux types de produits dérivés –, tels que les fluctuations de change et de taux d'intérêt, la volatilité des matières premières et des actions, ou le risque de crédit. En outre, certaines grandes banques permettent aux établissements financiers non bancaires d'accéder au marché des produits dérivés et leur servent de passerelle ¹⁶.

Le marché des produits dérivés est l'un des plus grands marchés financiers et revêt un rôle essentiel pour évaluer l'appétence pour le risque. Avec un montant notionnel brut totalisant plus de 120 000 milliards d'euros pour le marché européen, il est principalement constitué de dérivés de taux d'intérêt et de change, dont la grande majorité est négociée par les banques. Le règlement EMIR met ainsi en évidence le comportement à risque et l'accumulation potentielle de levier synthétique sur les marchés financiers.

Les enquêtes SESFOD fournissent des informations sur les changements et les tendances observés sur les marchés des produits dérivés de gré à gré et dans les comportements à risque. Les informations qualitatives et directionnelles issues des enquêtes SESFOD fournissent un aperçu utile de l'accumulation des risques et du comportement privilégié en matière de compensation. Les informations sur le comportement effectif obtenues dans le cadre du règlement EMIR

¹⁶ Cf. l'article intitulé « *Key linkages between banks and the non-bank financial sector* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2023.

conjuguées aux informations qualitatives issues de l'enquête SESFOD permettent de réaliser une évaluation complète du marché européen des produits dérivés.

La représentativité de l'enquête SESFOD en ce qui concerne les produits dérivés est bonne, avec une certaine hétérogénéité. Au premier trimestre 2023, les opérations réalisées par les participants à l'enquête SESFOD ont représenté environ 40 % en moyenne du marché européen dans son ensemble (graphique C, partie a). Comme c'est le cas pour les données relatives aux opérations de financement sur titres, cette part de marché tient compte de l'ensemble de la structure de propriété des groupes bancaires, car les sociétés mères ne réalisent qu'occasionnellement des opérations sur produits dérivés, tandis que les succursales et les filiales situées dans des marchés spécialisés sont plus actives.

Les participants à l'enquête SESFOD établis dans la zone euro représentent une part relativement plus importante du marché faisant l'objet d'une compensation. Cela résulte peut-être du fait qu'ils représentent la plus grande part des banques européennes dans l'enquête, mais cela reflète également les mesures réglementaires prises depuis 2008. En effet, la part de marché des participants à l'enquête SESFOD dans les opérations faisant l'objet d'une compensation centrale représente environ 8 % pour les banques non européennes, tandis que ce taux est trois fois plus élevé et supérieur à 24 % pour les groupes bancaires européens, soit au total plus de 33 %. Par ailleurs, l'enquête SESFOD couvre plus des deux tiers du marché des produits dérivés de gré à gré : les banques de la zone euro représentent 24 % et les groupes hors zone euro 43 %.

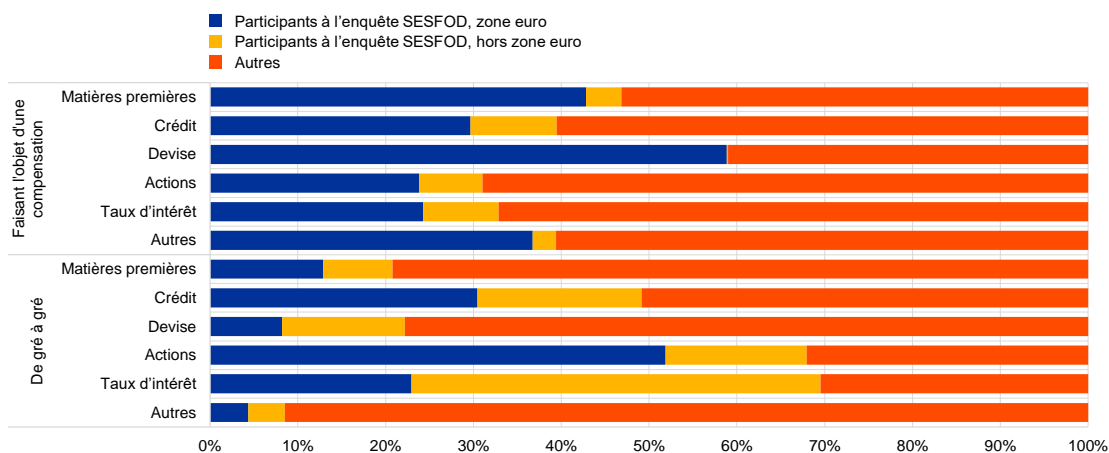
L'enquête SESFOD représente 45 % du marché des dérivés de taux d'intérêt, qui constituent le compartiment le plus important. Avec un montant notionnel brut d'un peu moins de 119 000 milliards d'euros (graphique C, partie b), les dérivés de taux d'intérêt constituent de loin le plus grand compartiment du marché, et les banques sont souvent des acteurs importants en raison de leur exposition naturelle aux fluctuations des taux. Même si la couverture est plus importante pour les opérations de gré à gré, la couverture globale indique une bonne représentativité de l'enquête SESFOD. En effet, le compartiment affichant les moins bons résultats en termes de part de marché est le compartiment résiduel « autres » des opérations de gré à gré, qui comprend des contrats moins fréquemment négociés. Dans ce compartiment, les participants à l'enquête SESFOD représentent environ 8 % d'un montant notionnel d'environ 250 milliards d'euros.

Graphique C

Les participants à l'enquête SESFOD échangent relativement peu de produits dérivés

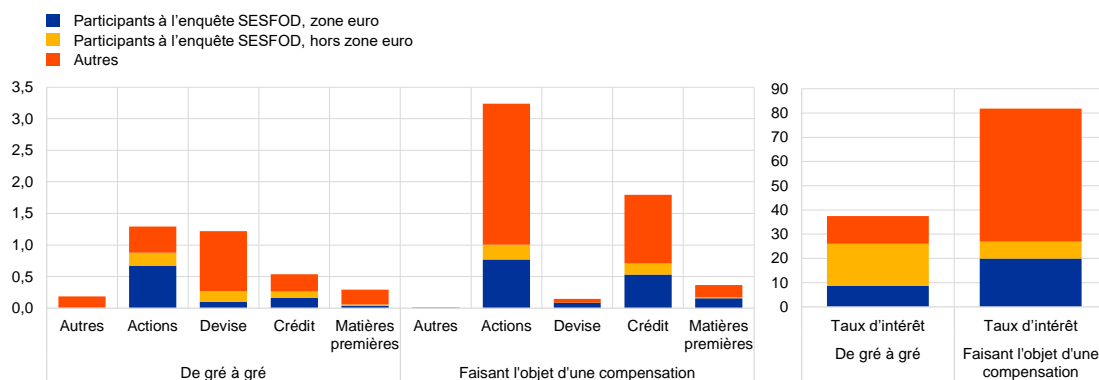
a) Parts de marché relatives par type de produits dérivés et groupe de participants

(en pourcentage)



b) Parts de marché absolues par type de produits dérivés et groupe de participants

(en milliers de milliards d'euros)



Sources : EMIR et calculs de la BCE.

Notes : Les valeurs représentent les montants notionnels bruts des vendeurs déclarés par les participants à l'enquête SESFOD pour la période allant du 1^{er} décembre 2022 au 28 février 2023. Elles correspondent aux valeurs médianes sur trois mois calculées à partir de données journalières agrégées pour chaque sous-catégorie. L'échantillon se limite aux produits dérivés libellés en euro vendus par les participants à l'enquête SESFOD et à l'ensemble des produits dérivés libellés en euro déclarés dans le cadre du règlement EMIR au cours de la même période.

Conclusions

Les déclarations réglementaires corroborent la représentativité de l'enquête SESFOD.

Les données obtenues dans le cadre des règlements SFTR et EMIR permettent de réaliser une évaluation et un suivi précis, presque en temps réel, de la part de marché des participants à l'enquête SESFOD. Les résultats de cet exercice sont précieux et confirment l'utilité de l'enquête SESFOD pour la politique économique, en particulier en ce qui concerne les informations qualitatives non tarifaires. La comparaison des réponses à l'enquête avec les données effectives peut en effet fournir un aperçu utile de la transmission de l'appétence pour le risque et des anticipations aux conditions tarifaires effectives et éclairer les décisions de politique économique.

Encadré 2

Comparaison entre les réponses aux enquêtes SESFOD et SCOOS sur les *hedge funds*

Simon Kördel et Philippe Molitor

Les questions de l'enquête SESFOD reflètent largement celles de l'enquête *Senior Credit Officer Opinion Survey* (SCOOS) de la Réserve fédérale sur les modalités de financement des courtiers pour les opérations libellées en dollar, tout en étant adaptées sur certains points à la situation et aux besoins propres à la zone euro. Les paramètres des enquêtes SESFOD et SCOOS sont alignés les uns avec les autres ainsi qu'avec la recommandation du Comité sur le système financier mondial (CSFM). Toutefois, certains aspects prennent en compte les situations régionales. Par exemple, la sélection des types de contrepartie prend en compte le rôle et la taille de sous-secteurs financiers spécifiques qui sont actifs sur les marchés couverts par les enquêtes SESFOD et SCOOS respectivement. Cet encadré compare les résultats de l'enquête SESFOD avec ceux de l'enquête SCOOS, en se concentrant sur les modalités de crédit ainsi que sur le levier dans le secteur des *hedge funds*.

Les *hedge funds* ont été à l'origine des évolutions du levier et de la prise de risques dans le système financier au cours de la période précédant la crise financière mondiale. Le CSFM a identifié un manque d'information sur les conditions de financement des opérations de prêt garanti et des produits dérivés de gré à gré, notamment en ce qui concerne les évolutions du levier dans le secteur des *hedge funds*, qui a constitué un angle mort pour les décideurs politiques et les analystes ¹⁷. Les informations qualitatives issues des enquêtes SESFOD et SCOOS sont essentielles pour identifier les premiers signes de développement des vulnérabilités.

Les *hedge funds* jouent un rôle plus important aux États-Unis que dans le système financier de la zone euro. Même si le total des actifs gérés par les *hedge funds* établis dans la zone euro a presque triplé pour atteindre 520 milliards d'euros environ depuis le début de l'enquête SESFOD, le secteur des *hedge funds* dans la zone euro reste relativement petit par rapport à celui des États-Unis, dont les actifs gérés atteignent 2 500 milliards d'euros (graphique A) ¹⁸.

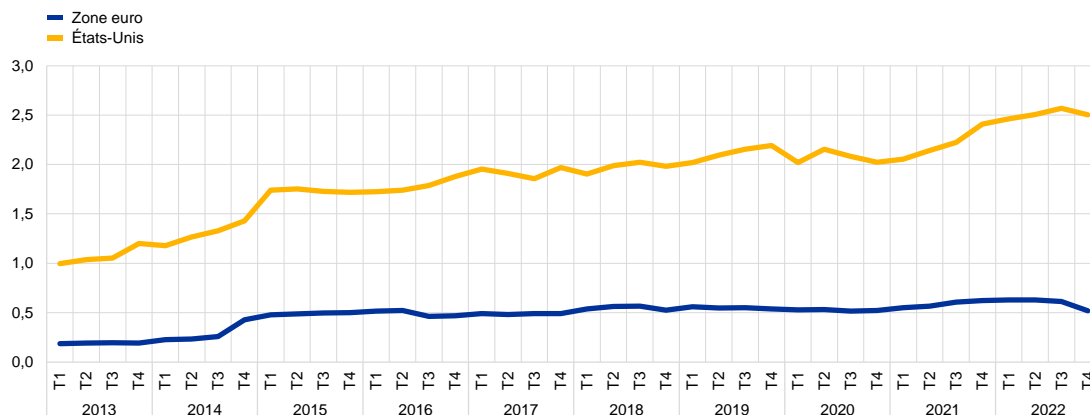
¹⁷ Cf. Comité sur le système financier mondial, « *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality* », *CGFS Papers*, n° 36, BRI, mars 2010.

¹⁸ Le fait que les actifs gérés par les *hedge funds* européens ne représentent qu'une fraction des actifs gérés par les *hedge funds* américains ne change pas lorsque l'on tient compte du total des actifs gérés par le secteur des *hedge funds* au Royaume-Uni. Les *hedge funds* établis au Royaume-Uni réalisent également des opérations financières ou sont présents sur les marchés relevant de l'enquête SESFOD. En particulier, les participants à l'enquête SESFOD hors zone euro reflètent les évolutions de ces opérations dans leurs réponses.

Graphique A

Total des actifs gérés par les *hedge funds* aux États-Unis et dans la zone euro

(en milliers de milliards d'euros)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, BCE et calculs de la BCE.

Modalités tarifaires et non tarifaires offertes aux *hedge funds*

Selon les déclarations des participants aux enquêtes SESFOD et SCOOS, les modalités tarifaires et non tarifaires offertes aux *hedge funds* ont affiché des évolutions semblables, avec une tendance à l'assouplissement des modalités de crédit aux États-Unis entre 2016 et 2019 (graphique A).

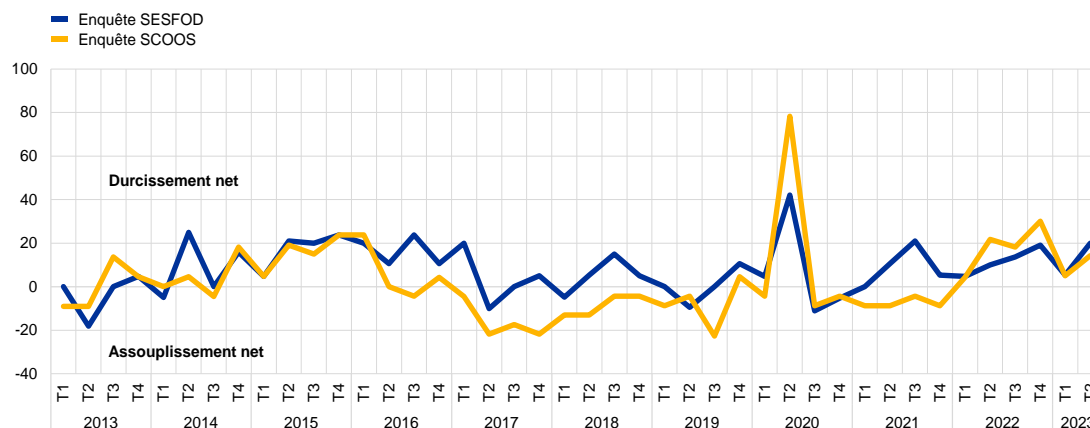
D'après les deux enquêtes, les modalités tarifaires et non tarifaires des contreparties *hedge funds* ont généralement évolué de manière comparable depuis le lancement de l'enquête SESFOD en 2013. Entre 2016 et 2019, les participants à l'enquête SCOOS ont fait état de modalités tarifaires et non tarifaires plus souples que les participants à l'enquête SESFOD. Cela doit être replacé dans le contexte de conditions financières globalement plus souples aux États-Unis pendant cette période.

Graphique B

Modalités tarifaires et non tarifaires offertes aux contreparties *hedge funds* dans la zone euro et aux États-Unis

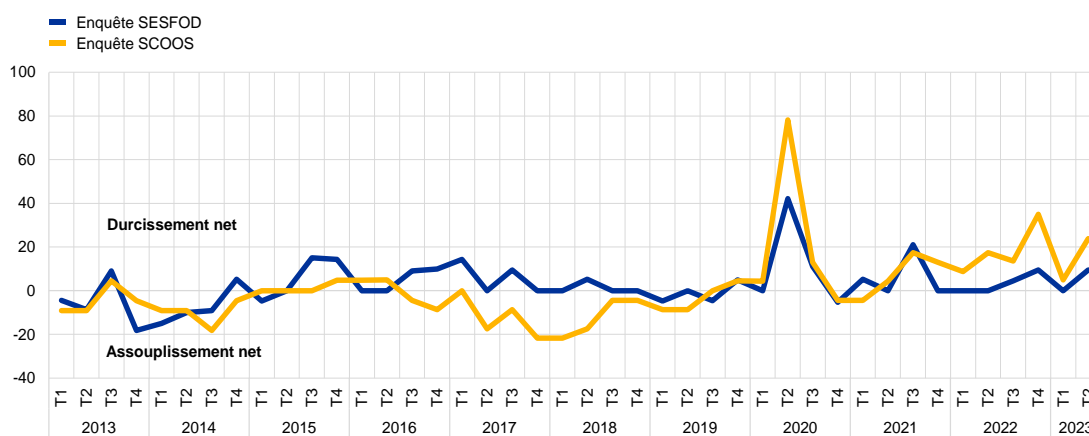
a) Modalités tarifaires

(pourcentage net de participants à l'enquête)



b) Modalités non tarifaires

(en milliers de milliards d'euros)



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, BCE et calculs de la BCE.

Utilisation et disponibilité du levier

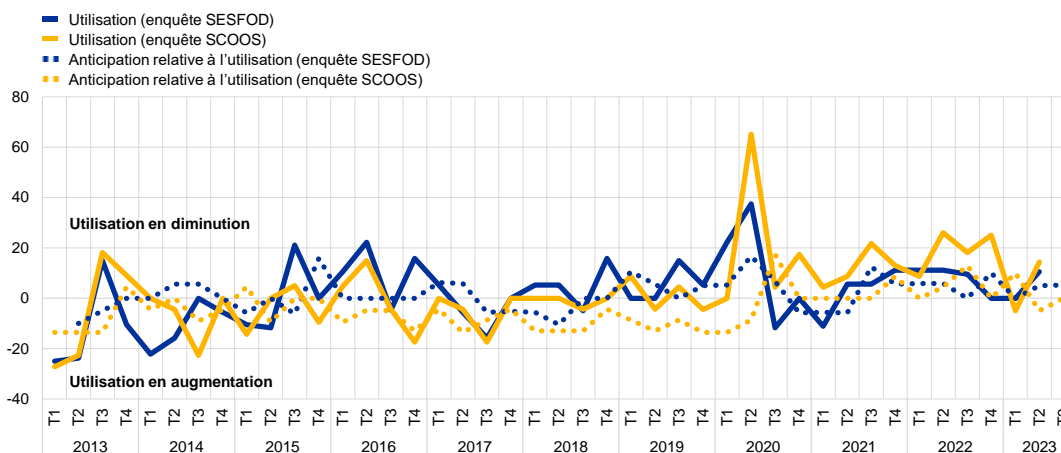
Les deux enquêtes comprennent également des questions sur la disponibilité du levier financier et son utilisation par les *hedge funds*. En plus des questions relatives aux modalités de crédit en vigueur sur les marchés des opérations de financement sur titres et des produits dérivés de gré à gré, les enquêtes SESFOD et SCOOS comprennent également des questions sur l'utilisation du levier financier par certaines contreparties, en particulier les *hedge funds*, ainsi que sur la disponibilité de levier financier dans les *hedge funds*. Ces informations peuvent être utilisées pour identifier les premiers signes de développement des vulnérabilités et l'accumulation de levier.

Le levier disponible (et non utilisé) des *hedge funds* affiche des propriétés d'indicateur avancé en ce qui concerne l'utilisation future du levier (graphique C). La disponibilité du levier non utilisé déclaré par les participants à l'enquête peut être interprétée comme une anticipation que ce levier sera utilisé dans le futur. Cette information peut servir d'indicateur avancé. Depuis le lancement de l'enquête SESFOD, la disponibilité et l'utilisation du levier financier déclarées par les participants dans les deux enquêtes ont évolué de manière globalement similaire, à l'exception des années suivant le début de la pandémie de COVID-19, où les participants à l'enquête SCOOS ont fait état d'une moins grande utilisation du levier jusqu'au début de 2023, tandis que les participants à l'enquête SESFOD déclaraient déjà une utilisation accrue du levier au troisième trimestre 2020.

Graphique C

Disponibilité du levier (non utilisé) dans les *hedge funds* comme anticipation de l'utilisation effective du levier

(en pourcentage)



Sources : Enquête SESFOD, enquête SCOOS et calculs de la BCE.

Notes : La disponibilité du levier (non utilisé) dans les *hedge funds* est présentée comme une anticipation de l'utilisation du levier par les *hedge funds* au cours de la période de référence suivante (c'est-à-dire que les anticipations des valeurs d'utilisation au deuxième trimestre correspondent aux valeurs relatives à la disponibilité du levier (non utilisé) au premier trimestre). Le pourcentage net est défini comme la différence entre le pourcentage de participants ayant déclaré une « diminution sensible » ou une « légère diminution » et de ceux ayant déclaré une « légère augmentation » ou une « augmentation sensible ».

Conclusions

La comparaison des résultats des enquêtes SESFOD et SCOOS en ce qui concerne les *hedge funds* illustre l'existence d'évolutions similaires aux États-Unis et dans la zone euro. Les conclusions confirment la pertinence de l'utilisation des informations qualitatives tirées des enquêtes à des fins d'analyse des canaux de contagion potentiels pour les évolutions des marchés et des risques systémiques.

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	-4,2	2,2	-6,1	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	5,6	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	3,3	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4	
2022 Q3	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,2	0,3	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	0,8	2,2	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0	
Q2	-	0,5	0,2	1,2	0,8	0,1	-	-	4,0	8,4	3,3	1,1	6,2	
2023 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	2,9	5,5	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	6,8	3,3	2,6	5,3	
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,3	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)							Merchandise imports ¹⁾				
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-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	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,1
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,6	0,5	-0,4	1,6
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	51,0	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,6	1,8
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,0	-0,4	2,5
Sep.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,5	-0,4	1,6
Oct.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-0,9	-1,3	-0,4
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	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2020	11 515,7	11 103,4	5 951,3	2 579,5	2 524,0	1 227,9	687,0	602,3	48,6	412,3	5 224,9	4 812,6
2021	12 418,2	11 921,6	6 336,6	2 730,5	2 707,6	1 374,7	760,0	566,0	147,0	496,6	6 148,5	5 651,9
2022	13 427,3	13 188,5	7 053,6	2 886,7	2 997,5	1 547,3	843,2	599,4	250,6	238,8	7 404,8	7 166,0
2022 Q3	3 375,9	3 349,0	1 794,0	723,9	760,9	390,2	215,7	153,1	70,2	26,8	1 912,5	1 885,6
Q4	3 440,8	3 369,4	1 823,9	741,3	768,4	393,8	218,1	154,5	35,8	71,4	1 901,5	1 830,1
2023 Q1	3 506,9	3 372,0	1 849,6	737,2	778,3	402,1	221,8	152,4	7,0	134,9	1 893,0	1 758,2
Q2	3 553,9	3 406,4	1 866,8	749,9	784,4	402,9	224,1	155,4	5,2	147,5	1 869,0	1 721,5
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100,0	98,2	52,5	21,5	22,3	11,5	6,3	4,5	1,9	1,8	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	0,9	0,0	0,9	-1,0	2,7	3,0	-	-	1,2	2,5
Q4	-0,1	-0,6	-0,7	0,5	-0,2	-0,6	-0,3	0,8	-	-	-0,3	-1,4
2023 Q1	0,1	-0,7	0,0	-0,6	0,3	1,0	1,3	-2,4	-	-	0,0	-1,3
Q2	0,1	0,6	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,2	1,6	-	-	-0,7	0,1
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,1	-6,3	-4,0	-11,9	-3,8	-	-	-9,0	-8,4
2021	5,6	4,4	4,1	4,1	3,4	5,8	8,5	-7,3	-	-	11,1	8,7
2022	3,3	3,6	4,3	1,3	2,8	1,8	4,6	2,8	-	-	7,0	7,9
2022 Q3	2,3	3,4	2,3	0,4	4,6	1,3	8,4	7,4	-	-	7,6	10,4
Q4	1,7	1,2	1,3	0,6	0,9	0,2	6,5	-3,9	-	-	4,2	3,1
2023 Q1	1,1	0,6	1,4	-0,4	1,9	-0,7	5,0	4,0	-	-	2,6	1,7
Q2	0,5	0,2	0,2	0,1	1,3	-0,9	4,0	2,9	-	-	0,2	-0,2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,6	-	-
Q4	-0,1	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,5	-	-
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-	-
2021	5,6	4,4	2,2	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,4	0,4	1,4	-	-
2022	3,3	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	-	-
2022 Q3	2,3	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,5	0,3	1,0	-0,9	-	-
Q4	1,7	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,6	-	-
2023 Q1	1,1	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,5	-	-
Q2	0,5	0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	-	-

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	10 377,2	176,6	2 010,0	550,4	1 804,6	546,4	486,2	1 210,8	1 202,5	2 066,9	322,9	1 138,4
2021	11 135,6	184,9	2 207,8	588,6	2 006,4	594,8	516,7	1 245,7	1 290,8	2 163,9	335,9	1 282,6
2022	12 088,5	215,4	2 439,5	649,2	2 315,7	630,2	528,3	1 297,0	1 389,3	2 254,8	369,2	1 338,7
2022 Q3	3 040,5	56,0	609,8	163,2	590,0	159,3	131,9	323,7	349,0	564,6	93,1	335,4
Q4	3 117,5	56,4	634,3	167,6	597,3	160,7	139,0	333,4	358,2	576,8	93,8	323,3
2023 Q1	3 180,0	56,0	659,7	176,4	602,0	163,6	144,1	341,1	363,7	577,1	96,3	326,9
Q2	3 215,7	54,0	661,5	179,4	607,7	167,2	146,9	346,1	369,0	586,0	97,9	338,2
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,4	10,7	11,5	18,7	3,1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q3	0,4	0,7	0,5	-1,2	0,7	1,7	0,3	-0,2	0,5	0,5	1,3	-0,7
Q4	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,1	1,0	-1,1	2,1	0,1	1,2	-0,9	0,8	0,6	-0,1	2,7	-0,7
Q2	0,0	-1,1	-0,3	-0,5	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,3	0,1	0,6	1,4
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6,0	-0,7	-6,1	-5,0	-14,0	2,1	-0,7	-0,8	-5,6	-2,8	-18,1	-7,1
2021	5,5	0,4	8,6	2,6	7,4	8,6	5,4	1,9	6,1	3,3	4,2	6,5
2022	3,5	0,0	1,5	1,3	7,7	5,7	-0,1	1,8	4,6	1,7	11,9	2,2
2022 Q3	2,6	0,3	1,8	0,7	4,5	7,1	-0,7	1,3	3,7	1,1	6,8	0,2
Q4	2,0	-0,2	1,4	-0,2	2,7	4,1	0,4	1,0	3,0	1,9	6,9	-0,9
2023 Q1	1,6	1,4	-0,2	1,0	2,4	5,4	-0,2	1,3	2,1	1,1	7,1	-2,4
Q2	0,5	0,7	-1,1	0,3	-0,1	4,6	-0,4	0,7	1,6	0,7	3,4	0,0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q3	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,5	0,0	1,7	0,2	1,3	0,5	0,3	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	0,5	0,3	0,4	-
2022 Q3	2,6	0,0	0,4	0,0	0,8	0,4	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,0	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	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-
Q2	0,5	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-

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	1,5	1,6	0,4	0,2	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,0	1,0	3,0	2,1	0,9
2022	2,3	2,5	1,1	-0,3	1,3	3,2	3,3	5,8	-0,1	3,0	3,1	1,6	1,6
2022 Q3	1,9	2,0	1,2	-0,6	1,3	3,3	2,0	6,3	-0,4	3,9	2,5	1,5	0,8
Q4	1,6	1,7	0,7	-0,9	1,1	2,3	1,7	4,6	0,4	3,1	2,1	1,3	1,1
2023 Q1	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,3	1,6	2,2	4,5	1,0	2,5	2,0	1,2	1,0
Q2	1,3	1,3	1,4	-2,2	1,1	0,6	1,9	3,7	0,9	2,7	2,0	1,1	0,2
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	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,0	21,9	5,9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,3	-3,4	-7,5	-6,2	-14,6	-1,9	-2,2	-5,1	-8,4	-2,4	-12,3
2021	5,6	5,4	6,4	0,1	4,8	9,4	6,8	7,5	3,1	7,1	7,7	3,5	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-0,9	0,9	3,3	7,4	6,0	-0,3	5,1	4,1	0,7	5,9
2022 Q3	2,7	3,0	1,4	-0,4	2,0	3,6	3,4	7,5	0,2	4,8	3,9	1,3	2,4
Q4	2,2	2,3	1,9	-0,5	1,2	3,2	3,0	5,0	0,9	3,4	3,2	1,1	2,7
2023 Q1	2,0	2,2	0,8	-0,5	1,7	1,5	2,7	4,2	1,3	1,6	2,5	1,3	1,9
Q2	1,4	1,5	1,1	-2,6	1,2	1,1	1,5	3,7	1,4	2,5	2,3	1,5	0,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,7	-6,9	-11,3	-3,8	-2,6	-5,8	-6,5	-3,3	-9,5
2021	4,1	3,8	6,0	0,0	5,1	5,8	6,3	2,6	2,1	6,0	4,5	1,4	5,0
2022	1,1	1,0	1,8	-0,6	-0,3	0,1	3,9	0,1	-0,3	2,0	1,0	-0,9	4,1
2022 Q3	0,8	1,0	0,2	0,2	0,6	0,3	1,4	1,1	0,6	0,9	1,4	-0,2	1,6
Q4	0,6	0,5	1,2	0,4	0,1	0,9	1,2	0,4	0,5	0,3	1,0	-0,3	1,7
2023 Q1	0,3	0,5	-0,5	0,7	0,4	-0,1	0,5	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,1	0,9
Q2	0,1	0,2	-0,3	-0,5	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,5

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 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
Q2	.	.	.	6,4	.	.	5,6	.	13,9	.	6,1	.	6,7	3,0
2023 Feb.	-	-	11,181	6,6	-	8,952	5,8	2,229	14,1	5,625	6,2	5,556	7,0	-
Mar.	-	-	11,078	6,5	-	8,868	5,8	2,210	14,0	5,570	6,2	5,507	6,9	-
Apr.	-	-	11,047	6,5	-	8,833	5,7	2,214	13,9	5,566	6,2	5,481	6,9	-
May	-	-	10,970	6,5	-	8,736	5,7	2,233	14,0	5,515	6,1	5,455	6,8	-
June	-	-	10,871	6,4	-	8,678	5,6	2,194	13,8	5,507	6,1	5,364	6,7	-
July	-	-	10,944	6,4	-	8,738	5,7	2,206	13,8	5,559	6,2	5,385	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	-5,4	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	5,8	-1,7	11,1	12,5	12,3	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,0	-2,7	3,0	7,7	13,2	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	3,2	9,1	1,5
Q4	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,6	-5,0	-1,6	3,0	6,2	15,3
2023 Feb.	1,7	2,5	-5,1	9,6	3,3	-4,4	2,0	-2,3	-4,6	-0,7	0,4	4,2	11,6
Mar.	-1,5	-1,0	-4,6	-1,9	5,4	-6,4	-0,9	-3,3	-6,1	-1,5	1,8	4,7	30,8
Apr.	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,7	-8,1	0,2	-2,8	-4,5	-1,2	-3,1	3,2	19,4
May	-2,4	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,3	-2,9	-1,5	-1,5	4,5	20,3
June	-1,1	-0,4	-6,3	4,7	-0,5	-7,3	-0,3	-1,0	-2,7	0,6	-1,8	3,4	19,0
July	-2,2	-1,8	-5,0	0,4	-1,2	-5,7	.	-1,0	-2,2	1,1	-3,4	.	16,5
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Feb.	1,8	1,3	0,8	1,8	1,6	0,8	2,1	-0,1	-0,4	0,1	-1,3	0,6	3,4
Mar.	-4,5	-5,1	-1,1	-15,4	-1,1	-1,1	-1,9	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	0,9	-1,2
Apr.	1,3	1,9	-0,7	15,3	-2,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	0,3	-2,3	0,4	-1,2
May	0,1	0,1	0,4	1,1	0,2	-2,2	0,2	0,6	0,3	0,4	0,5	1,7	-0,2
June	0,4	0,9	-1,0	-0,3	-1,3	0,4	-1,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,5	1,7
July	-1,1	-2,1	0,2	-2,7	0,6	1,6	.	-0,2	0,4	0,5	-1,2	.	3,7

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	-11,7	-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	-7,5	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	1,9	81,7	-27,0	2,9	-6,8	7,6	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,4	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,2	0,1	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,8	-5,2	80,7	-17,0	-0,8	-4,0	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 Mar.	98,8	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
Apr.	98,8	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-0,9	9,6	89,9	45,8	48,5	56,2	54,1
May	96,3	-5,3	-	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
June	95,2	-7,3	-	-16,1	-2,6	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
July	94,5	-9,3	80,2	-15,1	-3,6	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Aug.	93,3	-10,3	-	-16,0	-5,2	-5,0	3,9	-	43,5	43,4	47,9	46,7

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	95,4	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	78,7	3,7	-12,0	2,6
2021	17,5	95,6	1,6	3,7	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	76,5	5,5	7,5	3,5
2022	13,5	93,0	-0,1	2,6	12,4	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	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 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
Q2	1 362,0	1 315,8	46,2	737,7	660,0	326,0	309,4	255,4	262,4	42,9	84,0	20,4	14,4
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.	432,5	430,0	2,5	231,8	215,5	107,6	104,4	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
May	460,8	452,9	7,9	249,8	227,9	109,8	104,1	86,4	94,1	14,8	26,8	5,2	4,0
June	468,7	432,9	35,8	256,0	216,7	108,6	100,9	89,3	85,7	14,7	29,5	8,9	4,7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 June	5 456,3	5 465,3	-9,0	2 992,2	2 911,7	1 280,6	1 196,3	1 015,3	1 027,3	168,3	329,9	138,7	97,3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 June	39,3	39,4	-0,1	21,6	21,0	9,2	8,6	7,3	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 goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q3	20,2	47,6	729,8	365,5	133,5	217,0	588,4	859,7	531,0	117,3	168,8	534,1	108,1
Q4	14,9	20,2	733,4	361,2	139,8	221,2	605,7	796,2	481,6	114,1	170,0	517,6	97,1
2023 Q1	8,6	0,4	722,3	346,2	137,6	224,0	597,0	722,8	425,0	113,3	160,5	500,5	77,7
Q2	-1,9	-14,3	708,6	.	.	.	588,1	703,8	.	.	.	498,1	.
2023 Jan.	11,1	10,2	239,6	115,0	45,0	74,1	197,2	251,5	149,4	39,1	53,7	169,0	30,1
Feb.	7,6	1,5	241,2	115,6	45,8	75,9	199,3	242,0	143,0	37,4	54,3	168,3	24,4
Mar.	7,5	-8,8	241,5	115,6	46,8	74,0	200,5	229,3	132,6	36,8	52,5	163,2	23,2
Apr.	-3,6	-11,8	233,2	109,0	47,0	72,0	193,3	241,1	141,1	37,7	55,5	168,9	25,5
May	-2,6	-13,1	238,3	109,9	49,3	72,9	196,3	238,0	138,1	39,0	55,6	169,1	24,2
June	0,3	-17,7	237,2	.	.	.	198,4	224,6	.	.	.	160,2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q3	2,8	14,9	106,5	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,8	123,7	121,0	122,8	140,4
Q4	1,5	3,6	107,2	104,0	109,7	114,6	106,9	119,8	116,2	120,3	121,6	120,6	144,8
2023 Q1	1,5	-1,3	106,3	102,0	105,6	117,0	106,0	114,8	111,6	119,8	115,9	117,3	142,7
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Dec.	-1,1	-3,4	105,6	101,0	108,0	115,7	105,3	117,2	114,2	113,4	120,1	116,8	147,0
2023 Jan.	2,8	4,1	105,9	102,0	103,9	117,1	104,7	117,9	114,9	122,4	117,1	118,4	151,7
Feb.	-0,4	-0,5	106,8	101,5	105,8	118,9	106,7	117,3	114,3	118,8	117,5	118,5	144,6
Mar.	2,2	-6,8	106,2	102,5	107,2	115,1	106,4	109,3	105,7	118,4	113,1	114,9	131,7
Apr.	-6,1	-4,3	103,0	98,5	107,2	112,3	103,2	119,1	115,4	124,7	119,2	121,7	158,7
May	-3,3	-4,6	106,4	100,0	111,5	114,9	107,0	118,9	114,5	125,9	120,5	122,0	151,7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices 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	2,0	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	0,8	3,3	2,7	1,7	-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 Mar.	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,2	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	0,2	-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	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7
July	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3
Aug. ³⁾	124,1	5,3	5,3	.	5,5	0,6	0,4	-0,2	0,4	3,2	0,2	.	.

	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 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
July	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
Aug. ³⁾	9,8	10,4	7,8	.	4,8	-3,3	.	.	.	.	.	.

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) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	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 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	.
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,5	6,5	-13,1	6,4	.	.
2023 Feb.	156,5	12,7	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,8	-	-	-
Mar.	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
Apr.	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
May	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,3	6,4	-13,5	-	-	-
June	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,0	5,9	-16,4	-	-	-
July	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-

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	1,6	3,7	5,8	7,9	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,6	4,6	6,8	6,8	4,3	7,7	12,7	17,6	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 Q3	115,0	4,6	7,5	7,5	4,9	7,7	13,6	19,8	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
Q4	117,3	5,7	6,9	8,6	6,1	7,4	10,2	12,8	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 Q1	119,4	6,2	5,5	7,9	4,5	6,4	5,5	3,9	75,8	-10,5	-5,3	-15,1	-11,3	-6,5	-16,4
Q2	120,9	6,2	4,0	6,8	4,9	4,6	0,5	-3,7	71,6	-18,1	-16,0	-20,3	-18,4	-16,1	-21,3
2023 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,3	-22,1	-18,2	-13,6	-23,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,8	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,7	-19,4	-17,6	-21,7
June	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,0	-15,6	-16,5	-16,6	-15,7	-17,6
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-14,3	-14,4	-14,2	-15,6	-15,2	-16,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,5	-16,8	-16,1	-17,0	-16,2	-18,0

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)				Consumer price trends over past 12 months	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three 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	54,7	27,7	40,9	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,7	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,5	30,1	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 Mar.	17,8	41,3	23,5	21,4	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
Apr.	11,5	34,8	19,6	15,3	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
May	6,5	30,1	18,7	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
June	4,4	25,3	16,1	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
July	3,4	23,4	16,5	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Aug.	3,6	22,8	16,7	6,0	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 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	3,7	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,8	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 Q3	102,4	3,5	2,7	5,7	3,7	3,2	3,0
Q4	113,8	5,6	5,0	7,4	5,6	5,6	3,1
2023 Q1	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,5	4,4
Q2	.	.	.	.	.	.	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	-0,4	2,0	4,8	7,5	-0,1	1,0	1,2	3,6	6,3	17,0
2021	110,0	-0,2	2,0	-4,0	5,3	-1,4	1,5	-1,3	4,1	1,3	1,0	-0,6
2022	113,6	3,3	4,6	3,3	5,7	1,8	3,4	3,7	5,0	3,5	3,4	-3,5
2022 Q3	113,9	3,3	4,3	2,0	5,9	2,1	2,4	3,6	6,4	3,6	3,8	-1,1
Q4	116,3	4,7	5,3	3,1	7,2	4,3	4,1	3,5	4,4	5,1	4,8	-1,1
2023 Q1	118,9	6,0	3,6	7,4	5,0	6,5	4,4	6,4	5,1	6,7	4,2	-0,4
Q2	119,7	6,5	3,5	7,6	5,7	8,2	4,9	5,7	5,8	6,4	5,4	2,9
Compensation per employee												
2020	107,0	-0,4	1,5	-2,4	-1,2	-4,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,6	5,4	5,2	3,0	5,0	4,3	2,1	2,7
2022	116,0	4,3	5,0	3,5	3,7	6,1	3,3	3,6	3,8	5,1	3,5	6,2
2022 Q3	116,4	3,8	5,2	2,5	3,3	4,6	3,1	3,2	3,8	4,9	3,4	4,8
Q4	118,4	4,9	6,0	3,5	4,6	5,3	3,7	3,5	2,2	6,0	5,4	4,7
2023 Q1	120,6	5,5	6,3	5,9	4,4	6,7	5,2	5,1	3,8	6,8	4,1	5,5
Q2	121,3	5,5	6,5	5,3	5,4	6,1	5,9	4,3	3,7	6,0	5,0	6,1
Labour productivity per person employed												
2020	97,1	-4,7	1,9	-4,3	-5,8	-10,7	0,1	-1,1	-1,4	-3,7	-3,7	-15,5
2021	101,1	4,1	0,3	8,9	-0,7	6,9	3,7	4,4	0,9	3,0	1,2	3,2
2022	102,1	1,0	0,3	0,2	-1,9	4,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,5	0,1	10,0
2022 Q3	102,2	0,5	0,9	0,5	-2,4	2,5	0,7	-0,4	-2,4	1,2	-0,4	6,0
Q4	101,8	0,2	0,7	0,4	-2,5	1,0	-0,4	0,0	-2,1	0,8	0,5	5,8
2023 Q1	101,4	-0,5	2,6	-1,5	-0,6	0,2	0,8	-1,3	-1,2	0,1	-0,1	6,0
Q2	101,3	-0,9	2,9	-2,1	-0,3	-2,0	1,0	-1,3	-2,0	-0,4	-0,4	3,1
Compensation per hour worked												
2020	113,9	5,8	4,1	3,0	5,1	7,1	3,2	1,8	4,4	5,9	5,5	6,8
2021	114,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4	2,6	1,1	0,4	0,3	1,0	-1,4
2022	117,8	3,2	5,8	3,9	4,0	1,8	3,4	3,8	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 Q3	118,1	2,8	5,2	1,9	3,1	2,4	2,1	2,3	3,0	3,1	3,6	3,7
Q4	120,5	4,3	7,0	3,3	3,5	3,9	3,6	3,1	1,7	5,1	5,8	3,4
2023 Q1	122,0	5,0	4,9	5,5	4,3	5,7	5,3	4,9	4,4	6,0	3,9	4,7
Q2	122,7	5,4	6,6	5,1	5,0	6,5	5,6	4,1	4,2	5,8	4,5	5,2
Hourly labour productivity												
2020	104,7	2,1	2,8	1,5	1,2	0,7	4,1	1,5	4,6	3,0	-0,4	-6,6
2021	104,7	0,0	0,3	3,6	-6,2	0,6	1,0	2,2	-4,8	-1,4	-0,2	-1,7
2022	104,6	-0,1	0,9	0,5	-2,0	0,3	-0,3	0,2	-3,1	0,5	1,0	5,7
2022 Q3	104,8	-0,3	0,7	-0,2	-2,7	1,0	-0,4	-0,9	-3,3	-0,1	-0,2	4,3
Q4	104,4	-0,4	0,3	0,2	-3,3	-0,3	-0,8	-0,5	-2,4	-0,2	0,8	4,1
2023 Q1	103,6	-0,8	1,9	-1,8	-0,5	-0,3	1,1	-1,5	-0,3	-0,4	-0,2	5,1
Q2	103,5	-0,9	3,4	-2,3	-0,8	-1,6	0,9	-1,8	-1,8	-0,6	-0,8	2,6

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
2023 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
July	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06

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
2023 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
July	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77

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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	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
2023 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
July	460,1	4 364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4 508,1	32 694,1
Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4

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	Aug.	0,01	0,70	0,42	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	0,63	1,27	5,27	15,83	6,55	5,96	6,58	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
	Oct.	0,03	0,73	0,93	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	1,21	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	1,42	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	1,60	2,08	6,34	15,99	7,44	6,97	7,60	4,28	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
	Feb.	0,12	1,17	1,91	2,20	6,59	16,08	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	2,11	2,26	6,76	16,07	7,83	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
	Apr.	0,18	1,25	2,28	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	0,21	1,30	2,47	2,48	7,19	16,34	8,36	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
	June	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,14	4,39	4,07	3,71	3,41	4,04	3,70
	July ^(p)	0,27	1,43	2,82	2,86	7,48	16,40	8,41	7,72	8,41	5,23	4,47	4,14	3,72	3,45	4,08	3,75

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	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	2,72	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	3,86
	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	4,39	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
	May	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,75	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
	June	0,55	3,20	3,10	4,78	5,23	5,43	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
	July ^(p)	0,60	3,31	3,58	4,89	5,51	5,52	5,43	5,12	5,02	4,33	4,82	5,02	4,34	4,93

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	1 488,6	429,7	126,0	51,3	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 407,5	427,9	126,9	49,9	88,0	764,7	674,9	387,2	138,4	79,1	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1 371,5	466,8	143,0	49,8	94,7	667,0	621,7	481,7	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 Feb.	1 374,1	529,3	137,2	51,1	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,5	35,2	49,1	122,8	96,2
Mar.	1 423,7	536,6	136,0	50,9	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0
Apr.	1 454,9	564,9	133,9	47,7	102,3	653,7	603,5	511,4	218,1	100,9	31,9	60,2	132,2	103,3
May	1 457,4	580,5	137,3	50,3	102,9	636,8	599,6	515,1	242,0	118,0	37,9	53,7	101,4	86,5
June	1 478,7	581,6	130,5	49,1	93,1	673,5	634,2	515,7	222,0	114,9	36,0	45,8	133,1	107,1
July	1 463,0	574,0	129,1	45,3	96,0	664,0	635,3	488,2	181,4	113,7	31,1	53,7	139,5	122,0
Long-term														
2020	19 285,0	4 077,2	3 104,3	1 260,9	1 543,3	10 560,1	9 773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 926,3	4 182,6	3 385,6	1 342,8	1 600,6	10 757,5	9 936,5	316,9	67,9	84,0	34,3	23,3	141,8	128,3
2022	17 902,9	3 972,3	3 267,0	1 333,8	1 397,7	9 265,9	8 553,9	300,1	78,4	74,5	29,0	16,7	130,6	121,1
2023 Feb.	18 187,1	4 081,0	3 288,5	1 325,5	1 418,9	9 398,7	8 675,3	353,7	99,1	54,1	12,9	17,6	182,9	165,8
Mar.	18 409,2	4 104,4	3 277,4	1 322,9	1 415,5	9 611,8	8 876,2	339,1	84,5	70,4	30,9	15,5	168,6	156,1
Apr.	18 411,1	4 118,5	3 279,6	1 332,9	1 419,2	9 593,8	8 873,4	308,5	72,7	76,1	34,4	16,4	143,2	137,3
May	18 573,7	4 191,4	3 329,2	1 368,3	1 427,4	9 625,6	8 908,1	372,0	100,0	100,2	56,2	27,3	144,5	136,2
June	18 669,3	4 202,9	3 337,5	1 375,6	1 429,4	9 699,4	8 979,2	401,5	114,4	83,9	30,9	30,6	172,6	160,9
July	18 765,7	4 300,6	3 350,2	1 365,4	1 436,2	9 678,8	8 958,5	348,5	142,8	57,9	11,5	17,9	129,9	125,1

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2020	20 773,5	4 506,9	3 230,3	1 312,3	1 640,1	11 396,2	10 495,7	8 519,7	473,8	1 338,1	6 706,9
2021	21 333,7	4 610,5	3 512,5	1 392,7	1 688,5	11 522,2	10 611,3	10 414,6	600,0	1 560,1	8 253,5
2022	19 274,5	4 439,2	3 410,0	1 383,6	1 492,4	9 932,9	9 175,6	8 747,0	524,9	1 363,3	6 858,1
2023 Feb.	19 561,2	4 610,2	3 425,7	1 376,6	1 513,1	10 012,1	9 244,7	9 622,5	630,3	1 495,2	7 496,4
Mar.	19 832,9	4 641,0	3 413,4	1 373,8	1 511,9	10 266,5	9 479,6	9 642,9	558,8	1 447,7	7 635,9
Apr.	19 866,0	4 683,4	3 413,6	1 380,7	1 521,5	10 247,5	9 476,9	9 694,8	566,4	1 442,1	7 685,7
May	20 031,1	4 772,0	3 466,5	1 418,6	1 530,3	10 262,4	9 507,7	9 415,6	545,4	1 396,8	7 472,9
June	20 148,0	4 784,5	3 468,0	1 424,7	1 522,5	10 372,9	9 613,5	9 673,6	587,2	1 480,2	7 605,6
July	20 228,7	4 874,5	3 479,3	1 410,7	1 532,1	10 342,7	9 593,8	9 829,7	623,3	1 526,5	7 679,3
Growth rate ¹⁾											
2022 Dec.	3,7	4,7	4,7	-0,1	1,2	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 Jan.	4,0	7,1	4,0	-0,3	1,0	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
Feb.	4,1	7,8	3,1	-0,9	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
Mar.	3,8	7,1	2,3	-1,7	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
Apr.	4,3	8,2	1,5	-1,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
May	4,4	9,1	2,2	1,5	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
June	5,2	10,2	3,3	2,9	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,6	-1,3
July	5,8	12,1	3,3	1,2	1,5	4,6	5,3	-0,9	-1,4	0,9	-1,2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,7	93,8	89,8	75,1	88,1	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,0	70,4	86,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	83,9	65,4	81,4	116,1	90,9
2022 Q3	93,7	89,3	92,5	82,0	63,6	79,7	113,9	89,0
Q4	95,7	91,9	95,0	84,7	64,4	81,9	116,7	91,8
2023 Q1	97,1	92,8	96,9	86,5	67,1	84,2	119,4	93,1
Q2	98,2	93,5	97,9	.	.	.	121,4	94,3
2023 Mar.	97,3	92,9	97,1	-	-	-	119,7	93,4
Apr.	98,4	93,8	98,0	-	-	-	121,5	94,6
May	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
June	98,2	93,5	98,0	-	-	-	121,8	94,5
July	99,2	94,6	99,2	-	-	-	123,7	95,9
Aug.	99,0	94,8	99,2	-	-	-	123,7	96,1
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 Aug.	-0,1	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,2
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 Aug.	6,1	6,6	7,6	-	-	-	8,9	8,3

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	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 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
July	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Aug.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 Aug.	-0,5	0,9	0,0	1,6	1,3	0,4	0,0	0,0	1,5	-0,8	-1,3
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 Aug.	14,8	-1,9	0,2	-4,2	15,4	-5,6	1,6	1,0	12,5	-1,1	7,7

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	231,1	228,7	2,4	90,0	72,6	82,8	97,8	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
<i>Transactions</i>												
2022 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	-
Q2	134,9	64,6	70,3	43,6	57,8	155,1	76,8	7,0	-72,6	-70,0	1,9	-
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.	2,7	32,4	-29,8	0,8	-8,1	40,4	6,7	1,0	-37,7	33,8	-1,8	-
May	79,6	57,5	22,1	19,6	56,2	37,3	-21,5	13,3	8,0	22,9	1,4	-
June	52,7	-25,4	78,1	23,1	9,7	77,4	91,7	-7,3	-42,9	-126,8	2,4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 June	-77,9	-218,3	140,4	-153,5	-212,7	138,7	325,7	56,8	-120,0	-331,4	0,0	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 June	-0,6	-1,6	1,0	-1,1	-1,5	1,0	2,3	0,4	-0,9	-2,4	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	4 194,1	15 185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,6
Q2	1 534,7	9 179,7	10 714,3	1 871,3	2 534,3	4 405,6	15 119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16 022,2
2023 Feb.	1 539,6	9 593,3	11 132,9	1 544,7	2 557,5	4 102,2	15 235,1	124,2	651,9	80,8	856,9	16 092,0
Mar.	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,6
Apr.	1 536,8	9 373,1	10 909,9	1 702,7	2 537,5	4 240,2	15 150,1	101,5	677,0	86,2	864,8	16 014,8
May	1 537,1	9 280,7	10 817,8	1 766,2	2 527,8	4 294,0	15 111,7	111,9	686,4	96,7	895,0	16 006,7
June	1 534,7	9 179,7	10 714,3	1 871,3	2 534,3	4 405,6	15 119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16 022,2
July ^(p)	1 534,1	9 086,7	10 620,8	1 915,4	2 526,9	4 442,3	15 063,2	122,3	690,9	80,1	893,3	15 956,5
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	-125,9	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5
Q2	-9,4	-249,0	-258,3	222,0	-32,4	189,5	-68,8	10,1	15,9	-2,8	23,2	-45,6
2023 Feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	29,2	36,5	-22,2
Mar.	4,4	-139,2	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,1	24,0	-16,5
Apr.	-7,3	-69,9	-77,2	57,2	-12,2	45,0	-32,2	-1,5	-4,2	-5,6	-11,3	-43,5
May	0,3	-99,9	-99,5	59,7	-9,8	49,8	-49,7	9,8	9,3	8,7	27,9	-21,8
June	-2,4	-79,2	-81,6	105,1	-10,4	94,7	13,1	1,7	10,8	-5,9	6,6	19,7
July ^(p)	-0,7	-89,8	-90,5	45,7	-7,3	38,4	-52,2	9,4	-6,5	-11,1	-8,2	-60,3
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	520,6	23,8	2,1
Q2	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6
2023 Feb.	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	460,0	21,0	2,6
Mar.	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,6	23,8	2,1
Apr.	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	13,2	351,8	20,1	1,4
May	0,7	-8,1	-7,0	81,0	0,2	22,6	-0,1	-10,9	14,6	418,8	23,1	0,9
June	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6
July ^(p)	0,1	-10,5	-9,2	85,2	-0,9	23,9	-1,4	-1,5	16,3	218,0	20,6	-0,4

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	3 338,4	2 507,9	686,3	132,5	11,7	8 381,2	5 309,3	705,0	2 366,1	0,9	1 182,1	231,7	565,2
2023 Feb.	3 380,1	2 663,1	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	8 376,9	5 398,7	608,4	2 368,9	0,9	1 213,8	227,0	560,5
May	3 305,9	2 529,9	632,6	131,9	11,6	8 379,4	5 361,7	657,5	2 359,2	0,9	1 218,6	226,9	555,8
June	3 338,4	2 507,9	686,3	132,5	11,7	8 381,2	5 309,3	705,0	2 366,1	0,9	1 182,1	231,7	565,2
July ^(p)	3 305,0	2 462,7	699,6	132,0	10,7	8 378,7	5 264,1	756,3	2 357,5	0,8	1 191,6	215,3	560,8
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	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-97,6	-2,1	12,7
Q2	-4,1	-91,2	84,3	-0,5	3,3	-9,5	-116,9	136,6	-29,0	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
2023 Feb.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,0	-10,2	12,6
Mar.	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,5	7,1	2,5
Apr.	-4,2	-27,7	22,6	-1,0	1,8	-13,6	-44,3	40,4	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
May	-35,5	-45,0	8,0	0,3	1,2	0,9	-37,8	48,4	-9,8	0,1	-0,2	-0,5	-5,0
June	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-34,9	47,8	-9,6	-0,1	-36,1	5,1	9,4
July ^(p)	-31,4	-43,9	13,8	-0,4	-0,9	-1,9	-44,8	51,5	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-4,4
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	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
2023 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	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,3	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
June	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
July ^(p)	-0,6	-14,1	118,2	2,0	13,5	0,7	-5,7	111,7	-1,0	6,3	-15,4	-9,5	-2,4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 323,0	11 911,0	12 289,7	4 706,6	6 132,9	904,7	166,8	1 547,5	864,5
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,7	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	5 127,1	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2022 Q3	6 359,7	1 002,3	5 333,1	15 421,7	13 051,1	13 204,2	5 165,6	6 613,7	1 110,6	161,2	1 545,9	824,6
Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 177,9	5 127,1	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023 Q1	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,3	13 013,9	13 204,4	5 131,0	6 666,0	1 078,5	138,5	1 552,0	849,4
Q2	6 268,9	986,0	5 257,5	15 418,8	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 569,9	869,9
2023 Feb.	6 347,5	997,3	5 325,2	15 417,3	13 023,0	13 214,7	5 140,2	6 659,9	1 074,3	148,6	1 548,5	845,7
Mar.	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,3	13 013,9	13 204,4	5 131,0	6 666,0	1 078,5	138,5	1 552,0	849,4
Apr.	6 319,0	981,7	5 312,2	15 422,6	13 000,7	13 202,3	5 124,9	6 666,7	1 064,5	144,6	1 564,3	857,7
May	6 262,1	990,6	5 245,9	15 445,4	13 000,6	13 228,2	5 134,9	6 631,4	1 092,7	141,6	1 582,5	862,3
June	6 268,9	986,0	5 257,5	15 418,8	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 569,9	869,9
July ^(p)	6 228,1	983,1	5 219,5	15 436,2	12 993,0	13 219,4	5 135,5	6 626,3	1 095,8	135,5	1 565,4	877,8
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	634,6	623,2	679,9	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,7	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
Q4	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	10,9	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6
2023 Q1	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,9	-3,0	14,1	3,4	-7,8	-20,9	7,9
Q2	-85,7	-9,6	-76,5	9,7	-29,6	3,1	4,0	-29,9	-9,2	5,5	22,9	16,4
2023 Feb.	2,1	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,8	-2,2	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
Mar.	-25,1	-3,2	-21,9	6,5	1,8	4,1	-2,3	8,3	5,9	-10,0	2,6	2,0
Apr.	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
May	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	17,8	7,7	-35,4	25,5	-3,1	17,0	6,7
June	12,0	-4,5	16,8	-16,4	-14,8	-17,2	-1,0	3,6	-19,9	2,4	-6,2	4,6
July ^(p)	-39,7	-2,9	-36,8	20,2	18,4	17,1	6,9	-6,2	26,2	-8,5	-4,9	6,7
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	4,9	-9,8	-1,4	1,9
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
2023 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	4,9	-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	3,0
May	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
June	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
July ^(p)	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,0	5,4

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	5 127,1	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	5 127,1	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	5 131,0	5 144,8	939,9	1 093,0	3 098,1	6 666,0	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
Q2	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
2023 Feb.	5 140,2	5 149,7	945,2	1 092,0	3 103,0	6 659,9	6 868,2	721,7	5 228,3	709,9
Mar.	5 131,0	5 144,8	939,9	1 093,0	3 098,1	6 666,0	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
Apr.	5 124,9	5 142,4	929,8	1 094,3	3 100,7	6 666,7	6 871,9	725,1	5 237,6	704,0
May	5 134,9	5 145,6	924,5	1 096,0	3 114,4	6 631,4	6 870,1	726,0	5 204,3	701,2
June	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
July ⁶⁾	5 135,5	5 147,2	922,6	1 087,9	3 124,9	6 626,3	6 857,9	727,1	5 202,8	696,4
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	308,1	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 Q3	139,1	139,3	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	7,0	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 Q1	-3,0	3,5	-21,1	10,9	7,2	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
Q2	4,0	0,7	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,5	3,4	-27,9	-5,4
2023 Feb.	-2,2	-1,4	-10,4	5,6	2,6	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
Mar.	-2,3	5,8	-2,8	2,2	-1,8	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
Apr.	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,1	1,9	2,5	2,0	1,8	-1,9
May	7,7	-0,6	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,6	1,3	-33,8	-2,9
June	-1,0	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,4	0,1	4,1	-0,7
July ⁶⁾	6,9	4,4	-0,9	1,8	6,0	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,7
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	6,3	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	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Q2	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
2023 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	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Apr.	3,8	4,6	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	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
June	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
July ⁶⁾	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-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) 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	6 736,8	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2022 Q3	642,5	6 764,4	1 801,9	30,6	2 096,5	2 835,4	1 318,8	520,9	148,0	146,7
Q4	683,4	6 736,8	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 895,4	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,5	1 434,9	330,8	152,1	165,8
Q2	477,6	6 965,8	1 807,5	40,4	2 232,3	2 885,6	1 484,6	293,3	168,6	172,6
2023 Feb.	553,6	6 818,8	1 785,7	33,8	2 177,0	2 822,3	1 336,3	363,4	154,6	159,6
Mar.	580,0	6 895,4	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,5	1 434,9	330,8	152,1	165,8
Apr.	586,5	6 907,3	1 807,4	35,8	2 168,6	2 895,5	1 448,2	318,8	153,3	161,9
May	483,6	6 979,3	1 806,0	37,6	2 213,1	2 922,6	1 472,5	289,6	174,0	184,1
June	477,6	6 965,8	1 807,5	40,4	2 232,3	2 885,6	1 484,6	293,3	168,6	172,6
July ^(p)	457,3	7 078,1	1 807,0	42,8	2 321,4	2 906,9	1 569,1	258,5	153,8	156,4
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	31,5	-89,8	-5,2	14,7	111,8	-72,0	-193,6	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	64,3	-15,2	0,3	57,9	21,3	51,7	-74,0	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,3	8,3	4,0	63,9	9,0	72,0	-76,7	15,0	18,9
Q2	-102,2	92,7	13,9	5,1	61,4	12,3	93,8	-72,9	16,5	6,7
2023 Feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,7	-18,5	-0,2	3,0
Mar.	26,2	22,7	8,0	1,1	9,3	4,2	61,4	-10,4	-2,5	6,5
Apr.	6,5	21,8	15,4	0,8	4,1	1,5	29,0	-17,7	1,2	-3,9
May	-102,7	40,3	-4,1	1,8	31,0	11,6	5,8	-45,0	20,7	22,2
June	-5,9	30,6	2,6	2,5	26,4	-0,9	59,1	-10,3	-5,4	-11,5
July ^(p)	-20,3	31,5	0,2	2,4	16,8	12,0	46,6	-76,4	-14,8	-16,2
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	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
2023 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	3,8	5,0	3,1	-	-	-16,0	-5,3
May	-35,0	3,1	-2,5	21,1	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
June	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
July ^(p)	-39,0	3,9	-1,5	40,7	9,9	2,6	-	-	-10,9	-1,6

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	
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	
	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	
	1	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	7	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
		2	3	4	5	MFIs		6	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	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 Q2	13,5	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	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 Q1	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2023 Feb.	13,2	12,0	4,5	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7
Mar.	13,6	12,3	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	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
June	13,7	12,4	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,8	1,1
July	13,6	12,3	3,9	1,3	0,3	8,2	1,9	1,3	1,6	2,0	2,0	3,0	1,2

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 (+)										
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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 13 septembre 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-23-011-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Claude Piot

Secrétaire général